

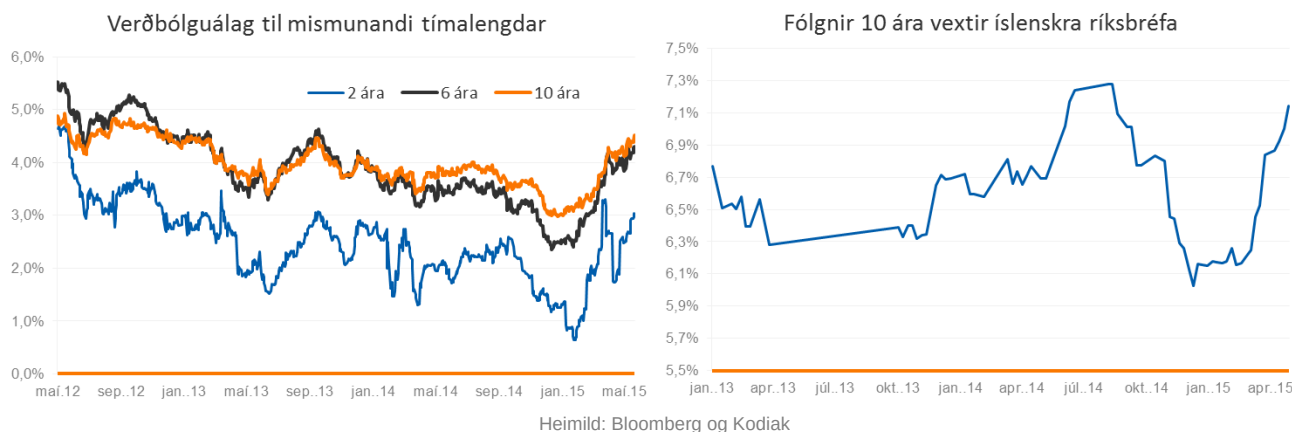
22. maí 2015

Hvað er eðlileg ávöxtun? Hvað er eðlilegur hagnaður?

Hvað er „eðlileg“ ávöxtun á hlutabréf? Eða, lesandi góður, hvaða ávöxtun myndir þú setta þig við fyrir að hætta þínu fjármagni í atvinnurekstur? Eðlilega er svarið við þessari spurningu á mjög breiðu bili allt eftir því hver atvinnureksturinn er, hvaða fyrirtæki á í hlut og einnig hver er fjárhagsleg staða og áhugasvið þess sem svarar spurningunni. Sjá má í hendi sér að hin hliðin á þessari spurningu er; hvað er „eðlilegt“ að fyrirtæki hagnist mikið? Því hagnaður fyrirtækja og ávöxtun til hluthafa helst í hendur.

Eitt er víst að í aðra röndina er enginn skortur á gagnrýni á hagnað og arðgreiðslur stærstu íslensku fyrirtækjanna. Í hina röndina er það eitt meginmarkmið þessara sömu fyrirtækja að skila sem mestum hagnaði og arðgreiðslum til eigenda sinna. Það eru margir haghafar í einu fyrirtæki; þar á meðal viðskiptavinir sem vilja greiða sanngjarnt (lágt) verð fyrir vörur eða þjónustu, starfsmenn sem vilja að kaup og kjör séu góð, lánveitendur sem krefjast vaxta og afborgana og hluthafar sem vilja ávöxtun og arðgreiðslur. Í þessum markaðspunkti er horft á málið frá sjónarhóli hluthafa, þeirra sem leggja fram áhættufjármagn til rekstrarsins. Hjá þeim skiptir samhengi áhættu og arðsemi öllu máli.

Við í Greiningardeild Arion banka höfum reglulega spurt íslenska fagfjárfesta hvaða raunávöxtunarkröfu á eigið fé þeir gera á íslenska hlutabréfamarkaðinum og svarið hefur verið á bilinu 8 - 13%, en svarið er misjafnt bæði eftir fjárfestum og félögum.¹ Út frá verðbólguvæntingum, t.d. nýrri verðbólguþá Seðlabankans, má draga þá ályktun að fjárfestar í Kauphöll Íslands vænti þess að fjárfestingin verði búin að skila 11 – 16% nafnávöxtun að ári liðnu. Fjöldi fagfjárfesta á Íslandi og svarenda í okkar könnunum er samt slíkur að óvissubilið er stórt. Sams konar niðurstaða fæst engu að síður þegar við skoðum fólgni ávöxtunarkröfu eigin fjár m.v. spá okkar í Greiningardeild Arion banka um afkomu þeirra félaga sem við spáum reglulega fyrir um.²



En á hverju byggist þessi ávöxtunarkrafa fjárfesta? Hún hlýtur að taka mið af, annars vegar öðrum fjárfestingarkostum sem standa til boða og fjármögnunarkjörum þess sem fjárfestir og hins vegar þeirri áhættu sem tekin er með því að kaupa hlutabréf en ekki eitthvað annað.

Eins og títt er um góðar sögur af íslensku efnahagslífi þá á Seðlabanki Íslands hér hlut að máli. Í þessum heimi er nefnilega ekki til betri skuldari í íslenskum krónum en Seðlabankinn enda er hann útgefandi þeirra. Þeir vextir sem hann býður mynda þ.a.l. gólf gagnvart öðrum fjárfestingarkostum. Seðlabankinn lánar hins vegar aðeins til skamms tíma og fjárfesting í atvinnulífinu er yfirleitt langtímafjárfesting. Við horfum því til eiganda Seðlabankans, ríkissjóðs Íslands, til að finna gólf ávöxtunarkröfu gagnvart fjárfestingu í atvinnurekstri. Væntingar um þróun vaxta Seðlabankans, um verðbólgu og um lánsfjárförf ríkissjóðs ráða síðan mestu um lengri tíma ávöxtunarkröfu á skuldabréf ríkissjóðs. Í dag eru skráð skuldabréf ríkissjóðs Íslands keypt og seld með loforði um ríflega 7% nafnvexti á ári (RIKB) til lengri tíma eða tæplega 3%

¹ Markaðskönnun Greiningardeildar jan 2014 – jan 2015. Miðgildi svara þátttakenda.

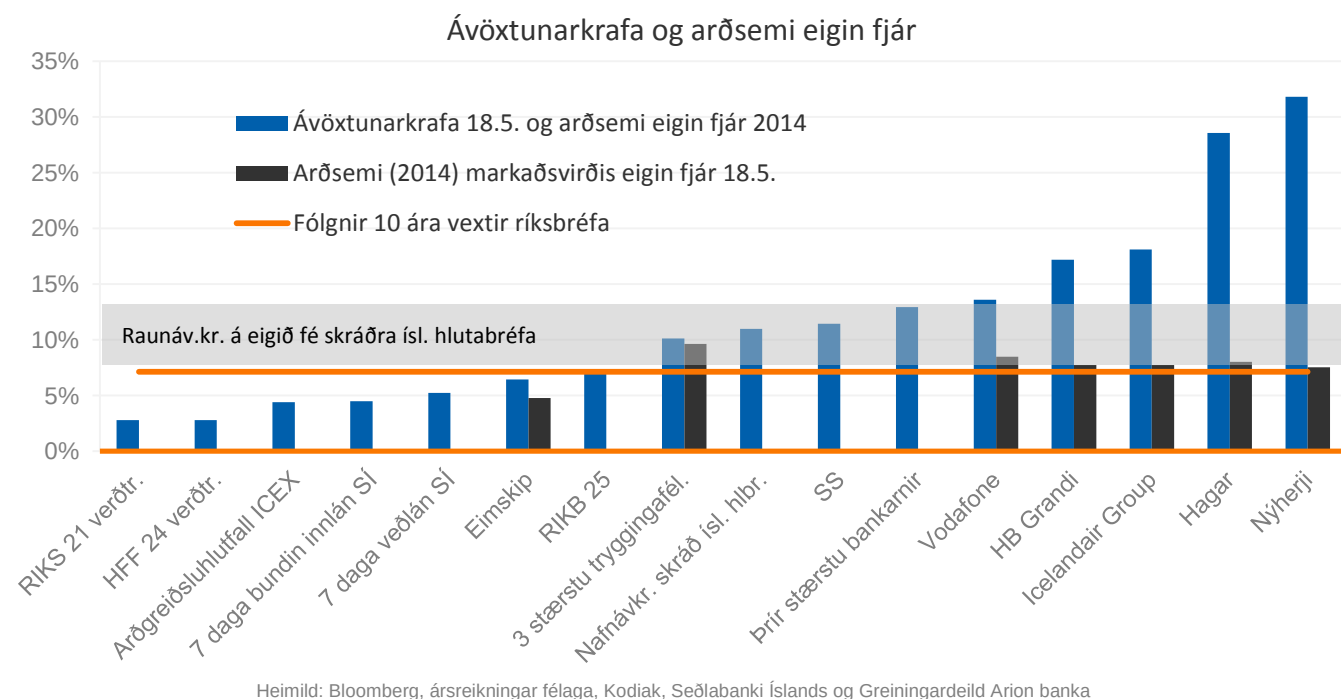
² Markaðskönnun Greiningardeildar jan 2014 – jan 2015. Miðgildi svara þátttakenda. Sjóðstreymi nokkurra skráðra félaga er að stórum hluta í erlendum gjaldmiðlum svo fjárfestar horfa þá líklega einnig til langtímaxaxta í þeim myntum.

raunvexti séu keypt spariskírteini (RIKS) eða íbúðabréf (HFF). Þarna leggur ríkið grunninn að þeirri ávöxtunarkröfu sem aðrir fjárfestar gera. Hvers vegna ætti einhver t.d. að kaupa hlut í verslun, banka eða matvælaframleiðslu ef hann reiknar ekki með að fá betri ávöxtun en ef að hann lánaði ríkissjóði peninginn? Eftir allt saman þá geymir Íslandssagan ótal dæmi um að eigið fé fyrirtækja verði að litlu eða engu á meðan ríkissjóður Íslands hefur aldrei lent í greiðslufalli.

Líklega er áhættuminnsta leiðin til að fjárfesta í atvinnulífi á Íslandi að kaupa hlutabréf í skráðum félögum í Kauphöll Íslands. Þar eru mörg af stærstu og styrkustu fyrirtækjum landsins, þau eru skuldbundin til að birta skilmerkilega öll tíðindi sem haft geta áhrif á virði eigin fjár og kaup og sölutilboð eru birt á skipulegum markaði. Ávöxtunarkröfu umfram þá vexti sem ríkissjóður Íslands greiðir má kalla markaðsálag. Aðspurðir virðast íslenskir fjárfestar gera 5,5 – 6,0% markaðsálag á hlutabréf umfram ríkisskuldabréf þegar þeir fjárfesta í Kauphöll Íslands.³ Þar við bætist viðbótarálag (eða frádrag) sem fjárfestar gera vegna seljanleika, fjárhagsstöðu eða hvernar þeirrar óvissu sem kann að hafa áhrif á afkomu fyrirtækis til skemmri eða lengri tíma svo sem dómsmál, lagaleg óvissa eða yfirstandandi fjárhagsleg endurskiplagning. Ef hlutabréfaverð félaga í Kauphöll Íslands er t.d. skoðað m.t.t. afkomuspár greinenda⁴ virðist sem fjárfestar leggi gróft séð 5–9% álag á skráð íslensk hlutabréf umfram langtímavexti ríkisbréfa.

Þessi ávöxtunarkrafa getur raungerst á bankareikningum hluthafa með tvenns konar hætti. Annað hvort hækka hlutabréfin sem þessu nemur í verði og hagnaður er innleystur eða félögin greiða hluthöfum arð. Að afloknum rekstri síðasta árs skiluðu skráðu félögin í Kauphöll Íslands samtals rúmlega 4% af markaðsverði til baka í formi arðgreiðslna til hluthafa (sjá [Markaðspunktur 4. mars 2015](#)). Að jafnaði geta félög ekki greitt meira en sem nemur hagnaði hvers árs út í arð. Ef þau greiða meira verða þau skuldsettari og geta þ.a.l. greitt minna út í arð á komandi árum eða að þau eru að draga úr starfsemi sinni, sem einnig ætti að leiða til minni arðgreiðslugetu á komandi árum. Það er því tálsýn að fjárfesta í fyrirtæki á grundvelli fyrri hagnaðar og arðgreiðslna því það er jú framtíðin sem skiptir máli. Oftast nær greiða félög hins vegar minna í arð heldur en nemur hagnaði ársins enda eru þau í vexti og þurfa aukins eigin fjár við. Það er því eðlilegt að þeir sem hætta fjármagni sínu á atvinnurekstur horfi til þess hagnaðar sem mögulega verður til á komandi árum og þess vegna er markaðsverð/hagnaður (V/H) algengasta kennitalan á hlutabréfamörkuðum um heim allan.

Hér að neðan höfum dregið saman ávöxtun nokkurra íslenskra fyrirtækja í ólíkum geirum, sem skráð eru í kauphöll (hlutabréf eða skuldabréf) og berum hana saman við ávöxtunarkröfu á markaði með bréf með ríkisábyrgð eða vexti Seðlabankans.



Við spurðum í upphafi hver er eðlileg ávöxtun og hver er eðlilegur hagnaður fyrirtækja. Við því höfum við það svar að það fer eftir grunnvöxtum að viðbættu skynsamlegu mati á áhættu. Við nefndum að ofan að grunnvextir ráðast m.a. af verðbólguvæntingum og lánsfjárbörf ríkissjóðs. Af þessu leiðir að þegar verðlag helst stöðugt og ríkissjóður (og aðrir opinberir aðilar) er rekinn með afgangi lækkar vaxtastig og þar með hagnaðarkrafa fyrirtækja. Álagið snýr svo ekki síst að því hvort fjárhagsstaða félaga sé traust og rekstrarumhverfið eins laust við áhættu og hægt er.

³ Markaðskönnun Greiningardeildar jan 2014 – jan 2015. Miðgildi svara þátttakenda.

⁴ Spár Greiningardeildar Arion banka um afkomu skráðra félaga.

Greiningardeild Arion banka

Anna Hrefna Ingimundardóttir
anna.ingimundardottir@arionbanki.is

Konráð S. Guðjónsson
konrad.gudjonsson@arionbanki.is

Elvar Ingi Möller
elvar.moller@arionbanki.is

Stefán Broddi Guðjónsson
stefan.gudjonsson@arionbanki.is

Hrafn Steinarsson
hrafn.steinarsson@arionbanki.is

Forstöðumaður

Regína Bjarnadóttir
regina.bjarnadottir@arionbanki.is
444-6969

[Hér má finna fyrirvara](#)