



# Osakemarkkinariskipreemio Suomen markkinoilla vuonna 2021



**pwc**

## Osakemarkkinariskipremio Suomen markkinoilla vuonna 2021 -julkaisun ovat kirjoittaneet PwC:n asiantuntijat:



**Matias Lindholm**  
Partner  
Corporate Finance



**Esko Saura**  
Director  
Accounting Consulting  
Services



**Lei Xu**  
Associate  
Corporate Finance

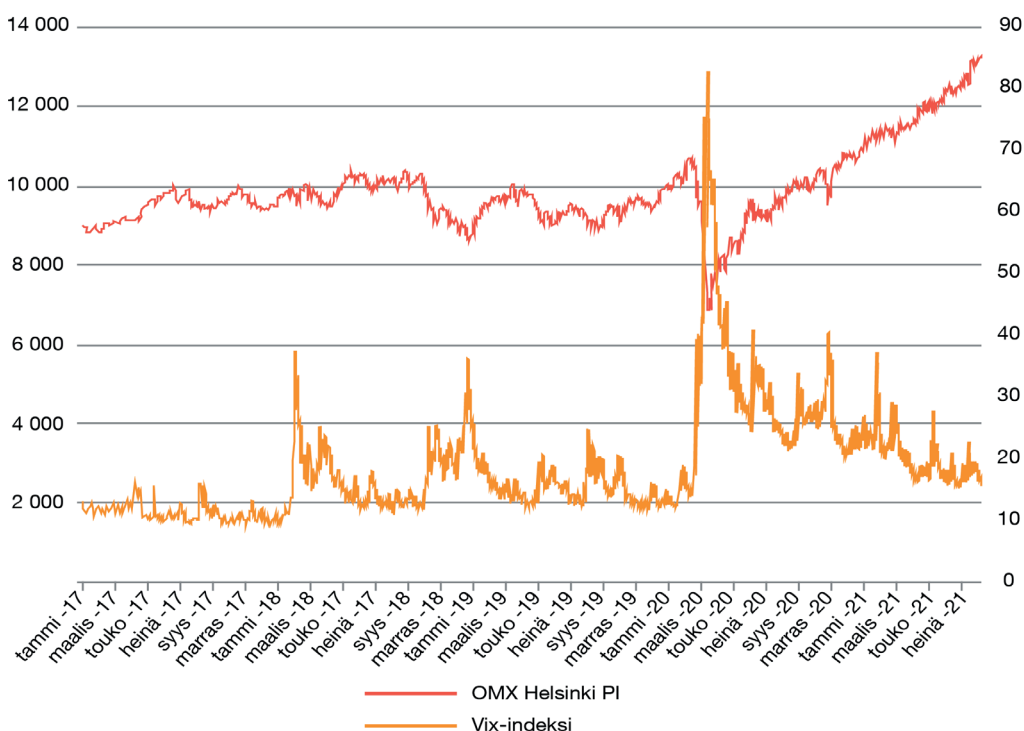
### Mikä osakemarkkinoiden markkinariskipremio?

Osakemarkkinariskipremio, jota kutsutaan usein myös markkinariskipremioksi tai osakeriskipremioksi, on tärkeä tekijä kassavirtaperusteisissa arvonmäärityksissä. Kokemuksemme mukaan sen arviointi on yksi vaikeimmista osa-alueista arvonmäärityksissä. Osakemarkkinoiden riskipremion oletetaan kuvaavan lisätuottoa, jonka ostaja vaatii sijoittaessaan osakkeisiin riskittömään korkoon verrattuna.

## Johdanto

Olemme seuranneet Suomen osakemarkkinoiden markkinariskipreemioita vuodesta 1999 asti. **Uusimman selvityksemme mukaan Suomen osakemarkkinoiden markkinariskipreemio on 7,1 prosenttia.**

Vuonna 2020, rauhallisen alkuvuoden jälkeen, osakekurssit sukelsivat ja volatiliteetti nousi ennätystasolle. Vuoden 2020 jälkipuoliskon optimistisemmän vaiheen jälkeen vuoden 2021 markkinatilanne on jatkunut positiivisena. Osakemarkkinat ovat jatkaneet vahvalla kasvu-uralla ja yritystulosarvostukset ovat olleet korkeita. Mikäli tiedossa ei ole ikäviä yllätyksiä, vuoden 2021 toisen puoliskon näkymät pysyvät suotuisina yhtiöiden hyvien tulosuutisten, uusien listautumisien ja SPAC-yhtiöiden suosion jatkuessa.



Selvityksemme on toteutettu kvantitatiivisin menetelmin. Käyttämämme menetelmä eroaa viimeisimmästä selvityksestä, joka julkaistiin vuonna 2018.

Analysoimme myös muiden Pohjoismaiden markkinoita samoilla menetelmillä. Analyysin perusteella yksittäisten Pohjoismaiden osakemarkkinoiden riskipreemioissa on jonkin verran vaihtelua. Suomen osakemarkkinoiden riskipreemio on korkeampi kuin Ruotsin tai Tanskan, mutta hieman Norjan markkinoita alhaisempi. Selvityksen löydökset ovat hieman korkeammat kuin PwC Ruotsin toukokuussa 2021 julkaistussa kyselytutkimuksessa, jonka mukaan markkinariskipreemio oli Ruotsin osakemarkkinoilla 6,7 prosenttia.



## Tutkimuksen metodologia

Tutkimusotoksemme koostuu 148 suomalaisesta pörssiyhtiöstä. Tutkimusotokseen ei sisällytetty rahoituslaitoksia, kuten pankkeja tai vakuutusyhtiöitä, sillä niiden kassavirtojen raportointitavan vuoksi niitä on hankalaa verrata muuntyyppisiin yrityksiin.

Arvioimme jokaisen yrityksen velattoman vapaan kassavirran<sup>1</sup> suuruuden kalenterivuodesta 2021 kalenterivuoteen 2026. Sovelsimme arvioissa kahta eri lähestymistapaa. Ensinnäkin käytimme pörssianalyttikkojen konsensusarvioita, jotka ovat saatavilla valtaosalle yrityksistä. Näiden yritysten joukosta pienellä osalla konsensusarvio ei kattanut koko ennustejaksoa, joten oletimme kassavirran kasvunopeudeksi 2 prosenttia puuttuvien vuosien osalta. Toiseksi niiden harvojen yritysten kohdalla, joiden tapauksessa konsensusarvioita ei ollut saatavilla, oletimme vuoden 2020 kassavirtojen perusteella kassavirran noudattavan 2 prosentin kasvunopeutta.

Laskettuamme yhteen kunkin ennustevuoden rahavirrat sekä 1 prosentin kasvuvauhdilla lasketun terminaaliarvon, laskimme diskonttokoron kullekin yritykselle. Diskonttokoroksi etsimme luvun, jolla diskontattujen kassavirtojen nykyarvo oli yhtä suuri kuin yritysten liiketoiminnan arvo. Liiketoiminnan arvo oli laskettu kolmen kuukauden keskimääräisen pörssi-arvon sekä yrityksen nettovelan perusteella.

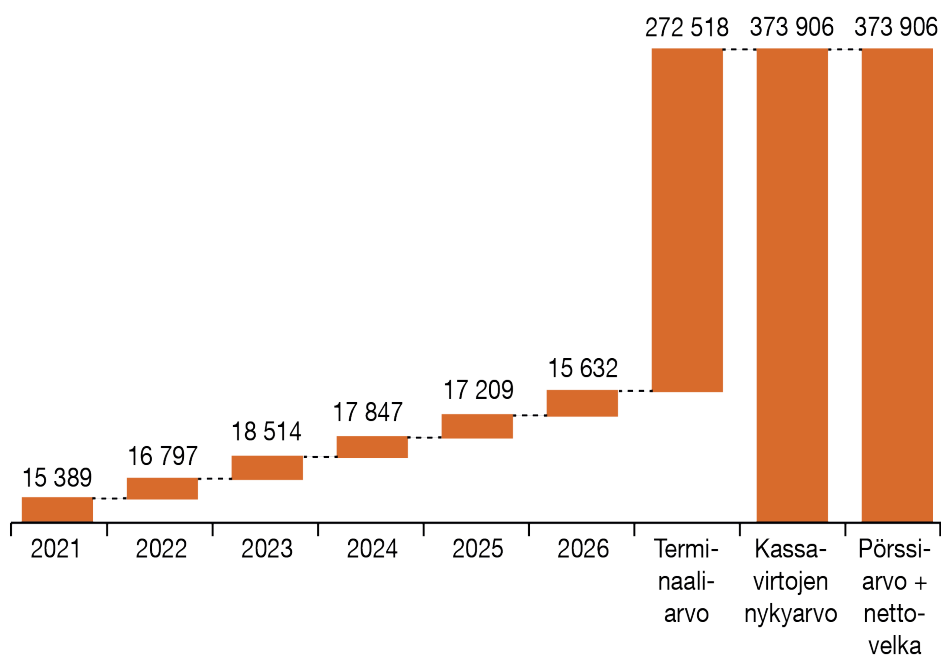
Diskonttokorko, jolla kassavirtojen nykyarvo on yhtä suuri kuin yritysten yhteenlaskettu liiketoimintojen arvo, on 6,8 prosenttia. Koska käyttämämme kassavirrat eivät sisällä korkoja tai velan takaisinmaksua, diskonttokorko vastaa painotettua keskimääräistä pääomakustannusta. Tämän jälkeen laskemme oman pääoman tuottoasteen markkinatasolla yhteenlasketun nettovelan, arvioidun velan kustannusten<sup>2</sup> sekä kolmen kuukauden pörssi-arvon perusteella.

Oman pääoman tuottoaste muodostuu kahdesta osasta: riskittömästä korosta ja osakemarkkinoiden markkinariskipreemioista. Koska otoksemme edustaa koko Suomen osakemarkkinoiden näkökulmasta, oletimme beetakertoimeksi 1. Vähennettyämme riskittömän koron diskonttokorosta saimme tulokseksi osakemarkkinoiden markkinariskipreemion.

Riskittömänä korkona käytimme sellaisen Saksan liittotasavallan obligaatiolainan tuottoa, jonka maturiteetti on 30 vuotta. Analyysin ajankohtana tuotto oli 0,3 %. Kun tämä vähennetään yllä lasketusta pääoman tuottoasteesta (7,4 %), osakemarkkinoiden markkinariskipreemioksi saadaan 7,1 %.

<sup>1</sup> Velaton vapaa kassavirta määritellään seuraavasti: liikevoitot (verojen jälkeen) + poistot + laskennalliset poistot + lykätyjen menojen poistot - käyttöomaisuusinvestoinnit + aineettomien hyödykkeiden myynti (osto) + osakeperusteinen korvaus - käyttöomaisuuden muutos. Suomen osakemarkkinoiden verokannaksi oletettiin 20 %, Ruotsin 21,4 %, Tanskan 22 % ja Norjan 22 %.

<sup>2</sup> Käytämme eri osakemarkkinoiden velan kustannuksina yhteenlaskettuja korkokuluja jaettuna korollisen velan määrällä. Verosuojavaikutus on myös huomioitu keskimääräistä pääomakustannusta laskettaessa.



Lähestymistavan vahvuus on, että siinä seurataan kassavirtoja, joita käytetään tuottoarvomenetelmällä (DCF) tehtävissä arvonmäärityksissä. Toinen vaihtoehto olisi ollut tarkastella osinkotuottoa ja mahdollisia osakkeiden takaisinostoja, mutta tässä tapauksessa tarkastelun ulkopuolelle olisi jäänyt suuri määrä useiden yritysten positiivisista kassavirroista. Osinkojen ennustaminen olisi myös vaatinut enemmän omien oletusten tekemistä.

## Vertailu edelliseen tutkimukseen

Teimme edellisen tutkimuksen vuoden 2017 lopulla. Tutkimus toteutettiin kyselytutkimuksena meklariliikkeille, omaisuudenhoitoyhtiöille, vakuutusyhtiöille, yliopistoille sekä muille ammattimaisille asiantuntijayrityksille ja laitoksille. Suunnittelimme alun perin toteuttavamme seuraavan kyselytutkimuksemme vuoden 2020 aikana, mutta koronaviruspandemian puhkeamisen takia päätimme lykätä selvitystä.

Uudessa tutkimuksessa olemme käyttäneet kvantitatiivisia menetelmiä. Ensisijainen syy sille on, että Suomen markkinat ovat verrattain pienet, ja vastausten määrä olisi siis jäänyt varsin pieneksi – jopa niin pieneksi, että vastaukset eivät olisi tarjonneet tarpeeksi eri näkökulmia luotettavien tulosten saavuttamiseksi.

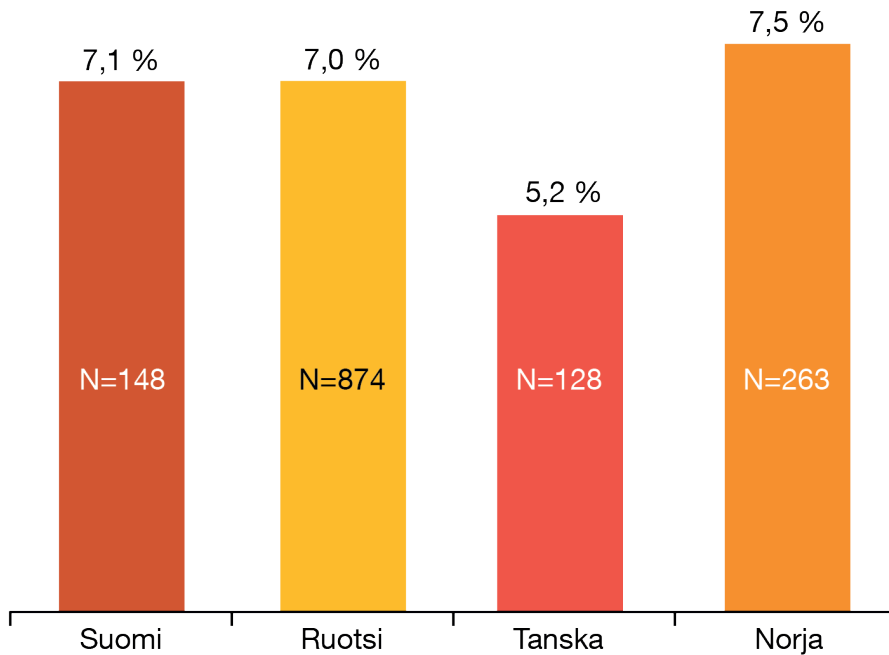
## Tutkimustulosten järjestysharkastelu

Osakemarkkinariskipreemioiden arviointi ei ole helppoa. Tulokseen vaikuttavat konsensusennusteet ja pörssiarvojen liikkuvat keskiarvot. Terminaalikasvuprosentti on myös laskentaprosessin kannalta tärkeä oletus. Analysoimme myös pörssiarvojen laskentakauden ja terminaalikasvuprosentin herkkyyttä, jotta saisimme paremman kuvan tuloksista.

Herkkyysanalyysi osoittaa, että osakemarkkinoiden markkinariskipremio vaihtelee 6,1 prosentista 8,2 prosenttiin. Sen keskiarvo on 7,1 prosenttia ja mediaani 7,0 prosenttia.

	2,0 %	1,5 %	1,0 %	0,5 %	0,0 %
-3kk	7,955 %	7,512 %	7,071 %	6,633 %	6,197 %
-2kk	7,886 %	7,443 %	7,002 %	6,563 %	6,126 %
-1kk	7,835 %	7,391 %	6,950 %	6,510 %	6,073 %
t = 0	8,195 %	7,754 %	7,315 %	6,787 %	6,444 %

Alla olevassa kaaviossa vertaamme Suomen osakemarkkinoiden markkinariskipreemiota muiden pohjoismaisten markkinoiden tämänhetkisiin arvoihin. Muihin pohjoismaisiin markkinoihin verrattuna Suomen osakemarkkinoiden markkinariskipreemio on joukon toiseksi korkein, mutta pysyttelee silti samalla tasolla kuin muiden markkinoiden vastaavat arvot. Tanskan tulos vaikuttaa selvästi poikkeavalta havainnolta, koska ei varsinaisesti ole mitään syytä olettaa, että tanskalaiset sijoittajat olisivat tyytyväisiä huomattavasti muita Pohjoismaita alhaisempaan tuottotasoon.



Erilaisen lähestymistavan soveltaminen tarjoaa meille myös tilaisuuden verrata saamiamme tuloksia PwC Ruotsin vuosittaiseen osakemarkkinoiden markkinariskipreemiotutkimukseen, joka on toteutettu kyselytutkimuksena. PwC Ruotsin viimeisimmän tutkimuksen mukaan osakemarkkinoiden markkinariskipreemio oli 6,7 prosenttia. Näillä menetelmillä saamamme tulokset viittaavat siihen, että Ruotsin osakemarkkinoiden markkinariskipreemio olisi hieman tätä korkeampi, noin 7,0 prosenttia.

### Lisätietoja tutkimuksesta:

#### Matias Lindholm

Partner  
Corporate Finance  
+358 20 787 7885  
matias.lindholm@pwc.com

#### Esko Saura

Director  
Accounting Consulting Services  
+358 20 787 7970  
esko.saura@pwc.com

#### Lei Xu

Associate  
Corporate Finance  
+358 20 787 7196  
lei.xu@pwc.com



PricewaterhouseCoopers Oy  
PL 1015 (Itämerentori 2), 00101 Helsinki, Puhelin +358 20 787 700

PwC:n tarkoitus on rakentaa yhteiskuntaan luottamusta ja ratkaista merkittäviä ongelmia. Autamme yrityksiä kasvamaan, toimimaan tehokkaasti ja raportoimaan luotettavasti jatkuvasti muuttuvassa toimintaympäristössä. Apunasi on Suomessa yli 1 250 asiantuntijaa ympäri maan. Palveluitamme ovat liikkeenjohdon konsultointi, yritysjärjestelypalvelut, veroneuvonta, lakipalvelut, riskienhallinta, tilintarkastus ja muut varmennuspalvelut. Lisää tietoa: [www.pwc.fi](http://www.pwc.fi). Twitter: @PwC\_Suomi.

PwC toimii 156 maassa yli 295 000 asiantuntijan voimin. Nimi PwC viittaa PwC-ketjuun ja/tai yhteen tai useampaan sen jäsenyritykseen, joista jokainen on oma itsenäinen yhtiö. Lisää tietoa: [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure).

© 2021 PricewaterhouseCoopers. Kaikki oikeudet pidätetään.

