

Osakemarkkinariski- preemio Suomen markkinoilla vuonna 2022

Lokakuu 2022





Mikä osakemarkkinoiden markkinariskipreemio?

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

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

Julkaisun ovat kirjoittaneet PwC:n asiantuntijat:



Matias Lindholm
Partner
Valuation, Debt & Capital Advisory
020 787 7885
matias.lindholm@pwc.com



Atte Salonen
Senior Manager
Valuation, Debt & Capital Advisory
020 787 8129
atte.salonen@pwc.com



Anita Morozova
Senior Associate
Valuation, Debt & Capital Advisory
020 787 7099
anita.m.morozova@pwc.com



Markus Hilli
Associate
Valuation, Debt & Capital Advisory
020 787 7151
markus.hilli@pwc.com

Verrattuna lokakuun 2021 tulokseemme, riskipremio kasvoi 0,4 prosenttia 7,5 prosenttiin, mikä on linjassa osakemarkkinoiden suuremman volatilitietin ja kasvaneiden riskien kanssa

7.5 %

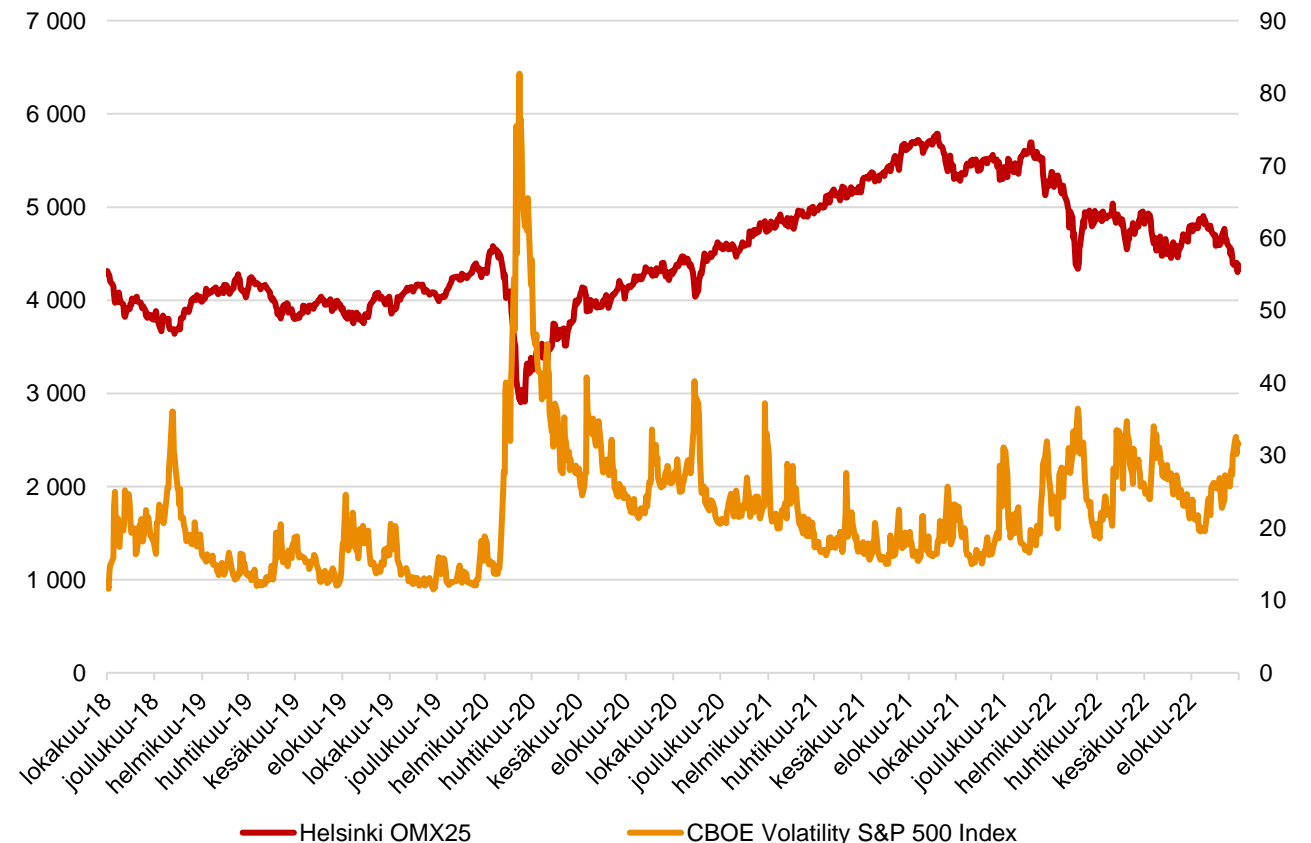
Suomen osakemarkkinoiden markkinariskipremio uusimman tutkimuksemme mukaan.

Olemme seuranneet Suomen osakemarkkinoiden markkinariskipreemioita vuodesta 1999 asti. Uusimman selvityksemme mukaan Suomen osakemarkkinoiden markkinariskipremio on 7,5 prosenttia.

Vuoden 2022 ensimmäisellä puoliskolla osakkeiden hintoihin kohdistui laskupaineita ja volatilitietti nousi erittäin korkealle tasolle, kun Venäjä hyökkäsi Ukrainaan 24.2.2022. Helmikuun lopun ja maaliskuun alun jyrkkää laskua seurasi hienoinen elpyminen, mutta laskeva trendi jatkui kevään ja kesän ajan. Syksyn alkaessa osakekurssien lasku jatkui jyrkästi jälleen syyskuussa, volatilitietin kasvaessa. Näkymät vuoden 2022 viimeiselle vuosineljännekselle ovat edelleen pessimistiset, kun keskuspankit jatkavat koronnostojaan, makrotalouden olosuhteet ovat heikot ja Ukrainan sota jatkuu.

Vertailun vuoksi analysoimme myös muita pohjoismaisia markkinoita samoilla menetelmillä. Tämän analyysin perusteella Pohjoismaisten osakemarkkinoiden riskipremio näyttää vaihtelevan markkinoiden välillä. Suomen markkinoiden riskipremio on korkeampi kuin Ruotsin ja Tanskan, mutta hieman alhaisempi kuin Norjan.

Tuloksemme Ruotsin riskipremioksi on myös hieman korkeampi, PwC Ruotsin tekemään kyselytutkimukseen verrattuna, jonka mukaan markkinariskipremio Ruotsissa oli 6,6 prosenttia toukokuussa 2022.



Käytimme samanlaista metodologiaa kuin edellisessä tutkimuksessamme lokakuussa 2021, kun analysoimme 153 listatun suomalaisen yrityksen otosta

Tutkimusotoksemme koostuu 153 suomalaisesta pörssiyhtiöstä. Tutkimusotokseen ei sisällytetty rahoituslaitoksia, kuten pankkeja tai vakuutus- ja holding-yhtiöitä, sillä niiden kassavirtojen raportointitavan vuoksi niitä on hankalaa verrata muihin yrityksiin.

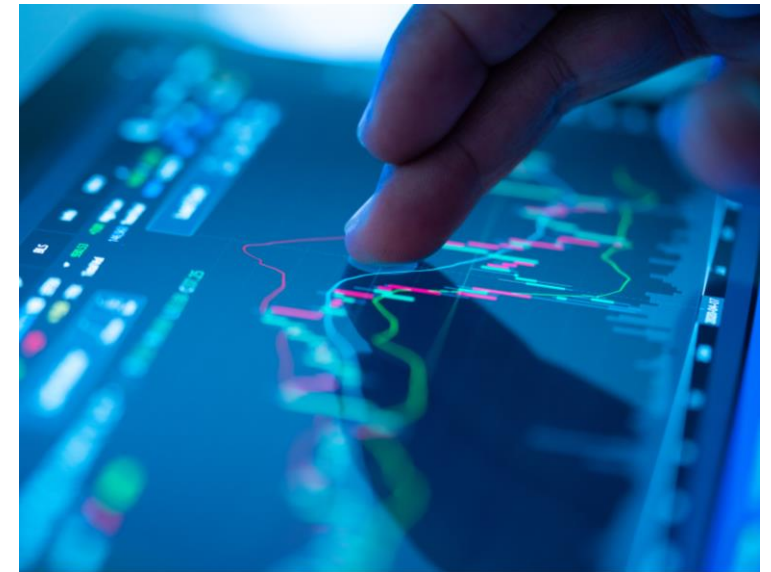
Arvioimme jokaisen yrityksen velattoman vapaan kassavirran¹ suuruuden kalenterivuodesta 2022 kalenterivuoteen 2027. Sovelsimme arvioissa kahta eri lähestymistapaa. Ensisijaisesti käytimme analyttikkojen konsensusennusteita, jotka olivat saatavilla valtaosalle otoksemme yrityksistä. Joillekin tutkimusotoksemme yrityksille ei ollut saatavilla konsensusennusteita koko ennustejaksolle, joten oletimme kassavirran kasvuksi 2 prosenttia puuttuvien vuosien osalta. Toissijaisesti, niiden harvojen yritysten tapauksessa, joille konsensusennusteita ei ollut ollenkaan saatavilla, oletimme kassavirran kasvavan 2 prosentin vuosivauhtia historialliseen vuoden 2021 kassavirtatasoon verrattuna.

Lasketuamme yhteen kunkin ennustevuoden kassavirrat sekä 2 prosentin kasvulla lasketun terminaaliarvon, ratkaisimme diskonttokoron kullekin yritykselle. Diskonttokoroksi saimme luvun, 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, on 8,4 prosenttia. Koska nämä käyttämämme kassavirrat eivät sisällä korkokuluja tai velkojen takaisinmaksua, diskonttokorko vastaa näin ollen markkinan pääoman painotettua keskimääräistä kustannusta (WACC). Tämän jälkeen ratkaisimme markkinatason oman pääoman tuottovaatimuksen (10,3 %) yhteenlasketun nettovelan, arvioidun velan kustannuksen² sekä kolmen kuukauden keskimääräisen markkina-arvon perusteella.

Oman pääoman tuottovaatimus muodostuu 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 obligaation tuottoa, jonka maturiteetti on 10 vuotta. 30. syyskuuta 2022, eli analysoimme ajankohtana, tämä tuotto oli 2,8 prosenttia. Vähennettynä yllä lasketusta oman pääoman tuottovaatimuksesta (10,3 %), osakemarkkinoiden markkinariskipreemioksi saadaan 7,5 prosenttia.

Verrattuna viime vuoden 2021 lokakuussa tehdyn tutkimuksen tulokseen (7,1 %), riskipreemion on kasvanut 0,4 prosenttia. Tämä on linjassa volatilitiitin lisääntymisen ja osakemarkkinoiden muuttuneiden riskinäkymien kanssa.



¹ Velan vapaa kassavirta määritellään seuraavasti: liikevoitto (EBIT) + poistot ja arvonalentumiset + lykätyjen menojen arvonalentumiset - käyttöomaisuusinvestoinnit + aineettomien hyödykkeiden myynit (hankinnat) + osakeperusteiset kokonaiskorvaukset - käyttöomaisuuden muutos. Suomen osakemarkkinoiden verokannaksi oletettiin 20 %, Ruotsin 20,6 %, Tanskan 22 % ja Norjan 22 %.

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

Vaikka metodologiamme hieman eroaa vuotta 2021 edeltävistä tutkimuksistamme, ovat vuosien 2021 ja 2022 tutkimuksemme edelleen vertailukelpoisia suhteessa vuotta 2021 edeltäviin tutkimuksiin

Lähestymistapamme vahvuus on, että siinä tarkastellaan samoja kassavirtoja kuin kassavirtamalli (DCF) -arvonmäärittämisessä. 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, lisäten virhemarginaalia.

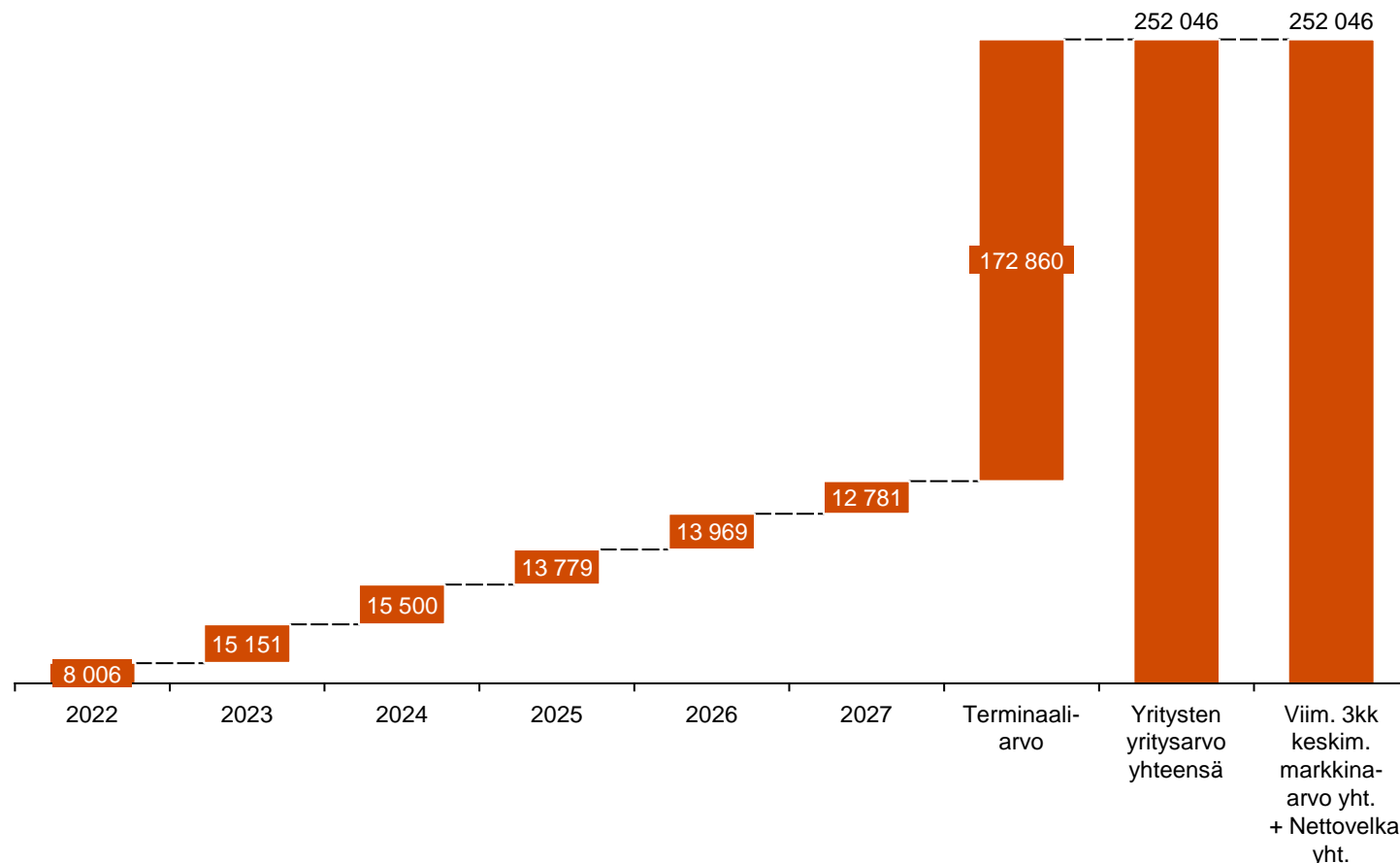
Vertailu aiempien tutkimustemme kanssa

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 tarpeeksi eri näkökulmia luotettavien tulosten saavuttamiseksi. Vuoden 2022 tutkimuksemme metodologia siksi täysin vastaava kuin vuoden 2021 metodologia.

Huolimatta tästä metodologian muutoksesta, ovat 2021 ja 2022 tutkimuksemme edelleen jossain määrin vertailukelpoisia näitä edeltävien tutkimusten kanssa. Tätä indikoivat PwC Ruotsin kyselytutkimuksella 2021 ja 2022 saamat samankaltaiset tulokset¹, verrattuna Ruotsille kvantitatiivisin menetelmin saamiimme tuloksiin (esim. osakemarkkinariskipremio 6,6 % vs. 6,7 % (2022)).

¹ Katso "Riskpremier på den svenska aktiemarknaden", PwC Ruotsi, 10.6.2022, saatavilla: <https://www.pwc.se/riskpremiestudien>.



Vertaamalla Suomen 7,5 prosentin riskipreemiota muihin vuoden 2022 pohjoismaisiin riskipreemioihin näemme, että riskipreemiot vaihtelevat eri pohjoismaisten markkinoiden välillä, mutta pysyvät kuitenkin samalla tasolla

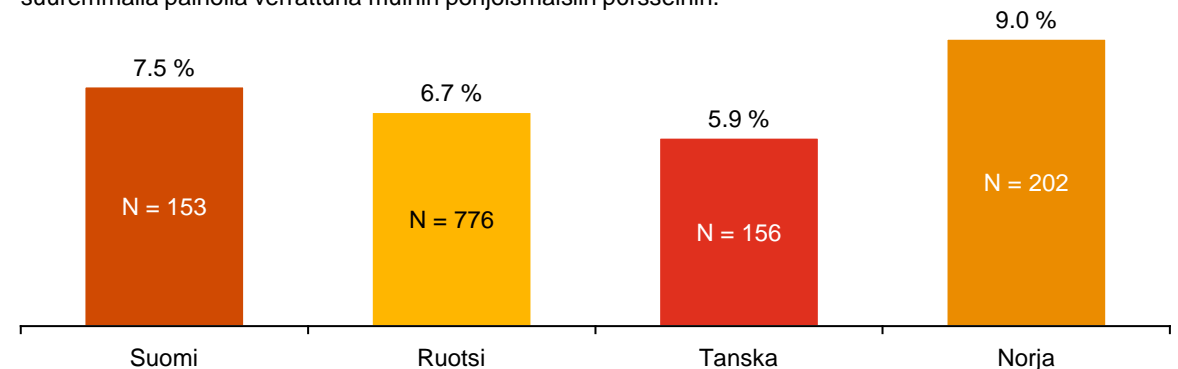
Tutkimustulosten suhteuttaminen

Osakemarkkinariskipreemioiden arviointi ei ole helppoa. Tulokseen vaikuttavat niin konsensusennusteet kuin markkina-arvojen vaihtelevat keskiarvot. Terminaalikasvuprosentti on myös laskentaprosessin kannalta erittäin tärkeä oletus. Teimme myös herkkyyksanalyysin markkina-arvojen laskentakauden ja terminaalikasvuprosentin suhteen, jotta saisimme paremman kuvan tuloksista.

Herkkyyksanalyysin mukaan osakemarkkinoiden markkinariskipremio vaihtelee 5,84 prosentista 7,88 prosenttiin. Keskiarvo on 6,84 prosenttia ja mediaani 6,82 prosenttia.

	2.0 %	1.5 %	1.0 %	0.5 %	0.0 %
-3kk	7.545 %	7.114 %	6.685 %	6.259 %	5.836 %
-2kk	7.587 %	7.156 %	6.728 %	6.302 %	5.879 %
-1kk	7.884 %	7.454 %	7.028 %	6.604 %	6.182 %
t=0	7.774 %	7.344 %	6.917 %	6.492 %	6.070 %

Alla olevassa kaaviossa vertaamme Suomen osakemarkkinoiden markkinariskipreemiota muihin pohjoismaisten markkinoiden riskipreemioihin. Näihin verrattuna Suomen markkinariskipremio on toiseksi korkein, mutta on silti linjassa muiden markkinoiden kanssa. Tanskan luku on hieman pienempi, kun taas Norjan luku on hieman korkeampi. Norjan korkeampaa lukua voi selittää esimerkiksi syklisten toimialojen suuremmalla painolla verrattuna muihin pohjoismaisiin pörssiin.



Eri metodologiamme ansiosta voimme verrata tuloksiamme PwC Ruotsin vastaavan kyselypohjaisen tutkimuksen tuloksiin, ja selvittää, vaikuttaako metodologia tuloksiin. Ruotsin riskittömän korkona käytimme Ruotsin 10-vuotisen valtion obligaation tuottoa (2,14 %; 30.9.2022). Kun tämä vähennetään osakemarkkinan tuottovaatimuksesta (8,83 %), osakemarkkinoiden riskipreemioksi saadaan 6,7 prosenttia, hieman korkeampi luku kuin PwC Ruotsin tuoreimmassa tutkimuksessa¹ saama 6,6 prosenttia.

Vastaavasti Tanskan suhteen käytimme Tanskan 10-vuotisen valtion obligaation tuottoa (2,57 %; 30.9.2022). Kun osakemarkkinan tuottovaatimus on 8,46 prosenttia, saadaan Tanskan riskipreemioksi 5,9 prosenttia. Ja Norjan osalta käytimme Norjan 10-vuotisen valtion obligaation tuottoa, (3,30 %, 30.9.2022). Kun tämä vähennetään osakemarkkinoiden tuottovaatimuksesta (12,32 %), osakepääoma markkinariskipremio on 9,0 prosenttia.

¹ Katso "Riskpremier på den svenska aktiemarknaden", PwC Ruotsi, 10.6.2022, saatavilla: <https://www.pwc.se/riskpremiestudien>.

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.

PwC toimii 152 maassa lähes 328 000 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.

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.

© 2022 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.