

## Rente, konjunkturindikator og prisen på virksomheder pr. december 2018

Af Jens Wrang

Renteniveauet har igen været for nedadgående og den samlede vægtede konjunkturindikator har fortsat sit fald. Det fortsatte fald fastholder indikationen af, at dansk økonomi her ved udgangen af 2018 er i afmatning. Samlet set er et pejlemærke for investorenes gennemsnitlige krav til afkast af risikobetonede investeringer nu omkring 4,2%, og investorenes villighed til at betale for virksomheder kan fortsat være faldende.

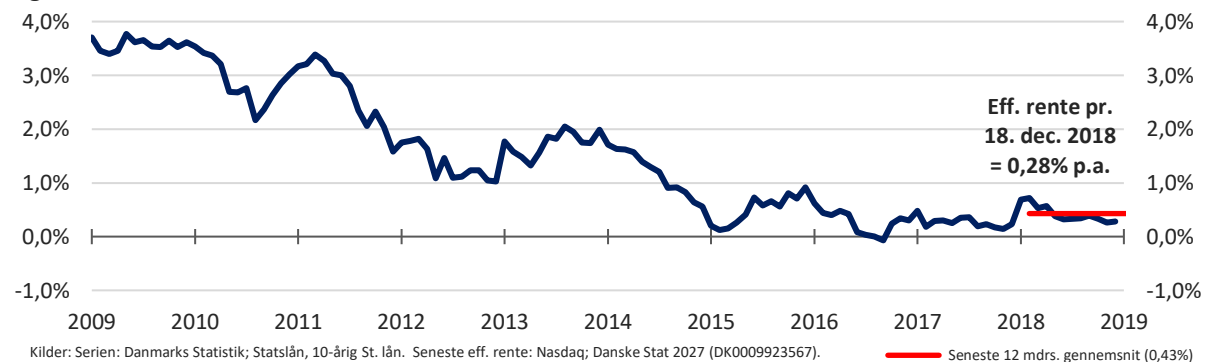
### Stabil lav risikofri rente men faldende samlet konjunkturindikator

Investorenes betalingsvillighed ved investering i virksomheder er bl.a. afhængig af det aktuelle risikofrie renteniveau og investorenes vurdering af de fremtidige økonomiske konjunkturer, en vurdering, der bl.a. har indflydelse på størrelsen af det mer-afkast, som investorerne kræver af en risikofyldt investering.

### Stabil lav risikofri rente

Den aktuelle effektive rente af en 10-årig statsobligation ligger i niveauet 0,28% p.a., hvilket er 0,41%-point lavere end i januar 2018 og 0,15%-point lavere end gennemsnittet for de seneste 12 måneder.

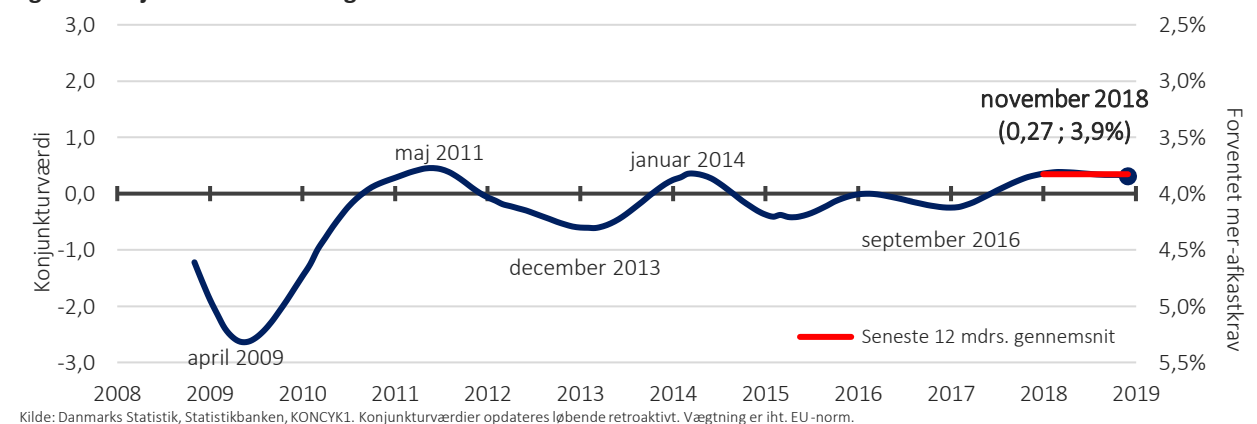
Figur 1. Den risikofri rente



### Faldende samlet konjunkturindikator indikerer stigende afkastkrav

Kravet til forrentning af risikovillig kapital ud over den risikofrie rente bevæger sig anticyklisk over tid<sup>1</sup>. – Når den samlede vurdering af konjunkturerne bevæger sig mod en forværring, er kravet til mer-afkast af kapital investeret i risikofyldte investeringer stigende. Konjunkturudviklingen siden oktober 2008 er vist i figur 2. sammen med det sandsynlige mer-afkastkrav investorerne stiller til risikofyldte investeringer<sup>2</sup>.

Figur 2. Konjunkturindikator og forventet mer-afkastkrav



Konjunkturudviklingen er vist pr. branche og samlet set i tabel 2 nedenfor. Konjunkturindikatoren ligger fortsat højt for byggeriet, men har været faldende både for byggeriet, industrien og serviceerhvervene de seneste måneder, mens den for detailhandlen har vist en positiv udvikling. Den sammensatte konjunkturindikator for november på 0,27 er stadig positiv men fortsat faldende, og dermed er mer-afkastkravet sandsynligvis stigende. Selv om renteniveauet har været let faldende, er der samlet set sandsynligvis en faldende betalingsvillighed blandt investorerne, hvis gennemsnitlige krav til afkast af investeringer i virksomheder med en gennemsnitlig risiko nu vurderes at ligge i niveauet 4,2% p.a.

<sup>1</sup> Se f.eks. Lettau M. and S.Ludvigson; "Consumption, Aggregate Wealth, and Expected Stock Returns"; The Journal of Finance, No. 3, June 2001.

<sup>2</sup> Se f.eks. Fama E. and K. French; "The Equity Premium"; The Journal of Finance, No. 2, April 2002.

## Afkastkrav til investeringer i virksomheder

Kravet til afkastet af en investering i en virksomhed bør fastsættes som det afkast, der kan forventes af en alternativ investering i en portefølje af lignende virksomheder.

Niveauet for det krav til afkast, der aktuelt er gældende for gennemsnittet af alle virksomheder, og som er fastlagt ovenfor, består dels af en tidsværdi og dels af en præmie, der kompenserer dels for usikkerheden i afkastets størrelse og dels for omfanget af virksomhedernes lånefinansiering.

Med henblik på at komme afkastkravet til investering i den enkelte virksomhed lidt nærmere, er der særlig to faktorer, som kan anvendes til at differentiere afkastkravet: Virksomhedens størrelse målt ved dens markedsværdi og virksomhedens Kurs/Indre Værdi-forhold (K/IV)<sup>3</sup>.

Virksomhedens størrelse kan ses som en strukturel egenskab, der indirekte medvirker til at skabe en forventning om robusthed og momentum i indtjeningen, og jo større virksomheden er, jo større stabilitet forventes der i indtjeningen, hvorved afkastkravet mindskes som følge af en lavere antaget risiko. K/IV-forholdet kan ses som et samlet udtryk for forventningerne til det fremtidige vækst- og indtjenings-potentiale. Jo større usikkerhed der er om potentialet, jo lavere er prisen og dermed K/IV-forholdet, og det lave K/IV-forhold bliver dermed udtryk for et højere afkastkrav som følge af en højere antaget risiko.

Begge faktorer er således proxyer for de risiko-, vækst- og rentabilitetsfaktorer, som indgår i de varierende krav investorerne stiller til forrentning af risikovillig kapital, og de bør som sådan afspejles i den egenkapital-omkostning, som afkastkravet samtidig udgør.

Med summen af den aktuelle risikofrie 10-årige rente og det sandsynlige gennemsnitlige krav til mer-afkast af risikovillig kapital (p.t. i alt 4,2% p.a.) som udgangspunkt, kan der, med baggrund i historiske analyser<sup>4</sup>, gives pejlemærker for det egenkapitalafkast, som en investor aktuelt kan forvente af en investering i en portefølje af virksomheder givet virksomhedernes størrelse og K/IV-forhold. Pejlemærkerne er vist i tabel 1.

**Tabel 1. Aktuelle pejlemærker for afkast af egenkapital givet størrelse og K/IV**

Størrelse målt ved markedsværdi i dkr.	Lille (< 1 mia.)	3,2%	4,7%	6,2%
	Mellem (~ 5 mia.)	2,7%	4,2%	5,2%
	Stor (> 15 mia.)	2,2%	3,2%	3,7%
		Høj K/IV (> 1,5)	Middel K/IV (~ 1,3)	Lav K/IV (< 1,2)
<b>Potentiale for rentabel vækst, målt ved K/IV</b>				

Af tabel 1 ses eksempelvis, at pejlemærket for det aktuelle krav til afkast af egenkapital ved investering i en virksomhed, hvor den gennemsnitlige markedsværdi af porteføljen af lignende børsnoterede virksomheder er forholdsvis lille og hvis gennemsnitlige K/IV-forhold er forholdsvis lav, er 6,2%.

Hvis lånefinansieringsomfanget i virksomheden afviger væsentligt fra markedsgennemsnittet, bør der korrigeres marginalt herfor ved at gange afkastkravet med 1 +/- forskellen i gældsfinansieringsandelen.

<sup>3</sup> Afkast af investeringer i virksomheder synes ikke at kunne beskrives systematisk godt som værende en funktion af den relative volatilitet i afkastet vis a vis afkastet på markedet som et hele (sædvanligvis udtrykt ved  $\beta$ ). Se f.eks. Fama E. and K. French; "The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence"; Journal of Economic Perspectives, No. 3, Summer 2004.

<sup>4</sup> Fama E. and K. French; "The Cross-Section of Expected Stock Returns"; The Journal of Finance, No. 2, June 1992 i kombination med delresultater i Fama E. and K. French; "A five-factor asset pricing model"; Journal of Financial Economics, Volume 116, Issue 1, April 2015.

**Tabel 2. Konjunkturindikator pr. hovedbranche og samlet vægtet konjunkturcyklus - Fra november 2013 til og med oktober 2018**

