

**Szabályozói tőkeköltség-  
számítás a távközlési piacon  
2018. december 31-re  
vonatkozóan**

**VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ**

**2019. DECEMBER 5.**

## 1 Vezetői Összefoglaló

### A dokumentum háttere és célja

- 1.1 A Deloitte Üzletviteli és Vezetési Tanácsadó Zrt. („Deloitte”) - a korábbi évek gyakorlatának megfelelően - 2018. december 31-i dátumra is elkészítette tanácsadói javaslatának tervezetét („Jelentés”) a Nemzeti Média- és Hírközlési Hatóság („NMHH”) számára a távközlési szolgáltatókra vonatkozó tőkeköltség számításra.
- 1.2 A jelen dokumentum célja az egyes szektorokra készült jelentések eredményének összegzése 2018. december 31-i dátumra, a vezetékes szolgáltatókra, a mobil szolgáltatókra és a földfelszíni műsorszóró vállalatokra vonatkozóan **az irányadó Európai Bizottsági Közleménynek<sup>1</sup> megfelelően felülvizsgált és módosított metodika alapján**. Jelen Vezetői Összefoglaló a 2018. decemberi Deloitte Jelentések legfontosabb következtetéseit ismerteti.

### Módszertani áttekintés

- 1.3 A tőkeköltség kiszámításakor a 2017. december 31-i időpontra vonatkozó tőkeköltség-számítás (továbbiakban: „2017. decemberi Deloitte Jelentés”) során is alkalmazott képleteket használtuk, azzal az eltéréssel, hogy a Bizottság és a BEREC állásfoglalásának megfelelően a kockázatmentes kamatláb becslésére a korábbi egy éves időtáv helyett, ötéves időtáv került alkalmazásra.
- 1.4 Súlyozott, adózás utáni átlagos tőkeköltséget (WACC) az alábbi képlettel lehet meghatározni:

$$WACC = K_e * \frac{E}{(D+E)} + K_d * (1 - t) \frac{D}{(D+E)}, \text{ ahol:}$$

- $K_e$ : 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 befektetései - piaci értéke;
- $D$ : a hitel - azaz a kamatozó pénzügyi források - piaci értéke<sup>2</sup>; és
- $t$ : a társaság marginális adókulcsa.

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

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

- $R_{f_{nominál}}$ : Becsült kockázatmentes hosszú távú nominál forint kamatláb Magyarországon;
- $\beta_2$ : iparági béta;
- $ERP$ : piaci kockázati prémium;

---

<sup>1</sup> A Bizottság közleménye az uniós elektronikus hírközlési ágazatban a hagyományos infrastruktúrára vonatkozóan a nemzeti bejelentések bizottsági felülvizsgálatával összefüggésben végzett tőkeköltség-számításról (2019/C 375/01)

<sup>2</sup> A jelentésben a  $\frac{D}{(D+E)}$  jelenti az eladósodottság arányát.

1.6 A nominális hitelköltség számítása az alábbiak szerint történik:

$K_{dnominal} = R_{fnominal} + Hitelprémium$ , ahol:

- $R_{fnominal}$ : Becsült kockázatmentes hosszú távú 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**

- 1.7 Kockázatmentes kamatlábként a forintban denominált tízéves magyar államkötvény (ötéves átlagos) nominál hozamát alkalmaztuk<sup>3</sup>.
- 1.8 Az iparág-specifikus adatok (béta, eladósodottság) becsléséhez a 2017. decemberi Deloitte Jelentésben alkalmazott összehasonlító társaságokat használtuk. A korábbi mintához képest változás, hogy a tőzsdéről kivezetésre került három vállalat 2018. év során, így 2018. december 31-re vonatkozóan ezen vállalatok nem rendelkeznek kereskedési adatokkal. Az összehasonlító társaságok köréből kikerülő vállalatok: a Sky plc, TDC A/S és az EI Towers S.p.A.. Előbbi két vállalat külső fél által került felvásárlásra, az EI Towers tőzsdére bocsátott részvényei a tulajdonosok által kerültek visszavásárlásra.
- 1.9 A piaci kockázati prémium becslését a 2017-es évhez hasonlóan a Duff & Phelps által készített értékeléssel és tőkeköltséggel kapcsolatos legfrissebb elérhető tanulmány<sup>4</sup>, a Valuation Handbook közzétett besorolásai alapján végeztük el.
- 1.10 A hitelprémiumokat – a korábban alkalmazottakhoz hasonlóan – az egyes összehasonlító társaságok hosszú távú kötvényhozamai és az adott ország kockázatmentes hozamának különbségeként határoztuk meg.
- 1.11 Az adókulcs meghatározásánál számításainkban az általánosan érvényes 9%-os társasági adókulcsot alkalmaztuk.
- 1.12 A számítások eredményeként az egyes távközlési szektorokban a következő WACC értékeket határoztuk meg:

WACC számítás eredményei	2017. december 31.	2018. december 31.
Mobilszolgáltatók (nominál adózás utáni)	6,5% - 7,2%	<b>6.1% - 6.6%</b>
Mobilszolgáltatók (nominál adózás előtti)	7,1% - 7,9%	<b>6.7% - 7.3%</b>

WACC számítás eredményei	2017. december 31.	2018. december 31.
Műsorszórás (nominál adózás utáni)	5,7% - 6,2%	<b>6.3% - 6.7%</b>
Műsorszórás (nominál adózás előtti)	6,3% - 6,8%	<b>6.9% - 7.3%</b>

WACC számítás eredményei	2017. december 31.	2018. december 31.
Vezetékes (nominál adózás utáni)	6,0% - 6,6%	<b>6.3% - 6.8%</b>
Vezetékes (nominál adózás előtti)	6,6% - 7,2%	<b>7% - 7.5%</b>

<sup>3</sup> A Bizottság Közleményének (2019/C 375/01) 31. és 36. bekezdése értelmében ajánlatos a kockázatmentes kamatláb meghatározásakor az adott ország devizájában denominált tízéves államkötvény, öt éves átlagos nominál hozamát alkalmazni, az Eurostat honlapján közzétett adatok alapján. Magyarországon a korábbi években az Államadósság Kezelő Központ adatai alapján a tízéves magyar államkötvény egy éves átlagos nominál hozama alapján került megállapításra a kockázatmentes kamatláb.

<sup>4</sup> Jelentésünk elkészítésekor a legfrissebb elérhető tanulmány a 2017-es adatokra épülő, 2018-ban végzett kutatás

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

A szabályozói előírás változása miatt a 2018-as évre vonatkozó tőkeköltség becslése során, a 2017-es módszertantól eltérően, kockázatmentes kamatlábként a **forintban denominált tízéves államkötvény, ötéves átlagos nominál hozama** került alkalmazásra, a korábbi egy éves átlagos nominál hozam helyett. Az ÁKK honlapján elérhető historikus adatok alapján az éves, átlagos, forintban denominált kockázatmentes kamatláb 3,03% volt 2018-ban, míg az Eurostat honlapján elérhető adatok alapján az ötéves, átlagos, forintban denominált kockázatmentes kamatláb 3,48%.

A kalkulációk alapján a 2017. decemberi Deloitte Jelentéshez képest a **mobilszolgáltatók esetében** csökkent egyedül az adózás előtti és utáni nominális tőkeköltség sávja. Az adózás előtti nominál tőkeköltség sávja szűkült, alsó határa 0,4, a felső határa 0,6 százalékponttal csökkent, így a sáv **6,7%-7,3%** közé becsülhető.

**A földfelszíni műsorszóró vállalatok esetében** a 2017. decemberi Deloitte Jelentéshez képest az adózás előtti nominális tőkeköltség sávja szűkült, alsó határa 0,7, felső határa 0,5 százalékponttal növekedett, így a sáv **6,9%-7,3%** közé becsülhető.

A **vezeték szolgáltatóknál** a 2017. decemberi Deloitte Jelentéshez képest az adózás előtti nominális tőkeköltség sávja szűkült, a sáv alsó határa 0,4, felső határa 0,3 százalékponttal növekedett, így a sáv **7,0%-7,5%** közé becsülhető.

- 1.14 A tőkeköltség változása elsősorban az alábbi tényezőkben bekövetkezett módosulások eredménye:

- A kockázatmentes kamatláb a 2017. decemberi Deloitte Jelentéshez képest 48 bázisponttal emelkedett. Azonban míg 2017-ben az éves, addig 2018-ban, szabályozói előírásra a tízéves, forintban denominált államkötvény ötéves, átlagos nominál hozama került az egyes tőkeköltség számítási modellekbe. Amennyiben a 2018. december 31-i dátumra a korábbi módszertan szerint került volna meghatározásra a kockázatmentes kamatláb értéke, úgy az előző évhez képest a változás minimális, mindössze 3 bázispontos emelkedés lenne.
- A béta a mobilszolgáltatók és a vezeték szolgáltatók esetében rendre 0,21-dal és 0,10-del csökkent, míg a műsorszóró vállalatok esetében 0,06-dal emelkedett a 2017. decemberi Deloitte Jelentéshez képest. A mobilszolgáltatók esetében a béták csökkenése mögött az eszközbeták csökkenése áll, mely a 2018-as évben egy folyamatos csökkenés eredménye. A vezeték szolgáltatók és műsorszóró vállalatok esetében a tőkeköltség meghatározása során alkalmazott összehasonlító társaságok eszközbetája szintén kis mértékben csökkent, a műsorszóró vállalatok esetében azonban az eszközbeták csökkenésénél nagyobb mértékű volt az eladósodottság növekedése.
- A piaci kockázati prémium nem változott, a 2017. decemberi Deloitte Jelentéshez képest. Hasonlóan az előző évhez, a piaci kockázati prémium értéke 6,0% volt.
- A hitelprémiumok (a hitelköltség és a kockázatmentes hozam különbsége) szegmensenként eltérő mértékben, de mindenütt növekedett a 2017. decemberi Deloitte Jelentéshez képest. A mobilszolgáltató vállalatok esetében a hitelprémium 0,3 százalékponttal növekedett, a műsorszóró vállalatok esetében 0,6 százalékponttal, míg a vezeték szolgáltatók esetében a hitelprémium 0,4 százalékponttal emelkedett a 2017. decemberi Deloitte Jelentéshez képest.

- Az egyes távközlési szektorok optimális eladósodottsági mutatója szegmensenként eltérően alakult a 2017. decemberi Deloitte Jelentéshez képest. Az átlagos eladósodottság a mobilszolgáltatók esetében 1,0 százalékponttal, a műsorszóró vállalatok esetében 8,0 százalékponttal növekedett. A vezetékes szolgáltatók esetében 1,5 százalékponttal csökkent az átlagos eladósodottság a 2017. decemberi Deloitte Jelentéshez képest.
- A marginális társasági adókulcs az előző periódushoz képest nem változott. A marginális társasági adókulcs értéke a 2017-es évhez hasonlóan 9% volt 2018-ban.

## 2 Mellékletek

### 1. Melléklet: Részletes WACC táblázatok

Műsorszórás						
WACC paraméterek	2017. december 31.			2018. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
<b>Nominál forint kockázatmentes kamatláb</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,5%</b>
Béta	0,80	0,82	0,84	0,89	0,89	0,88
Piaci kockázati prémium	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
<b>Nominál sajátke-költség</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>
Kockázatmentes kamatláb	3,0%	3,0%	3,0%	3,5%	3,5%	3,5%
Hitelprémium	0,8%	0,7%	0,6%	1,4%	1,3%	1,2%
<b>Nominál hitelköltség</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,7%</b>
Adókulcs	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Eladósodottság (D/(D+E))	48%	43%	39%	57%	52%	47%
Adózás utáni nominál WACC	5,7%	5,9%	6,2%	6,3%	6,5%	6,7%
<b>Adózás előtti nominál WACC</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,3%</b>

  

Mobilszolgáltatók						
WACC paraméterek	2017. december 31.			2018. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
<b>Nominál forint kockázatmentes kamatláb</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,5%</b>
Béta	0,75	0,81	0,87	0,56	0,61	0,65
Piaci kockázati prémium	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
<b>Nominál sajátke-költség</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,2%</b>	<b>6,8%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,4%</b>
Kockázatmentes kamatláb	3,0%	3,0%	3,0%	3,5%	3,5%	3,5%
Hitelprémium	0,6%	0,5%	0,4%	0,9%	0,8%	0,7%
<b>Nominál hitelköltség</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,2%</b>
Adókulcs	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Eladósodottság (D/(D+E))	24%	22%	20%	25%	23%	21%
Adózás utáni nominál WACC	6,5%	6,8%	7,2%	6,1%	6,4%	6,6%
<b>Adózás előtti nominál WACC</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,9%</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,3%</b>

  

Vezetékes szolgáltatók						
WACC paraméterek	2017. december 31.			2018. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
<b>Nominál forint kockázatmentes kamatláb</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,5%</b>
Béta	0,82	0,86	0,90	0,73	0,77	0,80
Piaci kockázati prémium	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
<b>Nominál sajátke-költség</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,4%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,3%</b>
Kockázatmentes kamatláb	3,0%	3,0%	3,0%	3,5%	3,5%	3,5%
Hitelprémium	0,6%	0,5%	0,4%	1,0%	0,9%	0,8%
<b>Nominál hitelköltség</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,3%</b>
Adókulcs	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Eladósodottság (D/(D+E))	42%	38%	34%	40%	37%	33%
Adózás utáni nominál WACC	6,0%	6,3%	6,6%	6,3%	6,6%	6,8%
<b>Adózás előtti nominál WACC</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,5%</b>