



**Szabályozói tőkeköltség-számítás
a távközlési piacon 2012.
december 31-re vonatkozóan**

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

2013. MÁJUS 10.

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 és 2012 során a Deloitte a módosított metodika alapján elvégezte a távközlési szolgáltatókra vonatkozó tőkeköltség számítását 2009. december 31-i, 2010. december 31-i és 2011. 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”, valamint „2011. decemberi Deloitte Jelentés” vagy együttesen „Korábbi Jelentések”).

- 1.2 A jelen dokumentum célja az egyes szektorokra készült jelentések eredményének összegzése 2012. december 31-i dátumra, a vezetékes szolgáltatókra, a mobil szolgáltatókra és a földfelszíni műsorszóró vállalatokra vonatkozóan (Továbbiakban: „2012. decemberi Deloitte Jelentések”, vagy Jelentés) a 2010 során felülvizsgált és módosított metodika alapján. Jelen Vezetői Összefoglaló a 2012. decemberi Deloitte Jelentések legfontosabb következtetéseit ismerteti, ennek megfelelően a Vezetői Összefoglaló csak a 2012. 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 2011. 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:

$$K_{e,nominal} = R_{f,nominal} + \beta_2 * ERP + SRP, \text{ ahol:}$$

- $R_{f,nominal}$: 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:

$$K_{d,nominal} = R_{f,nominal} + \text{Hitelprémium}, \text{ ahol:}$$

- $R_{f,nominal}$: 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;

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

Alkalmazott módszertan

- 1.10 Kockázatmentes kamatlábként a forintban denominált 10 éves magyar államkötvény (egy éves átlagos) nominál hozamát alkalmaztuk.
- 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 2011. 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 került kivetésre, és 2012 végéig volt 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 2012. július 1-én hatályba lépett távközlési szolgáltatási adót, illetve a 2013. január 1-jétől hatályos közművezeték adót sem.
- 1.17 A számítások eredményeként az egyes távközlési szektorokban a következő WACC értékeket határoztuk meg:

WACC számítás eredményei	Előző Deloitte Jelentések eredményei		2012. december 31-re vonatkozóan
Mobilszolgáltatók (nominál adózás utáni)	2011. december 31.	10.5% - 12.7%	10.5% - 12.5%
Mobilszolgáltatók (nominál adózás előtti)	2011. december 31.	12.9% - 15.7%	13.0% - 15.5%

WACC számítás eredményei	Előző Deloitte Jelentések eredményei		2012. december 31-re vonatkozóan
Műsorszórás (nominál adózás utáni)	2011. december 31.	10.2% - 12.6%	10.2% - 12.6%
Műsorszórás (nominál adózás előtti)	2011. december 31.	12.6% - 15.6%	12.6% - 15.5%

WACC számítás eredményei	Előző Deloitte Jelentések eredményei		2012. december 31-re vonatkozóan
Kis vezetékes (nominál adózás utáni)	2011. december 31.	10.0% - 11.5%	10.2% - 11.7%
Kis vezetékes (nominál adózás előtti)	2011. december 31.	12.4% - 14.1%	12.6% - 14.5%
Nagy vezetékes (nominál adózás utáni)	2011. december 31.	9.2% - 10.9%	9.3% - 11.0%
Nagy vezetékes (nominál adózás előtti)	2011. december 31.	11.4% - 13.4%	11.5% - 13.5%

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

² Az előző évi jelentéshez képest az összehasonlító társaságok közül kikerült két társaság (felvásárlás eredményeképpen). A tevékenységi profil hasonlósága alapján bekerült az egyik felvásárló vállalat a műsorelosztó összehasonlító társaságok csoportjába.

Össességében véve az egyes szektorokban a sávok csak kis mértékben változtak a 2011. decemberi Deloitte Jelentéshez képest.

A kalkulációk alapján a 2011. decemberi Deloitte Jelentéshez képest az adózás előtti nominális tőkekölség sávja **a mobilszolgáltató vállalatok esetében kis mértékben szűkült**, a sáv alsó határa 0,1 százalékponttal emelkedett, a sáv felső határa 0,2 százalékponttal csökkent, így a sáv **13,0%-15,5%** lett.

A földfelszíni műsorszórási vállalatok esetében a 2011. decemberi Deloitte Jelentéshez képest az adózás előtti nominális tőkekölség felső határa 0,1 százalékponttal csökkent, ami így **12,6%-15,5%** lett.

A kis vezetékes szolgáltatóknál a 2011. decemberi Deloitte Jelentéshez képest az adózás előtti nominális tőkekölség 0,2-0,4 százalékponttal emelkedett, ami így **12,6%-14,5%** lett, végül pedig **a nagy vezetékes szolgáltatóknál** 0,1 százalékponttal emelkedett, ami így **11,5%-13,5%** lett.

- 1.19 A tőkekölség változása elsősorban az alábbi tényezőkben bekövetkezett módosulások eredménye:
- A kockázatmentes kamatláb a 2011. decemberi jelentéshez képest az akkori 7,7%-ról 20 bázisponttal 7,9%-ra nőtt, ami a tőkekölség emelkedésének irányába hatott;
 - A piaci kockázati prémiumok 10 bázisponttal emelkedtek az előző évhez képest, mely tovább növelte a tőkekölséget;
 - A béta a műsorszórási és a vezetékes szolgáltatók esetében kis mértékben csökkent, mely részben kompenzálta a kockázatmentes kamatláb emelkedéséből eredő hatást. Ezzel szemben a mobilszolgáltató társaságok esetében a béta kis mértékben emelkedett, mely a tőkekölség növekedésének irányába hatott;
 - A méretkockázati prémiumok a mobilszolgáltatók és nagy vezetékes szolgáltatók esetében nem változtak. A kis vezetékes szolgáltatóknál a kismértékű emelkedést a méretkockázati besorolás módosítása okozta. A műsorszórási szolgáltatóknál pedig kismértékű csökkenés volt jellemző, abból kifolyólag, hogy minden kategória méretkockázati prémieuma csökkent;
 - A mobilszolgáltató vállalatok esetében a hitelprémiumok nem változtak. A műsorszórási társaságok esetében a hitelprémiumok csökkentek, ami részben kompenzálta az eladósodottság csökkenésének hatásait. Ezzel szemben a vezetékes szolgáltatók esetében a hitelprémiumok kismértékű csökkenése volt tapasztalható, ami részben kompenzálta a kockázatmentes kamatláb emelkedéséből eredő hatást;
 - Az eladósodottsági mutatók kis mértékben csökkentek a műsorszórási és a vezetékes szolgáltatók esetében, amely tényező a tőkekölség növekedésének irányába hatott. Ezzel szemben a mobilszolgáltató társaságok eladósodottsági mutatója emelkedett, ami a tőkekölség csökkenését eredményezte.

Melléklet - Részletes WACC táblázatok

Mobilszolgáltatók

WACC paraméterek	2011. december 31.			2012. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	7.7%	7.7%	7.7%	7.9%	7.9%	7.9%
Béta	0.60	0.66	0.71	0.62	0.67	0.71
Piaci kockázati prémium	6.1%	6.1%	6.1%	6.2%	6.2%	6.2%
Méretkockázati prémium	0.0%	0.9%	1.8%	0.0%	0.9%	1.8%
Nominál sajátke-költség	11.4%	12.6%	13.8%	11.8%	12.9%	14.1%
Kockázatmentes kamatláb	7.7%	7.7%	7.7%	7.9%	7.9%	7.9%
Hitelprémium	0.5%	0.4%	0.3%	0.5%	0.4%	0.3%
Nominál hitelköltség	8.2%	8.1%	8.0%	8.4%	8.3%	8.2%
Adókulcs	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Eladósodottság (D/(D+E))	19%	17%	15%	25%	23%	21%
Adózás utáni nominál WACC	10.5%	11.6%	12.7%	10.5%	11.5%	12.5%
Adózás előtti nominál WACC	12.9%	14.3%	15.7%	13.0%	14.2%	15.5%

Műsorszórás

WACC paraméterek	2011. december 31.			2012. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	7.7%	7.7%	7.7%	7.9%	7.9%	7.9%
Béta	0.77	0.80	0.83	0.73	0.76	0.79
Piaci kockázati prémium	6.1%	6.1%	6.1%	6.2%	6.2%	6.2%
Méretkockázati prémium	0.0%	1.5%	2.9%	0.0%	1.4%	2.8%
Nominál sajátke-költség	12.4%	14.0%	15.7%	12.4%	14.0%	15.6%
Kockázatmentes kamatláb	7.7%	7.7%	7.7%	7.9%	7.9%	7.9%
Hitelprémium	1.7%	1.6%	1.5%	1.1%	1.0%	0.9%
Nominál hitelköltség	9.4%	9.3%	9.2%	9.0%	8.9%	8.8%
Adókulcs	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Eladósodottság (D/(D+E))	46%	42%	37%	44%	40%	36%
Adózás utáni nominál WACC	10.2%	11.3%	12.6%	10.2%	11.3%	12.6%
Adózás előtti nominál WACC	12.6%	14.0%	15.6%	12.6%	14.0%	15.5%

Kis vezetékes szolgáltatók

WACC paraméterek	2011. december 31.			2012. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	7.7%	7.7%	7.7%	7.9%	7.9%	7.9%
Béta	0.47	0.50	0.52	0.44	0.47	0.49
Piaci kockázati prémium	6.1%	6.1%	6.1%	6.2%	6.2%	6.2%
Méretkockázati prémium	1.3%	2.0%	2.7%	1.4%	2.1%	2.8%
Nominál sajátke-költség	11.9%	12.7%	13.5%	12.0%	12.9%	13.7%
Kockázatmentes kamatláb	7.7%	7.7%	7.7%	7.9%	7.9%	7.9%
Hitelprémium	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%	0.7%
Nominál hitelköltség	8.7%	8.6%	8.5%	8.8%	8.7%	8.6%
Adókulcs	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Eladósodottság (D/(D+E))	38%	35%	31%	37%	33%	30%
Adózás utáni nominál WACC	10.0%	10.7%	11.5%	10.2%	10.9%	11.7%
Adózás előtti nominál WACC	12.4%	13.2%	14.1%	12.6%	13.5%	14.5%

Nagy vezetékes szolgáltatók

WACC paraméterek	2011. december 31.			2012. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	7.7%	7.7%	7.7%	7.9%	7.9%	7.9%
Béta	0.47	0.50	0.52	0.44	0.47	0.49
Piaci kockázati prémium	6.1%	6.1%	6.1%	6.2%	6.2%	6.2%
Méretkockázati prémium	0.0%	0.9%	1.8%	0.0%	0.9%	1.7%
Nominál sajátke-költség	10.6%	11.6%	12.7%	10.6%	11.7%	12.7%
Kockázatmentes kamatláb	7.7%	7.7%	7.7%	7.9%	7.9%	7.9%
Hitelprémium	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%	0.7%
Nominál hitelköltség	8.7%	8.6%	8.5%	8.8%	8.7%	8.6%
Adókulcs	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Eladósodottság (D/(D+E))	38%	35%	31%	37%	33%	30%
Adózás utáni nominál WACC	9.2%	10.0%	10.9%	9.3%	10.1%	11.0%
Adózás előtti nominál WACC	11.4%	12.4%	13.4%	11.5%	12.5%	13.5%