



**Szabályozói tőkeköltség-számítás
a távközlési piacon 2014.
december 31-re vonatkozóan**

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

2015. MÁJUS 14.

1 Vezetői Összefoglaló

A dokumentum háttere és célja

- 1.1 A Deloitte Üzletviteli és Vezetési Tanácsadó Zrt. („Deloitte”) 2002 decemberében a magyar távközlési szektor JPE szolgáltatóinak szabályozását elősegítendő elkészítette tanácsadói javaslatát az akkori nevén Hírközlési Felügyelet, később Nemzeti Hírközlési Hatóság („NHH”), ma **Nemzeti Média- és Hírközlési Hatóság („NMHH”)** számára a hosszú távú előremutató különbözeti költség (LRIC) módszertanának bevezetéséhez kapcsolódó tőkeköltség-számítási módszertan meghatározására. A kidolgozott módszertan alapján a Deloitte elvégezte az egyes távközlési szolgáltatókra vonatkozó tőkeköltség kiszámítását 2003. december 31-i, 2004. június 30-i, 2005. október 28-i, 2006. december 31-i, 2007. december 31-i, illetve 2008. december 31-i dátumra vonatkozóan.

Az elmúlt évek makroökonómiai és piaci változásai következtében a korábban alkalmazott metodika 2010 során felülvizsgálatra került. A vizsgálat eredményei alapján a korábban alkalmazott metodika módosításra került. 2010, 2011, 2012, 2013 és 2014 során a Deloitte a módosított metodika alapján elvégezte a távközlési szolgáltatókra vonatkozó tőkeköltség számítását a 2009. december 31-i, 2010. december 31-i, 2011. december 31-i és 2012. december 31-i és 2013. december 31-i időpontra vonatkozóan.

(Továbbiakban: „2003. decemberi Deloitte Jelentés”, „2004. júniusi Deloitte Jelentés”, „2005. októberi Deloitte Jelentés”, „2006. decemberi Deloitte Jelentés”, „2007. decemberi Deloitte Jelentés”, „2008. decemberi Deloitte Jelentés”, „2009. decemberi Deloitte Jelentés”, „2010. decemberi Deloitte Jelentés”, „2011. decemberi Deloitte Jelentés”, „2012. decemberi Deloitte Jelentés” valamint „2013. decemberi Deloitte Jelentés” vagy együttesen „Korábbi Jelentések”).

- 1.2 A jelen dokumentum célja az egyes szektorokra készült jelentések eredményének összegzése 2014. december 31-i dátumra, a vezetékes szolgáltatókra, a mobil szolgáltatókra és a földfelszíni műsorszóró vállalatokra vonatkozóan (Továbbiakban: „2014. decemberi Deloitte Jelentések”, vagy „Jelentés”) a 2010 során felülvizsgált és módosított metodika alapján. Jelen Vezetői Összefoglaló a 2014. decemberi Deloitte Jelentések legfontosabb következtetéseit ismerteti, ennek megfelelően a Vezetői Összefoglaló csak a 2014. decemberi Deloitte Jelentésekkel együtt értelmezhető.

A dokumentum alkalmazása és korlátozások

- 1.3 A NMHH számára nyújtott, tőkeköltségre vonatkozó tanácsadás során teljes mértékben a nyilvánosan hozzáférhető adatokra, valamint a NMHH által rendelkezésünkre bocsátott információkra hagyatkoztunk (ideértve a feltételezéseket is). A nyilvánosan hozzáférhető vagy a számunkra átadott információ integritását semmilyen módon nem vizsgáltuk, teszteltük vagy igazoltuk. Korlátozott elemzéseink alapján nem véleményt adunk ki, hanem javaslatot teszünk a magyar vezetékes távközlési szolgáltatás esetén alkalmazandó tőkeköltség sávra vonatkozóan.
- 1.4 A jelen Jelentésben szereplő javaslat kizárólag az 1.2 pontban foglalt kérdésekkel kapcsolatban hordoz információt az Önök számára. A Deloitte kifejezett és visszavonhatatlan hozzájárulását adja ahhoz, hogy a Jelentést az NMHH hatósági feladatai ellátása érdekében felhasználja és amennyiben azt számára jogszabály kötelezővé teszi, részben vagy egészben nyilvánosságra hozza. Az NMHH a Jelentést, illetve a Jelentés bizonyos elemeit és/vagy az abban szereplő számítások részeredményeit saját belső és a vonatkozó jogszabályokban megjelölt céljaira felhasználhatja, más közigazgatási szervnek, különösen a Nemzeti Média és Hírközlési Hatóságot felügyelő minisztérium(ok)nak átadhatja, valamint a jogszabályok előkészítésének folyamatában, illetve egyes szabályozói döntések alátámasztásának érdekében szerkesztett változatban a hírközlési szolgáltatók felé nyilvánosságra hozhatja. Jelen pontban foglalt kivételeken túl azonban a Deloitte

előzetes írásbeli engedélye hiányában az NMHH nem adhatja át a Jelentést sem egészben, sem részben harmadik személyeknek, és nem módosíthatja azt.

- 1.5 Mivel egy társaság tőkeköltségének meghatározása nagymértékben szakmai megítélésen és becsléseken, nem pedig szabályok és képletek mechanikus alkalmazásán alapul, az általános gyakorlat szerint nem egy érték kerül kiszámításra, hanem egy értéksáv, amely sávba a becslések szerint a tőkeköltség beleesik. Munkánk során mi is ezt a megközelítést alkalmaztuk.

Módszertani áttekintés

- 1.6 A tőkeköltség kiszámításakor a 2013. decemberi Deloitte Jelentésben is alkalmazott képleteket használtuk.

- 1.7 Súlyozott, adózás utáni átlagos tőkeköltséget (WACC) az alábbi képlettel lehet meghatározni:

$$WACC = K_e * E / (D+E) + K_d * (1 - t) * D / (D+E)$$

Ahol:

- K_e : a saját tőke költsége, azaz a részvényesek által a befektetésük után elvárt megtérülés;
- K_d : a hitelköltség, azaz a felvett hitelek után fizetendő kamatfizetés;
- E : a saját tőke - azaz a részvényesek befektetéseinek - piaci értéke;
- D : a hitel - azaz a kamatozó pénzügyi források - piaci értéke¹; és
- t : a társaság marginális adókulcsa.

- 1.8 A nominális saját tőke költség számítása az alábbiak szerint történik:

$$K_{e_{\text{nominál}}} = R_{f_{\text{nominál}}} + \beta_2 * ERP + SRP, \text{ ahol:}$$

- $R_{f_{\text{nominál}}}$: Becsült kockázatmentes hosszútávú nominál forint kamatláb Magyarországon;
- β_2 : iparági béta;
- ERP: piaci kockázati prémium;
- SRP: méretkockázati prémium;

- 1.9 A nominális hitelköltség számítása az alábbiak szerint történik:

$$K_{d_{\text{nominál}}} = R_{f_{\text{nominál}}} + \text{Hitelprémium}, \text{ ahol:}$$

- $R_{f_{\text{nominál}}}$: Becsült kockázatmentes hosszútávú nominál forint kamatláb Magyarországon;
- Hitelprémium: amit egy tipikus összehasonlító társaság fizet hitelei után az adott ország kockázatmentes kamatlába felett egy adott eladósodottsági szint mellett;

Alkalmazott módszertan

- 1.10 Kockázatmentes kamatlábként a forintban denominált 10 éves magyar államkötvény (egy éves átlagos) nominál hozamát alkalmaztuk.

- 1.11 Az ipárgspecifikus adatok (béta, eladósodottság) becsléséhez a 2013. decemberi Deloitte Jelentésben alkalmazott összehasonlító társaságokat használtuk.

¹ A jelentésben a $D/(D+E)$ jelenti az eladósodottság arányát.

- 1.12 A piaci kockázati prémiumok, valamint a méretkockázati prémiumok becslését korábban az Ibbotson Associates tanulmánya alapján készítettük el. Az Ibbotson SBBI Valuation and Cost of Capital évkönyvek 2013-as megszűnését követően a korábban használt tanulmányhoz hasonló, értékeléssel és tőkeköltséggel kapcsolatos évkönyveket immáron a Duff & Phelps készíti, így idén a piaci kockázati, illetve méretkockázati prémiumok becslését a Duff & Phelps Valuation Handbook 2015-ben közzétett eredményei alapján végeztük el.
- 1.13 A hitelprémiumokat – a korábban alkalmazottakhoz hasonlóan - az egyes összehasonlító társaságok hosszú távú kötvényhozamai és az adott ország kockázatmentes hozamának különbségéeként határoztuk meg.
- 1.14 Az adókulcs meghatározásánál számításainkban az általánosan érvényes 19%-os társasági adókulcsot alkalmaztuk.
- 1.15 Elemzésünk során nem vettük figyelembe a Széll Kálmán Terv 2.0 részeként 2012. július 1-én hatályba lépett távközlési szolgáltatási adót, illetve a 2013. január 1-jétől hatályos közművezeték adót.
- 1.16 A számítások eredményeként az egyes távközlési szektorokban a következő WACC értékeket határoztuk meg:

WACC számítás eredményei	Korábbi Deloitte Jelentések eredményei		2014. december 31-re vonatkozóan
Mobilszolgáltatók (nominál adózás utáni)	2013. december 31.	8.3% - 10.3%	7.8% - 9.9%
Mobilszolgáltatók (nominál adózás előtti)	2013. december 31.	10.3% - 12.7%	9.7% - 12.2%

WACC számítás eredményei	Korábbi Deloitte Jelentések eredményei		2014. december 31-re vonatkozóan
Műsorszórás (nominál adózás utáni)	2013. december 31.	8.4% - 10.8%	7.4% - 9.9%
Műsorszórás (nominál adózás előtti)	2013. december 31.	10.4% - 13.3%	9.1% - 12.2%

WACC számítás eredményei	Korábbi Deloitte Jelentések eredményei		2014. december 31-re vonatkozóan
Kis vezetékes (nominál adózás utáni)	2013. december 31.	8.4% - 9.9%	7.6% - 9.2%
Kis vezetékes (nominál adózás előtti)	2013. december 31.	10.4% - 12.2%	9.4% - 11.3%
Nagy vezetékes (nominál adózás utáni)	2013. december 31.	7.5% - 9.2%	6.8% - 8.5%
Nagy vezetékes (nominál adózás előtti)	2013. december 31.	9.3% - 11.4%	8.3% - 10.5%

- 1.17 Az egyes kalkulációk levezetését és a források bemutatását a részletes szektoronkénti jelentések tartalmazzák.

Összességében véve valamennyi szektorban csökkentek a sávok a 2013. decemberi Deloitte Jelentéshez képest.

A kalkulációk alapján a 2013. decemberi Deloitte Jelentéshez képest a **mobilszolgáltató vállalatok esetében** csökkent legkisebb mértékben az adózás előtti nominális tőkeköltség sávja; a sáv alsó határa 0,6 százalékponttal, felső határa 0,5 százalékponttal csökkent, így a sáv **9,7%-12,2%** lett.

A földfelszíni műsorszóró vállalatok esetében a 2013. decemberi Deloitte Jelentéshez képest az adózás előtti nominális tőkeköltség alsó határa 1,3 százalékponttal, felső határa pedig 1,1 százalékponttal csökkent, ami így **9,1%-12,2%** lett.

A kis vezetékes szolgáltatóknál a 2013. decemberi Deloitte Jelentéshez képest az adózás előtti nominális tőkeköltség 0,9 – 1,0 százalékponttal csökkent, ami így **9,4%-11,3%** lett, végül pedig **a nagy vezetékes szolgáltatóknál** szintén 0,9 – 1,0 százalékponttal csökkent, ami így **8,3%-10,5%** lett.

1.18 A tőkeköltség változása elsősorban az alábbi tényezőkben bekövetkezett módosulások eredménye:

- A kockázatmentes kamatláb a 2013. decemberi jelentéshez képest az akkori 5,9%-ról 100 bázisponttal 4,9%-ra csökkent, ami a tőkeköltség csökkenésének irányába hatott;
- A béta valamennyi távközlési szektorban emelkedett. A változás a földfelszíni műsorszóró vállalatok esetében volt a legkisebb mértékű (0,06), a vezetékes szolgáltatók bétája 0,08-cal, a mobilszolgáltató vállalatok bétája pedig 0,11-gyel emelkedett.
- A piaci kockázati prémium változatlan maradt. A méretkockázati prémiumok a Duff & Phelps Valuation Handbook 2015-ben közzétett besorolásai alapján kis mértékben (0,01%-al) csökkentek valamennyi szegmensben.
- A műsorszóró társaságok és a vezetékes szolgáltatók esetében a hitelprémiumok (a hitelköltség és a kockázatmentes hozam különbsége) jelentősen, 90 illetve 60 bázisponttal csökkentek, míg a mobilszolgáltatóknál mintegy 10 bázisponttal mérséklődött a hitelprémium.
- Az egyes távközlési szektorok optimális eladósodottsági mutatója nem változott jelentősen: mobilszolgáltatók esetében 1% ponttal csökkent, vezetékes szolgáltatóknál 1 százalékponttal emelkedett, míg a földfelszíni műsorszóróknál változatlan maradt.

Melléklet - Részletes WACC táblázatok

Műsorszórás

WACC paraméterek	2013. december 31.			2014. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	5.9%	5.9%	5.9%	4.9%	4.9%	4.9%
Béta	0.69	0.73	0.76	0.75	0.79	0.83
Piaci kockázati prémium	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
Méretkockázati prémium	0.0%	1.4%	2.7%	0.0%	1.3%	2.7%
Nominál sajáttőke-költség	10.2%	11.8%	13.3%	9.6%	11.2%	12.8%
Kockázatmentes kamatláb	5.9%	5.9%	5.9%	4.9%	4.9%	4.9%
Hitelprémium	1.3%	1.2%	1.1%	0.4%	0.3%	0.2%
Nominál hitelköltség	7.2%	7.1%	7.0%	5.3%	5.2%	5.1%
Adókulcs	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Eladósodottság (D/(D+E))	41%	37%	34%	41%	37%	34%
Adózás utáni nominál WACC	8.4%	9.5%	10.8%	7.4%	8.6%	9.9%
Adózás előtti nominál WACC	10.4%	11.7%	13.3%	9.1%	10.6%	12.2%

Mobilszolgáltatók

WACC paraméterek	2013. december 31.			2014. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	5.9%	5.9%	5.9%	4.9%	4.9%	4.9%
Béta	0.55	0.60	0.64	0.65	0.71	0.76
Piaci kockázati prémium	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
Méretkockázati prémium	0.0%	0.9%	1.7%	0.0%	0.9%	1.7%
Nominál sajáttőke-költség	9.3%	10.5%	11.6%	8.9%	10.1%	11.3%
Kockázatmentes kamatláb	5.9%	5.9%	5.9%	4.9%	4.9%	4.9%
Hitelprémium	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%
Nominál hitelköltség	6.5%	6.4%	6.3%	5.4%	5.3%	5.2%
Adókulcs	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Eladósodottság (D/(D+E))	25%	23%	21%	25%	22%	20%
Adózás utáni nominál WACC	8.3%	9.3%	10.3%	7.8%	8.8%	9.9%
Adózás előtti nominál WACC	10.3%	11.4%	12.7%	9.7%	10.9%	12.2%

Nagy vezetékes szolgáltatók

WACC paraméterek	2013. december 31.			2014. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	5.9%	5.9%	5.9%	4.9%	4.9%	4.9%
Béta	0.45	0.48	0.51	0.53	0.56	0.59
Piaci kockázati prémium	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
Méretkockázati prémium	0.0%	0.9%	1.7%	0.0%	0.9%	1.7%
Nominál sajáttőke-költség	8.7%	9.7%	10.8%	8.2%	9.2%	10.3%
Kockázatmentes kamatláb	5.9%	5.9%	5.9%	4.9%	4.9%	4.9%
Hitelprémium	0.7%	0.6%	0.5%	0.1%	0.0%	-0.1%
Nominál hitelköltség	6.6%	6.5%	6.4%	5.0%	4.9%	4.8%
Adókulcs	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Eladósodottság (D/(D+E))	34%	31%	28%	35%	32%	29%
Adózás utáni nominál WACC	7.5%	8.3%	9.2%	6.8%	7.6%	8.5%
Adózás előtti nominál WACC	9.3%	10.3%	11.4%	8.3%	9.4%	10.5%

Kis vezetékes szolgáltatók

WACC paraméterek	2013. december 31.			2014. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	5.9%	5.9%	5.9%	4.9%	4.9%	4.9%
Béta	0.45	0.48	0.51	0.53	0.56	0.59
Piaci kockázati prémium	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
Méretkockázati prémium	1.4%	2.0%	2.7%	1.3%	2.0%	2.7%
Nominál sajáttőke-költség	10.1%	10.9%	11.8%	9.6%	10.4%	11.3%
Kockázatmentes kamatláb	5.9%	5.9%	5.9%	4.9%	4.9%	4.9%
Hitelprémium	0.7%	0.6%	0.5%	0.1%	0.0%	-0.1%
Nominál hitelköltség	6.6%	6.5%	6.4%	5.0%	4.9%	4.8%
Adókulcs	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Eladósodottság (D/(D+E))	34%	31%	28%	35%	32%	29%
Adózás utáni nominál WACC	8.4%	9.1%	9.9%	7.6%	8.4%	9.2%
Adózás előtti nominál WACC	10.4%	11.3%	12.2%	9.4%	10.3%	11.3%