

# Osakemarkkinariskipreemio Suomen markkinoilla vuonna 2024

Lokakuu 2024

  
**pwc**

# Mikä on osakemarkkinoiden markkinariskipreemio?

Osakemarkkinariskipreemio, jota kutsutaan usein myös markkinariskipreemioksi tai osakeriskipreemioksi, on tärkeä tekijä kassavirtaperusteisissa arvonmääryyksissä.

Kokemuksemme mukaan sen arviointi on yksi vaikeimmista osa-alueista arvonmääryyksissä. Osakemarkkinoiden riskipreemion oletetaan kuvaavan lisätuottoa, jonka ostaja vaatii sijoittaessaan osakkeisiin riskittömään korkoon verrattuna.



PwC on tutkinut osakemarkkinan markkinariskipreemiota Suomessa sekä kyselytutkimuksilla että kvantitatiivisin menetelmin jo vuodesta 1999 lähtien.

Mikäli haluat tietää lisää tutkimuksestamme osakemarkkinan riskipreemioon liittyen, tai tekemästäme monipuolisesta arvonmäärytyöstä, olethan toki meihin yhteydessä!

Julkaisun ovat kirjoittaneet PwC:n asiantuntijat:



**Matias Lindholm**  
Valuation, Debt & Capital Advisory  
+358 20 787 7885  
matias.lindholm@pwc.com



**Atte Salonen**  
Valuation, Debt & Capital Advisory  
+358 20 787 8129  
atte.salonen@pwc.com



**Samu Teränen**  
Valuation, Debt & Capital Advisory  
+358 20 787 7147  
samu.teranen@pwc.com



**Markus Hilli**  
Valuation, Debt & Capital Advisory  
+358 20 787 7384  
markus.hilli@pwc.com

# Syyskuun 2023 tutkimustulokseemme verrattuna osakesijoittajien vaatima riskipremio nousi 0,3 prosenttiyksikköä 8,3 prosenttiin. Tulos osoittaa, että sijoittajat vaativat tällä hetkellä suhteellisen korkeaa preemiota yli riskittömän koron kompensoidakseen suomalaisiin pörssiyrityksiin liittyvää, korkeaksi mieltämäänsä riskiä.

## 8,3 %

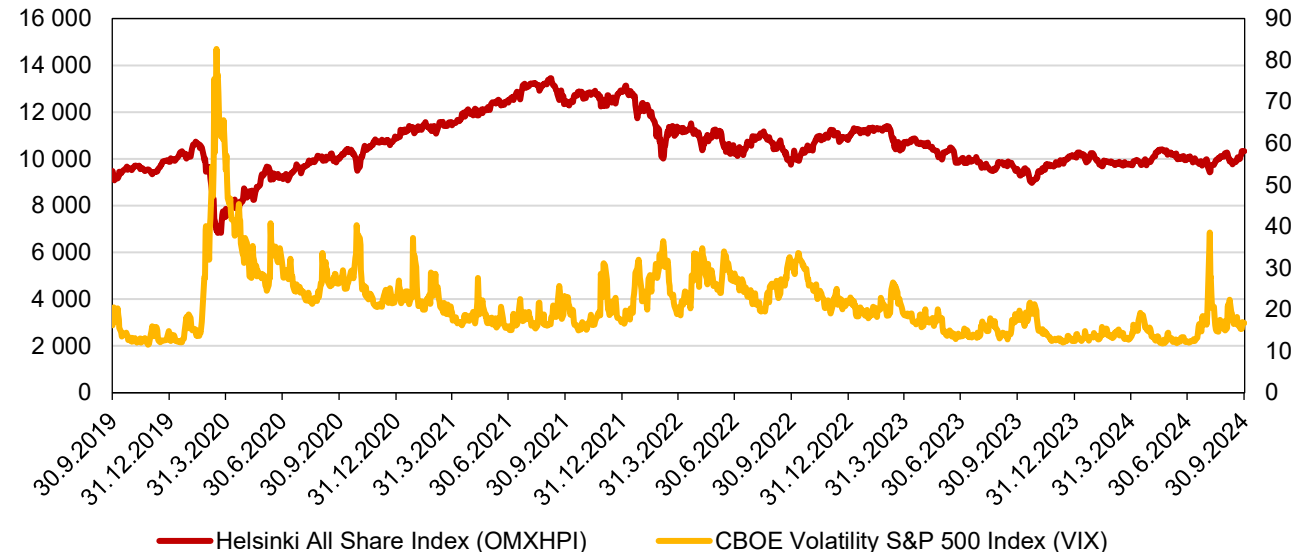
Suomen osakemarkkinoiden markkinariskipremio uusimman tutkimuksemme mukaan

**Uusimman tutkimuksemme mukaan Suomen osakemarkkinoiden markkinariskipremio on 8,3 %.**

Suomen osakemarkkinan riskipremio on edelleen suhteellisen korkealla tasolla. Pörssiyrityksiä seuraavien analyytikoiden nykyisiin ennusteisiin nähden Suomen osakemarkkina hinnoittelee osakkeita korkealla diskonttokorolla. Tämä viittaa siihen, että sijoittajat suhtautuvat keskimäärin hyvin varovaisesti tulosenennusteisiin viime vuoden tapaan.

Syyskuun 2023 tutkimuksemme jälkeen korkojen nousu on kääntynyt laskuksi. Tästä huolimatta Suomen osakemarkkinoiden kehitys on ollut edelleen heikkoa. Lisäksi epävarmat makrotalouden näkymät aiheuttavat erityisiä haasteita syklisille yhtiöille, joiden suuri painoarvo Nasdaq OMX Helsingissä näkyy vahvasti indeksin kehityksessä.

Epävarmoina aikoina institutionaaliset sijoittajat keskittyvät kotimarkkinoilleen. Sijoittajat vähentävät painoaan Suomen kaltaisilla reunamarkkinoilla, mikä aiheuttaa näille markkinoille myyntipaineita. Myyntipaine realisoituu laskevina osakekursseina, kun kotimaisten sijoittajien kysyntä ei riitä korvaamaan ulkomaisten sijoittajien luomaa kysyntää vallitsevan heikon likviditeetin vuoksi. Hiljainen kaupankäyntivolyyymi korostaa tätä likviditeettiongelmia: verrattuna vuoteen 2022, kaupankäyntivolyyymi Nasdaq OMX Helsingissä laski 21,2 % vuonna 2023. Elokuuhun 2024 mennessä vuoden 2024 alusta mitattu kaupankäynti-volyyymi on vielä hieman matalampi kuin vuoden 2023 vastaavalla ajanjaksolla<sup>1</sup>.



Kuten finanssikriisin jälkeisenä aikana nähtiin, suuret negatiiviset markkinatuotot vähensivät osakkeiden likviditeettiä<sup>2</sup>. Epävarmoina aikoina monet sijoittajat haluavat samanaikaisesti myydä omistuksiaan, mikä johtaa kauppahintojen laskuun. Tämä vaikutus korostuu entisestään Suomen kaltaisilla reunamarkkinoilla, missä likviditeetti on alun alkaenkin tiukempi.

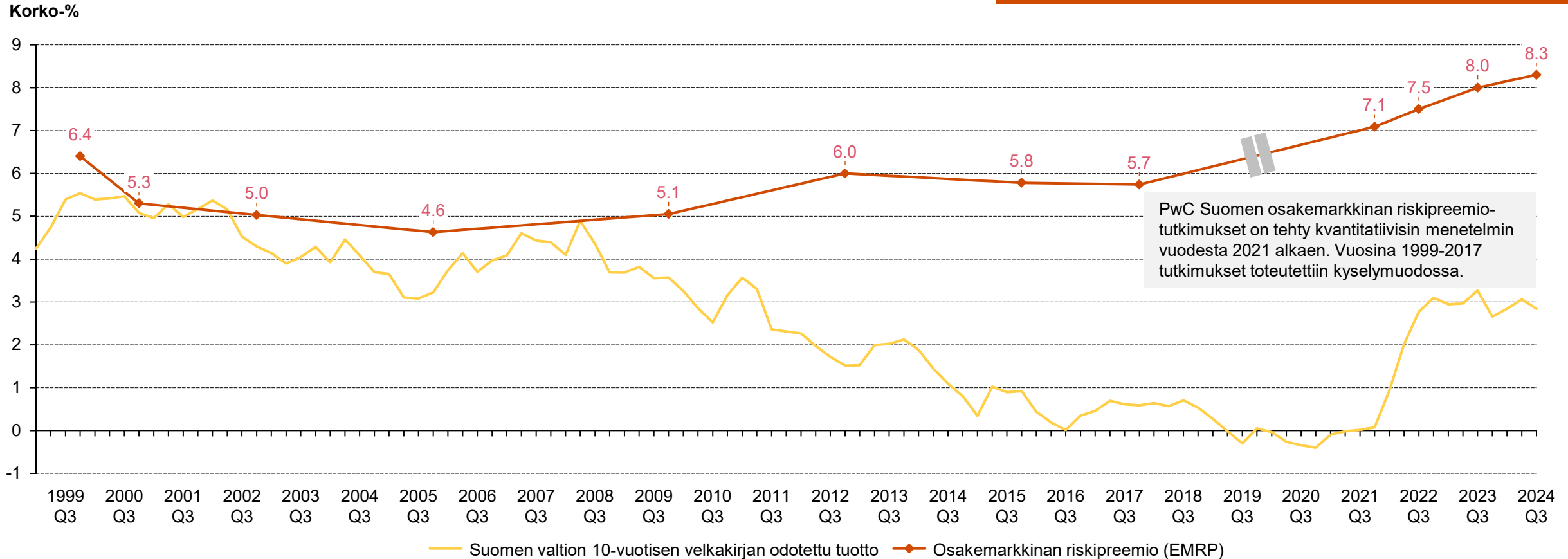
Markkinoiden volatiliiteetti on ollut viime vuosina laskusuunnassa lukuun ottamatta jeni-korkojen arbitraasikauppoihin liittyvää piikkiä elokuussa 2024.

Näkymät vuoden 2024 viimeiselle neljännekselle ovat edelleen negatiiviset johtuen epäsuotuisista makrotaloudellisista olosuhteista ja korkeasta geopoliittisesta epävakauudesta. Tästä huolimatta viimeaikainen korkojen lasku antaa myös positiivisia merkkejä osakemarkkinalle.

Olemme vertailun vuoksi analysoineet myös muita pohjoismaisia markkinoita samoilla tutkimusmenetelmillä. Saatujen tulosten perusteella muiden pohjoismaisten osakemarkkinoiden riskipremio vaihtelee jonkin verran, mutta on kuitenkin matalampi kuin Suomen markkinoilla.

# EMRP ja riskitön korko Suomessa vuosina 1999–2024: Suomen valtion 10-vuotisen velkakirjan odotettu tuotto<sup>1</sup> sekä Suomen osakemarkkinan riskipremio PwC Suomen tutkimustulosten mukaan<sup>2</sup>

Suomen valtion 10-vuotisen velkakirjan tuottovaatimus alkoi nousta nopeasti ja samanaikaisesti yleisen korkotason nousun kanssa alkuvuodesta 2021, mutta vuoden 2024 loppupuolelle tultaessa nousu on kääntynyt lievään laskuun. Suomen osakemarkkinan riskipremio on jatkanut jo vuodesta 2017 alkanutta nousuaan.



<sup>1</sup> Suomen Pankki, 30.9.2024. Saatavilla osoitteessa: [https://www.suomenpankki.fi/en/Statistics/interest-rates/tables/korot\\_taulukot/viitelainojen\\_korot\\_en/](https://www.suomenpankki.fi/en/Statistics/interest-rates/tables/korot_taulukot/viitelainojen_korot_en/)

<sup>2</sup> PwC Suomi, osakemarkkinan riskipremiotutkimukset 1999-2024. Vuoden 2023 tutkimus saatavilla osoitteessa: <https://www.pwc.fi/en/publications/equity-market-risk-premium-emrp-on-the-finnish-stock-market-2023.html>

Käytimme samanlaista metodologiaa kuin edellisissä tutkimuksissamme vuosina 2021–2023, kun analysoimme vastaavaa tutkimusotosta. Vuoden 2024 tutkimuksessamme oli mukana 157 suomalaista listattua yhtiötä, joiden kassavirtoja analysoimme perustuen seuraavien viiden vuoden ennusteisiin.

Tutkimusotoksemme koostuu 157 suomalaisesta pörssiyhtiöstä. Tutkimusotokseen ei sisällytetty rahoituslaitoksia, kuten pankkeja tai vakuutus- ja holding-yhtiöitä, sillä niiden kassavirtojen raportointitavan vuoksi niitä on hankalaa verrata muihin yrityksiin.

Arvioimme ensin jokaisen yrityksen velattoman vapaan kassavirran<sup>1</sup> vuosille 2024–2029. Sovelsimme arvioissa kahta eri lähestymistapaa. Ensisijaisesti käytimme analyytikkojen konsensusennusteita, jotka olivat saatavilla valtaosalle otoksemme yrityksistä. Jos konsensusennusteita ei ollut saatavilla koko ennustejaksolle, oletimme kassavirran kasvuksi 2 prosenttia puuttuvien vuosien osalta. Yritysten osalta, joille ennusteita ei ollut saatavilla, oletimme kassavirran kasvavan 2 prosenttia vuodessa vuoden 2023 tasoon verrattuna.

Laskettuamme yhteen kunkin ennustevuoden kassavirrat sekä 2 prosentin kasvulla lasketun terminaaliarvon määritimme diskonttokoron, jolla näiden diskontattujen kassavirtojen nykyarvo oli yhtä suuri kuin yritysten yhteenlaskettu yritysarvo (EV). Yritysten yritysarvot oli laskettu kolmen kuukauden keskimääräisen markkina-arvon sekä yrityksen nettovelan perusteella.

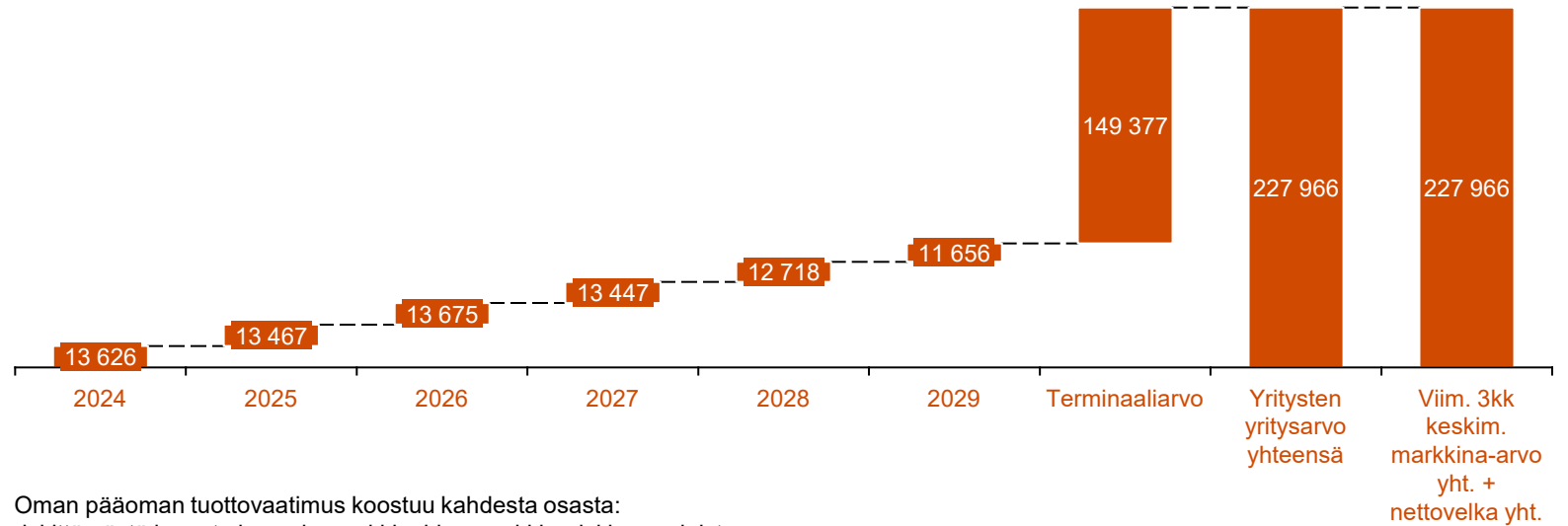
Diskonttokorko, jolla kassavirtojen nykyarvo oli yhtä suuri kuin yritysten yhteenlaskettu yritysarvo, oli 9,96 prosenttia. Koska käyttämämme kassavirrat eivät sisällä korkokuluja tai velkojen takaisinmaksua, diskonttokorko vastaa näin ollen pääoman painotettua keskimääräistä kustannusta (WACC). Tämän jälkeen ratkaisimme markkinatason oman pääoman tuottovaatimuksen (11,19 %) yhteenlasketun nettovelan, arvioitun velan kustannuksen<sup>2</sup> sekä kolmen kuukauden keskimääräisen markkina-arvon perusteella.

<sup>1</sup> Velaton vapaa kassavirta määritellään seuraavasti: liikevoitto (EBIT) + poistot ja arvonalentumiset + lykätyjen menojen arvonalentumiset - käyttömaisyhteisöt + aineettomien hyödykkeiden myynnit (hankinnat) + osakeperusteiset kokonaiskorvaukset - käyttöpääoman muutos. Suomen verokannaksi oletettiin 20 %, Ruotsin 20,6 %, Tanskan 22 % ja Norjan 22 %.

<sup>2</sup> Käytämme osakemarkkinoiden velan kustannuksena yritysten yhteenlaskettuja korkokuluja jaettuna korollisen velan määrällä. Verosuojavaikutus on myös huomioitu pääoman painotettua keskimääräistä kustannusta laskettaessa.

Implisiittinen osakemarkkinoiden riskipreemio on osakeanalyttikkojen kassavirtaennusteiden ja osakkeiden tämänhetkisten markkinahintojen välinen suhde: mitä alhaisemmat markkinahinnat ovat suhteessa analyytikoiden ennusteisiin, sitä korkeampi implisiittinen osakemarkkinoiden riskipreemio on, ja päinvastoin.

Tutkimusotoksessa mukana olevien listattujen yhtiöiden yhteenlasketut velattomat vapaat kassavirrat (miljoonaa euroa)



Oman pääoman tuottovaatimus koostuu kahdesta osasta: riskittömästä korosta ja osakemarkkinoiden markkinariskipreemioista. Koska otoksemme edustaa koko Suomen osakemarkkinoita, oletimme beta-kertoimeksi 1. Vähennettyämme riskittömän koron diskonttokorosta saimme tulokseksi osakemarkkinoiden markkinariskipreemion. Riskittömänä korkona käytimme sellaisen Suomen valtion 10-vuotisen obligaation tuottojen kolmen kuukauden liukuvaa keskiarvoa, joka oli 2,84 prosenttia per 30.9.2024. Vähennettynä yllä lasketusta oman pääoman tuottovaatimuksesta (11,19 %) osakemarkkinoiden markkinariskipreemioksi saadaan 8,3 prosenttia.

Viime vuoden syyskuussa 2023 tehdyn tutkimuksen tulokseen (8,0 %) verrattuna riskipreemio on noussut 0,3 prosenttiyksikköä. Riskipreemion nousu on tapahtunut samanaikaisesti suomalaisten yritysten ja niiden vientimarkkinoiden liiketoimintanäkymiin liittyvän epävarmuuden jatkon kanssa, mutta selittyy myös riskittömän koron laskulla. Suomen osakemarkkinoiden implisiittinen tuottovaatimus (WACC) on laskenut edellisen tutkimuksen (2023) 10,1 prosentista 10,0 prosenttiin vuoden 2024 tutkimuksessamme.

Vaikka nykyinen metodologiamme hieman eroaa vuotta 2021 edeltävistä kyselytutkimusistamme, ovat vuosien 2021–2024 tutkimuksemme edelleen vertailukelpoisia vuotta 2021 edeltävien tutkimusten kanssa.

Lähestymistapamme vahvuus on, että siinä tarkastellaan samoja kassavirtoja kuin kassavirtamalli (DCF) -arvonmäärityksessä. Vaihtoehtona olisi ollut tarkastella osinkotuottoa ja mahdollisia osakkeiden takaisinostoja, mutta näin suuri osa monien yritysten positiivisista kassavirroista olisi jäänyt huomiotta. Osinkojen ennustaminen on vaikeaa ja olisi myös vaatinut monien oletusten tekemistä, mikä kasvattaa virhemarginaalia.

### Vertailu aiempien tutkimustemme kanssa

Teimme viimeisimmän kyselymuotoisen tutkimuksemme vuoden 2017 lopulla. Tutkimus toteutettiin kyselynä varainhoitajille, private equity -yrityksille, vakuutusyhtiöille, yliopistoille sekä muille ammattimaisille sijoittajille ja instituutioille. Suunnittelimme alun perin toteuttavamme tätä seuraavan kyselytutkimuksen vuoden 2020 aikana, mutta koronaviruspandemian puhkeamisen takia päätimme lykätä selvitystä tulevaisuuteen.

Tämän jälkeen olemme käyttäneet kvantitatiivisia menetelmiä markkinariskipremio- tutkimuksissamme. Tärkein syy tälle on, että Suomen markkinat ovat verrattain pienet ja kyselytutkimuksen vastausten määrä jää usein niin pieneksi, että vastaukset eivät tarjoa riittävästi eri näkökulmia luotettavien tulosten saavuttamiseksi. Vuosien 2021–2024 tutkimustemme metodologiat vastaavat täysin toisiaan.

Huolimatta metodologian muutoksesta, vuosien 2021–2024 tutkimuksemme ovat edelleen jossain määrin vertailukelpoisia niitä edeltävien tutkimusten kanssa. Tätä indikoi se, että PwC Ruotsin kyselytutkimuksen tulokset<sup>1</sup> ovat hyvin samankaltaisia verrattuna Ruotsille kvantitatiivisin menetelmin saamiimme tuloksiin. Osakemarkkinariskipremio oli PwC Ruotsin kyselytutkimuksessa 6,1 prosenttia vuonna 2024, kun meidän tutkimuksemme kvantitatiivisin menetelmin saatu tulos oli 7,1 prosenttia.

<sup>1</sup> Katso "Riskpremierna på den svenska aktiemarknaden", PwC Ruotsi, 11.6.2024. Saatavilla osoitteessa: <https://www.pwc.se/riskpremiestudien>



# Vertaamalla Suomen 8,3 prosentin riskipreemiota muihin vuoden 2024 pohjoismaisiin riskipremioihin näemme, että Suomen riskipremio on korkein ja riskipremiot vaihtelevat eri pohjoismaiden välillä.

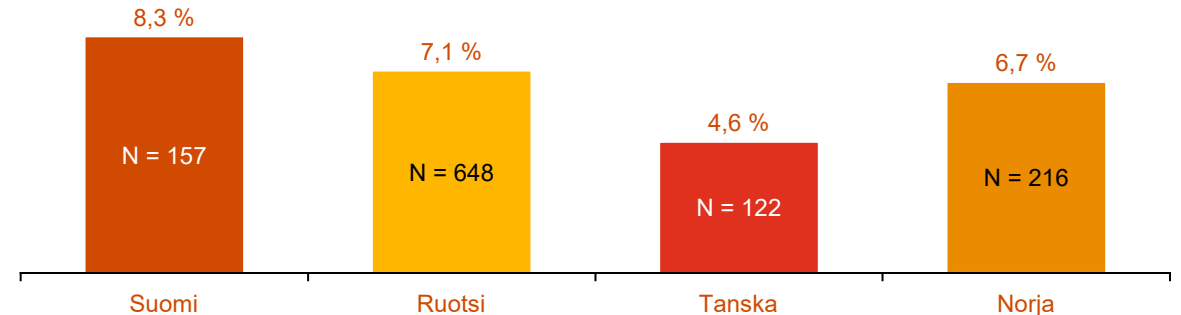
## Tutkimustulosten suhteuttaminen

Osakemarkkinariskipreemioiden arviointi ei ole helppoa ja vaatii harkintaa. Tulokseen vaikuttavat niin konsensusennusteet kuin markkina-arvojen vaihtelevat keskiarvot. Terminaalikasvuprosentti on myös laskentaprosessin kannalta erittäin tärkeä oletus. Lisäksi teimme herkkyyksianalyysin markkina-arvojen laskentakauden ja terminaalikasvuprosentin suhteen, jotta saisimme paremman kuvan tuloksista. Herkkyyksianalyysin mukaan riskipremio vaihtelee 6,31 prosentista 8,35 prosenttiin. Keskiarvo on 7,38 prosenttia ja mediaani on 7,43 prosenttia.

|      | 2,0 %  | 1,5 %  | 1,0 %  | 0,5 %  | 0,0 %  |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| -3kk | 8,35 % | 7,93 % | 7,51 % | 7,09 % | 6,68 % |
| -2kk | 8,31 % | 7,89 % | 7,47 % | 7,05 % | 6,64 % |
| -1kk | 8,24 % | 7,82 % | 7,40 % | 6,98 % | 6,56 % |
| t=0  | 8,00 % | 7,57 % | 7,15 % | 6,73 % | 6,31 % |

Markkinadataan perustuvat tuloksemme antavat korkeampia arvoja Suomen osakemarkkinoiden riskipreemioille verrattuna esimerkiksi maaliskuun kautta toteutettuun NYU Sternin rahoituksen professori Aswath Damodaranin tutkimukseen<sup>1</sup>. Damodaran arvioi markkinariskiä lisäämällä AAA-luokitettua maan (USA) osakemarkkinoiden tuottovaatimukseen maaliskuun perustuvan preemion Moody's luottoluokituksen mukaan. Suomen kohdalla Damodaran saa osakemarkkinan riskipreemioksi 4,61 prosenttia, kun Suomen 0,49 prosentin maaliskupreemio lisätään USA:n 4,12 prosentin osakemarkkinan riskipreemioon. Suomen kohdalla tämänkaltaisen metodologian ei kuitenkaan ollenkaan huomioi osakemarkkinamme erityispiirteitä, kuten markkinan kokoa, yhtiöiden toimialarakennetta tai Suomen asemaa reunamarkkinana.

Alla olevassa kaaviossa vertaamme Suomen osakemarkkinariskipreemiota muihin pohjoismaisten markkinoiden riskipremioihin. Suomen markkinariskipremio on pohjoismaiden korkein. Tanskan preemio on huomattavasti matalampi, kun taas Norjan ja Ruotsin osalta tulokset ovat jonkin verran matalampia Suomeen verrattuna:



Selvittääksemme Ruotsin osakemarkkinan riskipreemion käytimme riskittömänä korkona Ruotsin valtion 10-vuotisen obligaation tuoton rullaavaa kolmen kuukauden keskiarvoa (2,04 %). Kun tämä vähennetään Ruotsin osakemarkkinan tuottovaatimuksesta (9,09 %), osakemarkkinoiden riskipreemioksi saadaan 7,1 %, mikä on hieman korkeampi luku kuin PwC Ruotsin omassa tutkimuksessaan<sup>2</sup> saama 6,1 %.

Vastaavasti Tanskan suhteen käytimme Tanskan valtion 10-vuotisen obligaation tuoton rullaavaa kolmen kuukauden keskiarvoa (2,26 %). Kun Tanskan osakemarkkinan tuottovaatimus on 6,91 prosenttia, saadaan Tanskan riskipreemioksi 4,6 prosenttia<sup>3</sup>. Norjan osalta käytimme Norjan valtion 10-vuotisen obligaation tuoton rullaavaa kolmen kuukauden keskiarvoa (3,39 %). Kun tämä vähennetään Norjan osakemarkkinoiden tuottovaatimuksesta (10,09 %), tulee Norjan osakemarkkinan riskipreemioksi on 6,7 prosenttia.

<sup>1</sup> Katso Aswath Damodaran: "Country Default Spreads and Risk Premiums", 12.7.2024; saatavilla osoitteessa: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html#discrete](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html#discrete)

<sup>2</sup> Katso "Riskpremiens på den svenska aktiemarknaden", PwC Ruotsi 11.6.2024, saatavilla osoitteessa: <https://www.pwc.se/riskpremiestudien>

<sup>3</sup> Tanskan otoksesta suljettiin ulos lääkeyhtiö Novo Nordisk, sillä sen markkina-arvo edustaa lähes puolta Kööpenhaminan pörssistä ja vaikuttaisi näin suhteettomalla painoarvolla tuloksiin.



pwc.fi

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 1 300 asiantuntijaa ympäri maan. Palveluitamme ovat liikkeenjohdon konsultointi, yritysjärjestelypalvelut, veroneuvonta, lakipalvelut, riskienhallinta, tilintarkastus ja muut varmennuspalvelut. Lisää tietoa: [www.pwc.fi](http://www.pwc.fi).

PwC toimii 151 maassa lähes 360 000 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).

This publication has been prepared for general guidance on matters of interest only, and does not constitute professional advice. You should not act upon the information contained in this publication without obtaining specific professional advice. No representation or warranty (express or implied) is given as to the accuracy or completeness of the information contained in this publication, and, to the extent permitted by law, PricewaterhouseCoopers Oy, its members, employees and agents do not accept or assume any liability, responsibility or duty of care for any consequences of you or anyone else acting, or refraining to act, in reliance on the information contained in this publication or for any decision based on it.

©2024 PricewaterhouseCoopers Oy. All rights reserved. Not for further distribution without the permission of PwC. "PwC" refers to the network of member firms of PricewaterhouseCoopers International Limited (PwCIL), or, as the context requires, individual member firms of the PwC network. Each member firm is a separate legal entity and does not act as agent of PwCIL or any other member firm. PwCIL does not provide any services to clients. PwCIL is not responsible or liable for the acts or omissions of any of its member firms nor can it control the exercise of their professional judgment or bind them in any way. No member firm is responsible or liable for the acts or omissions of any other member firm nor can it control the exercise of another member firm's professional judgment or bind another member firm or PwCIL in any way.