



**Szabályozói tőkeköltség-számítás
a távközlési piacon 2011.
december 31-re vonatkozóan**

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

2012. MÁJUS 7.

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 és 2011 során a Deloitte a módosított metodika alapján elvégezte a távközlési szolgáltatókra vonatkozó tőkeköltség számítását 2009. december 31-i és 2010. 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”, valamint „2010. decemberi Deloitte Jelentés” vagy együttesen „Korábbi Jelentések”).

- 1.2 A jelen dokumentum célja az egyes szektorokra készült jelentések eredményének összegzése 2011. december 31-i dátumra, a vezetékes szolgáltatókra, a mobil szolgáltatókra és a földfelszíni műsorszóró vállalatokra vonatkozóan (Továbbiakban: „2011. decemberi Deloitte Jelentések”) a 2010 során felülvizsgált és módosított metodika alapján. Jelen Vezetői Összefoglaló a 2011. decemberi Deloitte Jelentések legfontosabb következtetéseit ismerteti, ennek megfelelően a Vezetői Összefoglaló csak a 2011. 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 belesik. Munkánk során mi is ezt a megközelítést alkalmaztuk.

Módszertani áttekintés

- 1.6 A tőkeköltség kiszámításakor a 2010. 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 befektetései - 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 összehasonlítható 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 A jelentésben a $D/(D+E)$ jelenti az eladósodottság arányát.

- 1.11 A piaci kockázati prémiumok meghatározása során továbbra is az Ibbotson Associates legfrissebb tanulmánya alapján kialakított álláspontot vettük alapul.
- 1.12 Az iparágspecifikus adatok (béta, eladósodottság) becsléséhez a 2010. decemberi Deloitte Jelentésben alkalmazott összehasonlító társaságokat használtuk.²
- 1.13 A méretkockázati prémiumok becslését – az eddigi gyakorlatnak megfelelően – az Ibbotson Associates által közzétett adatok alapján végeztük.
- 1.14 A hitelprémiumokat – a korábban alkalmazottakhoz hasonlóan – az egyes összehasonlító társaságok hosszú távú kötvényhozamai és az adott ország kockázatmentes hozamának különbségeként határoztuk meg.
- 1.15 Az adókulcs meghatározásánál számításainkban az általánosan érvényes 19%, társasági adókulcsot alkalmaztunk. (Itt jegyeznénk meg, hogy a Magyar Országgyűlés 2010. október 18-án törvényt fogadott el az egyes ágazatok terhelő különadóról (2010. évi T/1374 törvényjavaslat), amely érinti a magyar távközlési szektort is. A különadó az elektronikus hírközlési szolgáltatásból származó éves nettó árbevétel alapján kerül kivetésre, és várhatóan 2012 végéig lesz hatályban. Azonban mivel a fizetendő adó mértéke az adott távközlési cég árbevételétől és nem az eredményétől, vagy a tőke nagyságától függ, a WACC számítás során a különadó mértékét nem vettük figyelembe.
- 1.16 Továbbá elemzésünk során nem vettük figyelembe a Széll Kálmán Terv 2.0 részeként bevezetni tervezett távközlési szolgáltatási adót sem.
- 1.17 A számítások eredményeként az egyes távközlési szektorokban a következő WACC értékeket határoztuk meg:

WACC számítás eredményei	Előző Deloitte Jelentések eredményei	2011. december 31-re vonatkozóan
Mobilszolgáltatók (nominál adózás utáni)	2010. december 31. 10,3%-12,0%	10.5% - 12.7%
Mobilszolgáltatók (nominál adózás előtti)	2010. december 31. 12,7%-14,8%	12.9% - 15.7%

WACC számítás eredményei	Előző Deloitte Jelentések eredményei	2011. december 31-re vonatkozóan
Műsorszórás (nominál adózás utáni)	2010. december 31. 9,5%-11,9%	10.2% - 12.6%
Műsorszórás (nominál adózás előtti)	2010. december 31. 11,7%-14,7%	12.6% - 15.6%

WACC számítás eredményei	Előző Deloitte Jelentések eredményei	2011. december 31-re vonatkozóan
Kis vezetékes (nominál adózás utáni)	2010. december 31. 9,6%-10,6%	10% - 11.5%
Kis vezetékes (nominál adózás előtti)	2010. december 31. 11,8%-13,1%	12.4% - 14.1%
Nagy vezetékes (nominál adózás utáni)	2010. december 31. 9,0%-10,2%	9.2% - 10.9%
Nagy vezetékes (nominál adózás előtti)	2010. december 31. 11,1%-12,6%	11.4% - 13.4%

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

A kalkulációk alapján a 2010. decemberi Deloitte Jelentéshez képest az adózás előtti nominális tőkeköltség **a mobilszolgáltató vállalatok esetében 0,2-0,9 százalékponttal emelkedett, ami így 12,9%-15,7% lett.**

A földfelszíni műsorszóró vállalatok esetében a 2010. decemberi Deloitte Jelentéshez képest az adózás előtti nominális tőkeköltség 0,9 százalékponttal emelkedett, ami így 12,6%-15,6% lett.

² Az előző évi jelentéshez képest az összehasonlító társaságok közül kikerültek azon társaságok, amelyeket 2011 során kivezettek a tőzsdéről

A kis vezetékes szolgáltatóknál a 2010. decemberi Deloitte Jelentéshez képest az adózás előtti nominális tőkeköltség 0,6-1,0 százalékponttal emelkedett, ami így **12,4%-14,1%** lett, végül pedig **a nagy vezetékes szolgáltatóknál** 0,3-0,8 százalékponttal emelkedett, ami így **11,4%-13,4%** lett.

- 1.19 A tőkeköltség változása elsősorban az alábbi tényezőkben bekövetkezett módosulások eredménye:
- A kockázatmentes kamatláb a 2010. decemberi jelentéshez képest az akkori 7,3%-ról 40 bázisponttal 7,7%-ra nőtt, ami a tőkeköltség emelkedésének irányába hat;
 - A piaci kockázati prémiumok 50 bázisponttal emelkedtek az előző évhez képest, mely tovább növeli a tőkeköltséget;
 - A béta a mobilszolgáltató és a vezetékes szolgáltatók esetében kis mértékben csökkent, mely részben kompenzálta a kockázatmentes kamatláb emelkedéséből eredő hatást. Ezzel szemben a műsorszórási társaságok esetében a béta kis mértékben emelkedett, mely a tőkeköltség további emelkedését eredményezte;
 - A méretkockázati prémiumok a műsorszórási szolgáltatók kivételével minden szektorban növekedtek.
 - A mobilszolgáltató vállalatok esetében a hitelprémiumok nem változtak. A műsorszórási társaságok esetében a hitelprémiumok emelkedtek, ami a tőkeköltség emelkedésének irányába hatott. Ezzel szemben a vezetékes szolgáltatók esetében a hitelprémiumok kismértékű csökkenése tapasztalható, ami részben kompenzálta a kockázatmentes kamatláb emelkedéséből eredő hatást.
 - Az eladósodottsági mutatók kisebb-nagyobb mértékben, de minden kategóriában emelkedtek, mely a tőkeköltség csökkenésének irányába hat.;

Melléklet - Részletes WACC táblázatok

Mobilszolgáltatók WACC paraméterek	2010. december 31.			2011. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	7.3%	7.3%	7.3%	7.7%	7.7%	7.7%
Béta	0.64	0.70	0.76	0.60	0.66	0.71
Piaci kockázati prémium	5.6%	5.6%	5.6%	6.1%	6.1%	6.1%
Méretkockázati prémium	0.0%	0.6%	1.2%	0.0%	0.9%	1.8%
Nominál sajátőke költség	10.9%	11.8%	12.7%	11.4%	12.6%	13.8%
Kockázatmentes kamtláb	7.3%	7.3%	7.3%	7.7%	7.7%	7.7%
Hitelprémium	0.5%	0.4%	0.3%	0.5%	0.4%	0.3%
Nominál hitelköltség	7.8%	7.7%	7.6%	8.2%	8.1%	8.0%
Adókulcs	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Eladósodottság (D/(D+E))	13%	12%	11%	19%	17%	15%
Adózás utáni nominál WACC	10.3%	11.1%	12.0%	10.5%	11.6%	12.7%
Adózás előtti nominál WACC	12.7%	13.8%	14.8%	12.9%	14.3%	15.7%

Műsorszórás WACC paraméterek	2010. december 31.			2011. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	7.3%	7.3%	7.3%	7.7%	7.7%	7.7%
Béta	0.75	0.79	0.82	0.77	0.80	0.83
Piaci kockázati prémium	5.6%	5.6%	5.6%	6.1%	6.1%	6.1%
Méretkockázati prémium	0.0%	1.4%	2.9%	0.0%	1.5%	2.9%
Nominál sajátőke költség	11.5%	13.1%	14.8%	12.4%	14.0%	15.7%
Kockázatmentes kamtláb	7.3%	7.3%	7.3%	7.7%	7.7%	7.7%
Hitelprémium	1.3%	1.2%	1.1%	1.7%	1.6%	1.5%
Nominál hitelköltség	8.6%	8.5%	8.4%	9.4%	9.3%	9.2%
Adókulcs	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Eladósodottság (D/(D+E))	44%	40%	36%	46%	42%	37%
Adózás utáni nominál WACC	9.5%	10.6%	11.9%	10.2%	11.3%	12.6%
Adózás előtti nominál WACC	11.7%	13.1%	14.7%	12.6%	14.0%	15.6%

Kis vezetékse szolgáltatók WACC paraméterek	2010. december 31.			2011. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	7.3%	7.3%	7.3%	7.7%	7.7%	7.7%
Béta	0.51	0.54	0.57	0.47	0.50	0.52
Piaci kockázati prémium	5.6%	5.6%	5.6%	6.1%	6.1%	6.1%
Méretkockázati prémium	0.9%	1.3%	1.7%	1.3%	2.0%	2.7%
Nominál sajátőke költség	11.0%	11.6%	12.2%	11.9%	12.7%	13.5%
Kockázatmentes kamtláb	7.3%	7.3%	7.3%	7.7%	7.7%	7.7%
Hitelprémium	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%
Nominál hitelköltség	8.5%	8.4%	8.3%	8.7%	8.6%	8.5%
Adókulcs	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Eladósodottság (D/(D+E))	36%	33%	29%	38%	35%	31%
Adózás utáni nominál WACC	9.6%	10.1%	10.6%	10.0%	10.7%	11.5%
Adózás előtti nominál WACC	11.8%	12.4%	13.1%	12.4%	13.2%	14.1%

Nagy vezetékes szolgáltatók WACC paraméterek	2010. december 31.			2011. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	7.3%	7.3%	7.3%	7.7%	7.7%	7.7%
Béta	0.51	0.54	0.57	0.47	0.50	0.52
Piaci kockázati prémium	5.6%	5.6%	5.6%	6.1%	6.1%	6.1%
Méretkockázati prémium	0.0%	0.6%	1.2%	0.0%	0.9%	1.8%
Nominál sajátőke költség	10.2%	10.9%	11.7%	10.6%	11.6%	12.7%
Kockázatmentes kamtláb	7.3%	7.3%	7.3%	7.7%	7.7%	7.7%
Hitelprémium	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%
Nominál hitelköltség	8.5%	8.4%	8.3%	8.7%	8.6%	8.5%
Adókulcs	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Eladósodottság (D/(D+E))	36%	33%	29%	38%	35%	31%
Adózás utáni nominál WACC	9.0%	9.6%	10.2%	9.2%	10.0%	10.9%
Adózás előtti nominál WACC	11.1%	11.8%	12.6%	11.4%	12.4%	13.4%