



**Szabályozói tőkeköltség-számítás
a távközlési piacon 2015.
december 31-re vonatkozóan**

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

2016. JÚLIUS 21.

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, 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, 2014 és 2015 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, 2012. december 31-i, 2013. december 31-i és 2014. 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”, „2013. decemberi Deloitte Jelentés”, valamint „2014. decemberi Deloitte Jelentés” vagy együttesen „Korábbi Jelentések”).

- 1.2 A jelen dokumentum célja az egyes szektorokra készült jelentések eredményének összegzése 2015. december 31-i dátumra, a vezetékes szolgáltatókra, a mobil szolgáltatókra és a földfelszíni műsorszóró vállalatokra vonatkozóan (Továbbiakban: „2015. decemberi Deloitte Jelentések”, vagy „Jelentés”) a 2010 során felülvizsgált és módosított metodika alapján. Jelen Vezetői Összefoglaló a 2015. decemberi Deloitte Jelentések legfontosabb következtetéseit ismerteti, ennek megfelelően a Vezetői Összefoglaló csak a 2015. decemberi Deloitte Jelentésekkel együtt értelmezhető.

A dokumentum alkalmazása és korlátozások

- 1.3 Az NMHH számára nyújtott, tőkeköltségre vonatkozó tanácsadás során teljes mértékben a nyilvánosan hozzáférhető adatokra, valamint az 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 2014. 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:

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

- $R_{\text{nominál}}$: 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:

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

- $R_{\text{nominál}}$: 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 A jelentésben a $D/(D+E)$ jelenti az eladósodottság arányát.

- 1.11 Az iparágspecifikus adatok (béta, eladósodottság) becsléséhez a 2014. decemberi Deloitte Jelentésben alkalmazott összehasonlító társaságokat használtuk, kivéve, hogy a Pharol SGPS SA-t (korábban Portugal Telecom) – a tavalyi évvel ellentétben – bevontuk az összehasonlító társaságok körébe. A céget 2014. folyamán jelentős átalakulások érintették, 2015. évben azonban nem történt olyan materiális változás, ami indokolná az összehasonlító társaságok köréből való kivételt. A Sky Deutschland GmbH-t (korábban Sky Deutschland AG) pedig kivettük az összehasonlító társaságok köréből, tekintettel arra, hogy a társaság jogi formája 2015. november 25-én megváltozott (részvénytársaságból korlátolt felelősségű társaság).
- 1.12 A piaci kockázati prémium, valamint a méretkockázati prémiumok becslését a 2015-ös évhez hasonlóan a Duff & Phelps által készített értékeléssel és tőkeköltséggel kapcsolatos tanulmány, a Valuation Handbook 2016-ban közzétett besorolásai alapján végeztük el.
- 1.13 A hitelprémiumokat – a korábban alkalmazottakhoz hasonlóan - az egyes összehasonlító társaságok hosszú távú kötvényhozamai és az adott ország kockázatmentes hozamának különbségeként határoztuk meg.
- 1.14 Az adókulcs meghatározásánál számításainkban az általánosan érvényes 19%-os társasági adókulcsot alkalmaztuk.
- 1.15 A számítások eredményeként az egyes távközlési szektorokban a következő WACC értékeket határoztuk meg:

WACC számítás eredményei	Korábbi Deloitte Jelentések eredményei		2015. december 31-re vonatkozóan
Mobilszolgáltatók (nominál adózás utáni)	2014. december 31.	7.8% - 9.9%	6.4% - 8.4%
Mobilszolgáltatók (nominál adózás előtti)	2014. december 31.	9.7% - 12.2%	7.9% - 10.4%

WACC számítás eredményei	Korábbi Deloitte Jelentések eredményei		2015. december 31-re vonatkozóan
Műsorszórás (nominál adózás utáni)	2014. december 31.	7.4% - 9.9%	5.6% - 7.8%
Műsorszórás (nominál adózás előtti)	2014. december 31.	9.1% - 12.2%	6.9% - 9.6%

WACC számítás eredményei	Korábbi Deloitte Jelentések eredményei		2015. december 31-re vonatkozóan
Kis vezetékes (nominál adózás utáni)	2014. december 31.	7.6% - 9.2%	6.2% - 7.6%
Kis vezetékes (nominál adózás előtti)	2014. december 31.	9.4% - 11.3%	7.7% - 9.4%
Nagy vezetékes (nominál adózás utáni)	2014. december 31.	6.8% - 8.5%	5.4% - 7%
Nagy vezetékes (nominál adózás előtti)	2014. december 31.	8.3% - 10.5%	6.7% - 8.6%

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

Összességében véve valamennyi szektorban csökkentek a sávok a 2014. decemberi Deloitte Jelentéshez képest.

A kalkulációk alapján a 2014. decemberi Deloitte Jelentéshez képest **a nagy vezetékes szolgáltató vállalatok esetében** csökkent legkisebb mértékben az adózás előtti nominális tőkeköltség sávja; a sáv alsó határa 1,6 százalékponttal, felső határa 1,9 százalékponttal csökkent, így a sáv **6,7%-8,6%** lett. **A kis vezetékes szolgáltatóknál** a 2014. decemberi Deloitte Jelentéshez képest az adózás előtti nominális tőkeköltség 1,7 – 1,9 százalékponttal csökkent, ami így **7,7%-9,4%** lett.

A mobilszolgáltató vállalatok esetében a 2014. decemberi Deloitte Jelentéshez képest az adózás előtti nominális tőkeköltség alsó és felső határa egyaránt 1,8 százalékponttal csökkent, ami így **7,9%-10,4%** lett.

A földfelszíni műsorszóró vállalatok esetében a 2014. decemberi Deloitte Jelentéshez képest az adózás előtti nominális tőkeköltség 2,2 – 2,6 százalékponttal csökkent, ami így **6,9%-9,6%** lett.

- 1.17 A tőkeköltség változása elsősorban az alábbi tényezőkben bekövetkezett módosulások eredménye:
- A kockázatmentes kamatláb a 2014. decemberi Deloitte Jelentéshez képest az akkori 4,9%-ról 150 bázisponttal 3,4%-ra csökkent, ami a tőkeköltség csökkenésének irányába hatott;
 - A béta a földfelszíni műsorszóró vállaltok és a mobilszolgáltató vállaltok esetében csökkent, rendre 0,11-gyel és 0,01-gyel. A vezetékes szolgáltatók bétája 0,03-mal emelkedett a 2014. decemberi Deloitte Jelentéshez képest.
 - A piaci kockázati prémium a 2014. decemberi Deloitte Jelentéshez képest az akkori 6,2%-ról 20 bázisponttal 6,0%-ra csökkent. A méretkockázati prémiumok a Duff & Phelps Valuation Handbook 2016-ban közzétett besorolásai alapján kismértékben (átlagosan 0,12 százalékponttal) csökkentek valamennyi szegmensben.
 - A hitelprémiumok (a hitelköltség és a kockázatmentes hozam különbsége) minden távközlési szektor esetében kis mértékben növekedtek a 2014. decemberi Deloitte Jelentéshez képest. A műsorszóró társaságok esetében 20 bázisponttal, a vezetékes szolgáltatók esetében 40 bázisponttal, míg a mobilszolgáltatóknál mintegy 50 bázisponttal emelkedett a hitelprémium.
 - Az egyes távközlési szektorok optimális eladósodottsági mutatója nem változott jelentősen: mobilszolgáltatók esetében 1 százalékponttal csökkent, vezetékes szolgáltatóknál 2 százalékponttal, míg a földfelszíni műsorszóróknál 1 százalékponttal emelkedett.

Melléklet - Részletes WACC táblázatok

Műsorszórás

WACC paraméterek	2014. december 31.			2015. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	4.9%	4.9%	4.9%	3.4%	3.4%	3.4%
Béta	0.75	0.79	0.83	0.65	0.68	0.71
Piaci kockázati prémium	6.2%	6.2%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%
Méretkockázati prémium	0.0%	1.3%	2.7%	0.0%	1.3%	2.5%
Nominál sajáttőke-költség	9.6%	11.2%	12.8%	7.3%	8.8%	10.2%
Kockázatmentes kamatláb	4.9%	4.9%	4.9%	3.4%	3.4%	3.4%
Hitelprémium	0.4%	0.3%	0.2%	0.6%	0.5%	0.4%
Nominál hitelköltség	5.3%	5.2%	5.1%	4.0%	3.9%	3.8%
Adókulcs	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Eladósodottság (D/(D+E))	41%	37%	34%	42%	38%	34%
Adózás utáni nominál WACC	7.4%	8.6%	9.9%	5.6%	6.6%	7.8%
Adózás előtti nominál WACC	9.1%	10.6%	12.2%	6.9%	8.2%	9.6%

Mobilszolgáltatók

WACC paraméterek	2014. december 31.			2015. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	4.9%	4.9%	4.9%	3.4%	3.4%	3.4%
Béta	0.65	0.71	0.76	0.64	0.70	0.75
Piaci kockázati prémium	6.2%	6.2%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%
Méretkockázati prémium	0.0%	0.9%	1.7%	0.0%	0.8%	1.6%
Nominál sajáttőke-költség	8.9%	10.1%	11.3%	7.3%	8.4%	9.5%
Kockázatmentes kamatláb	4.9%	4.9%	4.9%	3.4%	3.4%	3.4%
Hitelprémium	0.5%	0.4%	0.3%	1.0%	0.9%	0.8%
Nominál hitelköltség	5.4%	5.3%	5.2%	4.4%	4.3%	4.2%
Adókulcs	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Eladósodottság (D/(D+E))	25%	22%	20%	23%	21%	19%
Adózás utáni nominál WACC	7.8%	8.8%	9.9%	6.4%	7.4%	8.4%
Adózás előtti nominál WACC	9.7%	10.9%	12.2%	7.9%	9.1%	10.4%

Nagy vezetékes szolgáltatók

WACC paraméterek	2014. december 31.			2015. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	4.9%	4.9%	4.9%	3.4%	3.4%	3.4%
Béta	0.53	0.56	0.59	0.56	0.59	0.62
Piaci kockázati prémium	6.2%	6.2%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%
Méretkockázati prémium	0.0%	0.9%	1.7%	0.0%	0.8%	1.6%
Nominál sajáttőke-költség	8.2%	9.2%	10.3%	6.8%	7.8%	8.8%
Kockázatmentes kamatláb	4.9%	4.9%	4.9%	3.4%	3.4%	3.4%
Hitelprémium	0.1%	0.0%	-0.1%	0.5%	0.4%	0.3%
Nominál hitelköltség	5.0%	4.9%	4.8%	3.9%	3.8%	3.7%
Adókulcs	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Eladósodottság (D/(D+E))	35%	32%	29%	38%	34%	31%
Adózás utáni nominál WACC	6.8%	7.6%	8.5%	5.4%	6.2%	7.0%
Adózás előtti nominál WACC	8.3%	9.4%	10.5%	6.7%	7.6%	8.6%

Kis vezetékes szolgáltatók

WACC paraméterek	2014. december 31.			2015. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	4.9%	4.9%	4.9%	3.4%	3.4%	3.4%
Béta	0.53	0.56	0.59	0.56	0.59	0.62
Piaci kockázati prémium	6.2%	6.2%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%
Méretkockázati prémium	1.3%	2.0%	2.7%	1.3%	1.9%	2.5%
Nominál sajáttőke-költség	9.6%	10.4%	11.3%	8.1%	8.9%	9.7%
Kockázatmentes kamatláb	4.9%	4.9%	4.9%	3.4%	3.4%	3.4%
Hitelprémium	0.1%	0.0%	-0.1%	0.5%	0.4%	0.3%
Nominál hitelköltség	5.0%	4.9%	4.8%	3.9%	3.8%	3.7%
Adókulcs	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Eladósodottság (D/(D+E))	35%	32%	29%	38%	34%	31%
Adózás utáni nominál WACC	7.6%	8.4%	9.2%	6.2%	6.9%	7.6%
Adózás előtti nominál WACC	9.4%	10.3%	11.3%	7.7%	8.5%	9.4%