



Osakemarkkinariskipreemio Suomen markkinoilla vuonna 2023

Syyskuu 2023

Mikä osakemarkkinoiden markkinariskipreemio?

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

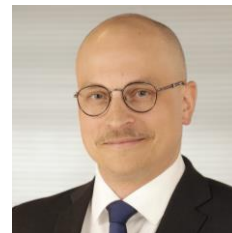
Kokemuksemme mukaan sen arviointi on yksi vaikeimmista osa-alueista arvonmäärytyksissä. Osakemarkkinoiden riskipreemion oletetaan kuvaavan lisätuottoa, jonka ostaja vaatii sijoittaessaan osakkeisiin riskittömään korkoon verrattuna.



Julkaisun ovat kirjoittaneet PwC:n asiantuntijat:



Matias Lindholm
Partner, Advisory
020 787 7885
matias.lindholm@pwc.com



Atte Salonen
Senior Manager, Advisory
020 787 8129
atte.salonen@pwc.com



Anita Morozova
Senior Associate, Advisory
020 787 7099
anita.morozova@pwc.com



Markus Hilli
Associate, Advisory
020 787 7384
markus.hilli@pwc.com

Verrattuna lokakuun 2022 tulokseemme, riskipreemio kasvoi 0,5 prosenttia 8,0 prosenttiin, mikä on linjassa Suomen osakemarkkinoiden ja makrotalouden viimeaikaisen heikohkon kehityksen kanssa. Suomen osakemarkkinoiden ohut likviditeetti sekä asema reunamarkkinana korostuvat nykyisenkaltaisena epävarmuuden aikana

8,0 %

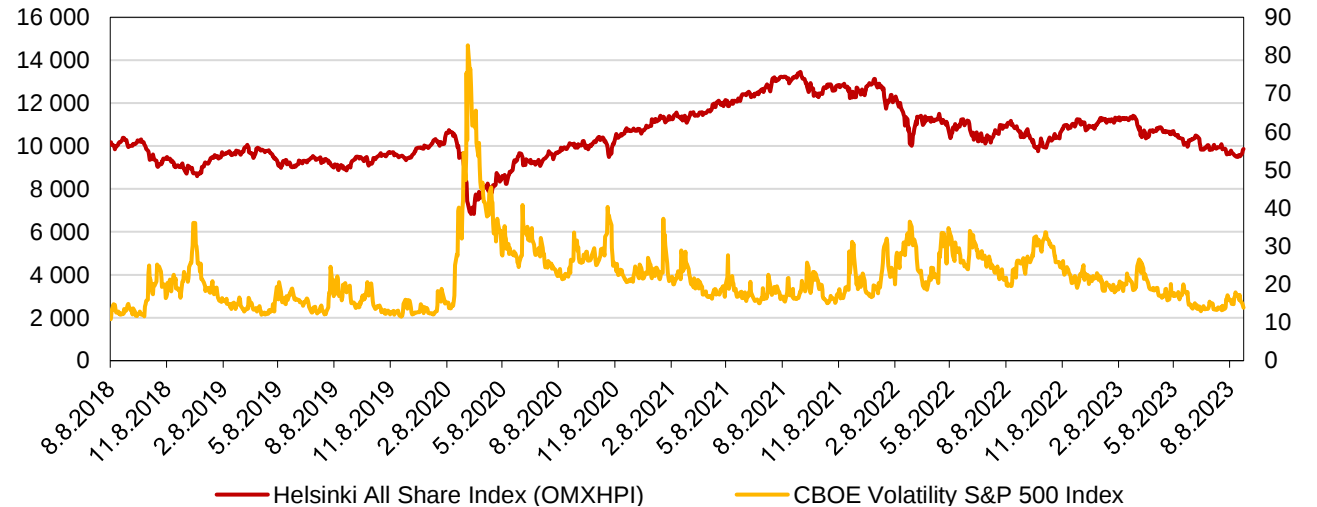
Suomen osakemarkkinoiden markkinariskipreemio uusimman tutkimuksemme mukaan

Olemme seuranneet Suomen osakemarkkinoiden markkinariskipreemioita jo vuodesta 1999. **Uusimman tutkimuksemme mukaan Suomen osakemarkkinoiden markkinariskipreemio on 8,0 prosenttia.**

Edellinen tutkimuksemme julkaistiin lokakuun alussa 2022. Tämän jälkeen koholla oleva riskit sekä jatkuva epävarmuus ovat edelleen haitanneet osakemarkkinoiden kehitystä. Ukrainan sodan yhä jatkuessa sekä korkojen noustessa Helsingin pörssin kehitys on ollut heikkoa. Makrotalouden heikkous aiheuttaa erityisiä haasteita syklisille yhtiöille, joiden suuri painoarvo Helsingin pörssissä näkyy vahvasti indeksin kehityksessä.

Epävarmoina aikoina institutionaalisilla sijoittajilla on tapana keskittyä kotimarkkinoilleen, mikä näkyy myyntipaineena Helsingin pörssin tapaisilla reunamarkkinoilla suurten kansainvälisten institutionaalisten sijoittajien vähentäessä painoaan tämänkaltaisilla markkinoilla. Myyntipaine realisoituu laskevin osakekursseina, kun kotimaisten sijoittajien kysyntä ei riitä korvaamaan ulkomaisten kysyntää.

Lisäksi useiden Helsingin pörssin markkina-arvoltaan suurimpien yhtiöiden kurssikehitys on ollut varsin heikkoa viime aikoina. Syitä tähän on mahdollista etsiä niin yhtiökohtaisista kuin toimialakohtaisistakin tekijöistä. Markkinoiden volatiliiteetti on viime vuoden aikana ollut laskevalla trendillä, mutta on edelleen korkeammalla tasolla verrattuna COVID-19 –pandemiaa edeltävään tasoon.



Kuten finanssikriisin aikana nähtiin, markkinoiden likviditeetti laski negatiivisten markkinatuottojen vähennettyä osakkeiden likviditeettiä.¹ Epävarmoina aikoina monet osakkeenomistajat haluavat samanaikaisesti myydä omistuksiaan, mikä puolestaan painaa toteutuneita kauppahintoja alaspäin. Tämä vaikutus korostuu entisestään Suomen kaltaisilla reunamarkkinoilla, missä likviditeetti on alun alkaenkin alhaisempi.

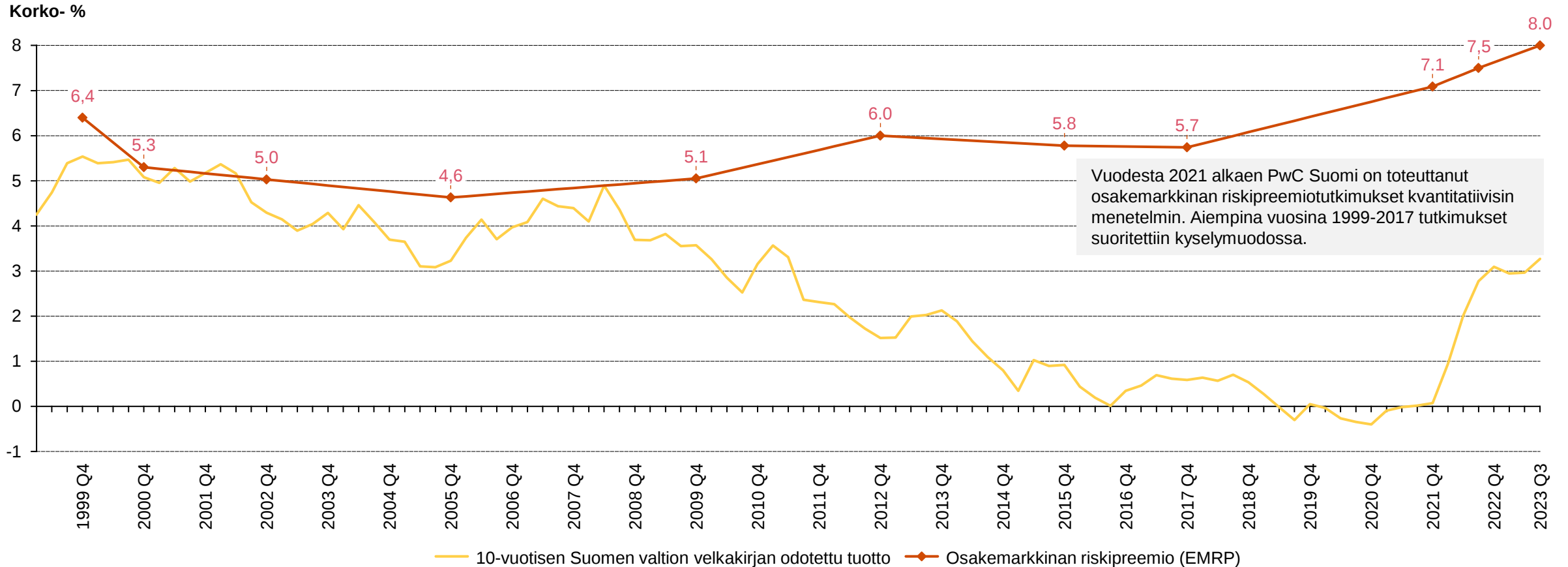
Markkinoiden volatiliiteetti on viime vuoden aikana ollut laskevalla trendillä, mutta on edelleen korkeammalla tasolla verrattuna COVID-19 –pandemiaa edeltävään tasoon.

Näkymät vuoden 2023 viimeiselle neljännekselle jatkuvat negatiivissävytteisinä, kun korkonäkymissä, makrotaloudessa tai Ukrainan sodan suhteenkaan ei ole juurikaan havaittavissa positiivisia merkkejä.

Vertailun vuoksi analysoimme myös muita pohjoismaisia markkinoita samoilla menetelmillä. Tutkimuksemme tulosten perusteella pohjoismaisten osakemarkkinoiden riskipreemio vaihtelee ja Suomen markkinoilla riskipreemio pohjoismaisia markkinoita korkeampi.

EMRP ja riskitön korko Suomessa vuosina 1999–2022: Suomen valtion 10-vuotisen velkakirjan odotettu tuotto¹ sekä Suomen osakemarkkinan riskipreemio PwC Suomen tutkimustulosten mukaan²

Suomen valtion 10-vuotisen velkakirjan tuottovaatimus alkoi nousta nopeasti vuoden 2021 alun jälkeen samanaikaisesti yleisen korkotason kanssa, ja myös osakemarkkinan riskipreemio on jatkanut vuodesta 2017 alkanutta nousutrendiään.



¹ Suomen Pankki, 15.8.2023. Saatavilla: https://www.suomenpankki.fi/en/Statistics/interest-rates/tables/korot_taulukot/viitelainojen_korot_en/

² PwC Suomi, Markkinariskipreemiotutkimukset vuosilta 1999-2023. Vuoden 2022 versio saatavilla: <https://www.pwc.fi/fi/julkaisut/osakemarkkinariskipreemio-suomen-markkinoilla-vuonna-2022.html>

Käytimme samanlaista metodologiaa kuin edellisissä tutkimuksissamme vuosina 2021–2022, kun analysoimme vastaavaa tutkimusotosta. Vuoden 2023 tutkimuksessamme oli mukana 164 suomalaista listattua yhtiötä, joiden kassavirtoja analysoimme perustuen saatavilla oleviin ennusteisiin seuraavilta viideltä vuodelta.



Tutkimusotoksemme koostuu 164 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 2023 kalenterivuoteen 2028. Sovelsimme arvioissa kahta eri lähestymistapaa. Ensisijaisesti käytimme analyytikkojen 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 2022 kassavirtatasoon verrattuna.

Laskettuamme 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 10,1 prosenttia.

¹ Velaton vapaa kassavirta määritellään seuraavasti: liikevoitto (EBIT) + poistot ja arvonalentumiset + lykätyjen menojen arvonalentumiset - käyttöomaisuusinvestoinnit + aineettomien hyödykkeiden myynnit (hankinnat) + osakeperusteiset kokonaiskorvaukset - käyttö pääoman 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.

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 (11,3 %) 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. 15. elokuuta 2023, eli analyysimme ajankohtana, tämä tuotto oli 3,27 prosenttia. Vähennettynä yllä lasketusta oman pääoman tuottovaatimuksesta (11,3 %), osakemarkkinoiden markkinariskipreemioksi saadaan 8,0 prosenttia.

Verrattuna viime vuoden 2022 lokakuussa tehdyn tutkimuksen tulokseen (7,5 %), riskipreemion on kasvanut 0,5 prosenttia. Tämä on linjassa Suomen osakemarkkinoiden viimeaikaisen heikon kehityksen sekä makrotaloudessa vallitsevan epävarmuuden kanssa.

Vaikka nykyinen metodologiamme hieman eroaa vuotta 2021 edeltävistä kyselytutkimuksistamme, ovat vuosien 2021–2023 tutkimuksemme edelleen vertailukelpoisia suhteessa vuotta 2021 edeltäviin tutkimuksiin.

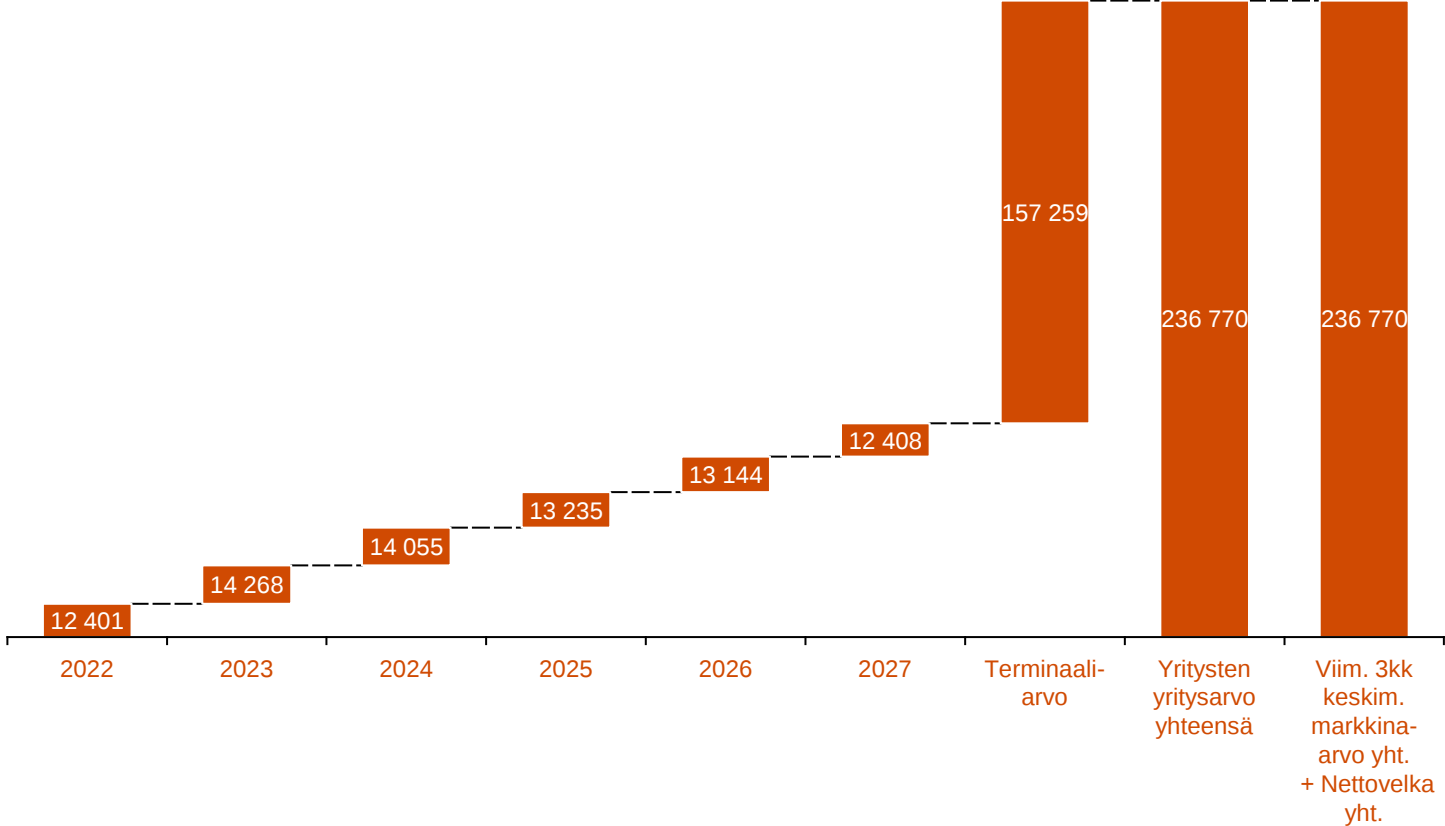
Lähestymistapamme vahvuus on, että siinä tarkastellaan samoja kassavirtoja kuin kassavirtamalli (DCF) -arvonmäärittämisessä. Vaihtoehtona olisi ollut tarkastella osinkotuottoa ja mahdollisia osakkeiden takaisinostoja, mutta näin suuri osa monien yritysten positiivisista kassavirroista olisi jäänyt huomiotta. 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 markkinariskipreemio- 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. Vuosien 2021–2023 tutkimustemme metodologiat vastaavat täysin toisiaan.

Huolimatta metodologian muutoksesta, vuosien 2021–2023 tutkimuksemme edelleen jossain määrin vertailukelpoisia näitä edeltävien tutkimusten kanssa. Tätä indikoivat PwC Ruotsin kyselytutkimuksella saamat hyvin samankaltaiset tulokset¹, verrattuna Ruotsille kvantitatiivisin menetelmin saamiimme tuloksiin (esim. osakemarkkinariskipreemio 6,1 % (2023) vs. 6,0 % (2022)).



¹ Katso "Riskpremien på den svenska aktiemarknaden", PwC Ruotsi, 21.6.2023. Saatavilla: <https://www.pwc.se/riskpremiestudien>
Osakemarkkinariskipreemio Suomen markkinoilla vuonna 2023
PwC

Vertaamalla Suomen 8,0 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 herkkyyksianalyysin markkina-arvojen laskentakauden ja terminaalikasvuprosentin suhteen, jotta saisimme paremman kuvan tuloksista.

Herkkyyksianalyysi mukaan osakemarkkinoiden markkinariskipreemio vaihtelee 8,36 prosentista 6,36 prosenttiin. Keskiarvo on 7,34 prosenttia ja mediaani 7,31 prosenttia.

	2,0 %	1,5 %	1,0 %	0,5 %	0,0 %
-3mo	8,014 %	7,596 %	7,181 %	6,768 %	6,358 %
-2mo	8,174 %	7,756 %	7,342 %	6,930 %	6,521 %
-1mo	8,358 %	7,942 %	7,529 %	7,118 %	6,710 %
t=0	8,118 %	7,701 %	7,286 %	6,874 %	6,465 %

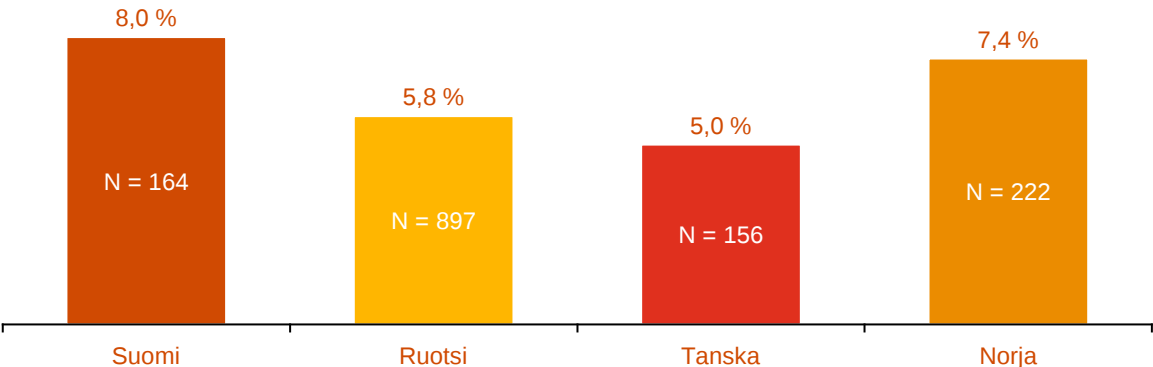
Markkinadataan perustuvan tuloksemme antavat korkeampia arvoja Suomen osakemarkkinoiden riskipreemioille, verrattuna esimerkiksi maariskin kautta toteutettuun NYU Sternin rahoituksen professori Aswath Damodaranin tutkimukseen¹. Damodaran arvioi markkinariskiä lisäämällä AAA-luokitettun maan (USA) osakemarkkinoiden tuottovaatimukseen maariskin perustuvan preemion Moody's luottoluokitukseen mukaan. Suomen kohdalla Damodaran saa osakemarkkinan riskipreemioksi 5,61 prosenttia, kun Suomen 0,61 prosentin maariskipreemio lisätään USA:n 5,0 prosentin osakemarkkinan riskipreemioon. Suomen kohdalla tämänkaltaisen metodologia ei kuitenkaan ollenkaan huomioi osakemarkkinamme erityispiirteitä, kuten asemaa reunamarkkinana tai syklisten yhtiöiden suurta painoarvoa indeksissä.

¹ Katso Aswath Damodaran: "Country Default Spreads and Risk Premiums", 12.7.2023, saatavilla: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

² Katso "Riskpremiens på den svenska aktiemarknaden", PwC Ruotsi, 21.6.2023, saatavilla: <https://www.pwc.se/riskpremiestudien>

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

Alla olevassa kaaviossa vertaamme Suomen osakemarkkinariskipreemiota muihin pohjoismaisten markkinoiden riskipreemioihin. Näihin verrattuna Suomen markkinariskipreemio on pohjoismaiden korkein, mutta on silti jotakuinkin linjassa muiden markkinoiden kanssa. Tanskan luku on merkittävästi pienempi, kun taas Norjan luku on lähimpänä Suomen arvoa. Norjan ja Suomen korkeampia tuloksia voivat selittää esimerkiksi syklisten toimialojen suuremmat painot verrattuna muihin pohjoismaisiin pörssieihin.



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 (2,82 %; 15.8.2023). Kun tämä vähennetään osakemarkkinan tuottovaatimuksesta (8,65 %), osakemarkkinoiden riskipreemioksi saadaan 5,8 prosenttia, mikä on hieman matalampi luku kuin PwC Ruotsin tuoreimmassa tutkimuksessa² saama 6,1 prosenttia.

Vastaavasti Tanskan suhteen käytimme Tanskan 10-vuotisen valtion obligaation tuottoa (2,95 %; 15.8.2023). Kun osakemarkkinan tuottovaatimus on 7,98 prosenttia, saadaan Tanskan riskipreemioksi 5,0 prosenttia³. Ja Norjan osalta käytimme Norjan 10-vuotisen valtion obligaation tuottoa, (3,86 %, 15.8.2023). Kun tämä vähennetään osakemarkkinoiden tuottovaatimuksesta (11,22 %), niin Norjan osakemarkkinan riskipreemio on 7,4 prosenttia.



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.

© 2023 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.