

**Szabályozói tőkeköltség-
számítás a távközlési piacon
2017. december 31-re
vonatkozóan**

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

1 Vezetői Összefoglaló

A dokumentum háttere és célja

- 1.1 A Deloitte Üzletviteli és Vezetési Tanácsadó Zrt. („Deloitte”) - a korábbi évek gyakorlatának megfelelően – 2018-ra vonatkozóan is elkészítette tanácsadói javaslatát 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 2017. december 31-i dátumra, a vezetékes szolgáltatókra, a mobil szolgáltatókra és a földfelszíni műsorszóró vállalatokra vonatkozóan **az irányadó Európai Bizottsági¹ és BEREC² állásfoglalásoknak megfelelően felülvizsgált és módosított metodika alapján**. Jelen Vezetői Összefoglaló a 2017. decemberi Deloitte Jelentések legfontosabb következtetéseit ismerteti az Európai Bizottság és BEREC méretkockázati prémiumot³ érintő állásfoglalása tükrében.

Módszertani áttekintés

- 1.3 A tőkeköltség kiszámításakor a 2017. decemberi Deloitte Jelentésben is alkalmazott képletek kerültek alkalmazásra, azzal az eltéréssel, hogy nem alkalmaztunk méretkockázati prémiumot (SRP) a Bizottság és a BEREC állásfoglalásának megfelelően.
- 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 értéke⁴; 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;
- β_2 : iparági béta;

¹ A Bizottság Ajánlása a HU/2018/2107. sz. ügyben (helyhez kötött magas minőségű hozzáférés nagykereskedelmi biztosítása Magyarország területén) az elektronikus hírközlő hálózatok és elektronikus hírközlési szolgáltatások közös keretszabályozásáról szóló, 2002. március 7-i 2002/21/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv („keretirányelv”) 7a. cikkével összhangban (Brüsszel, 17.12.2018 C(2018) 8500 final)

² BEREC Opinion on Phase II investigation pursuant to Article 7a of Directive 2002/21/EC as amended by Directive 2009/140/EC: Case HU/2018/2107 (BoR (18) 205)

³ A Bizottság és a BEREC álláspontja szerint nem indokolt a béta érték kiszámítása során méretkockázati prémium alkalmazása. Ennek következtében nem kerülnek megkülönböztetésre a kis és nagy vezetékes szolgáltatók a továbbiakban, ezért a vezetékes szolgáltatókra egy egységes érték került meghatározásra.

⁴ A jelentésben a $\frac{D}{(D+E)}$ jelenti az eladósodottság arányát.

- *ERP*: piaci kockázati prémium.

1.6 A nominális hitelköltség számítása az alábbiak szerint történik:

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

- $R_{f_{nominál}}$: 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 10 éves magyar államkötvény (egy éves átlagos) nominál hozamát alkalmaztuk.
- 1.8 Az ipárgspecifikus adatok (béta, eladósodottság) becsléséhez a 2016. decemberi Deloitte Jelentésben alkalmazott összehasonlító társaságokat használtuk.
- 1.9 A piaci kockázati prémium becslését a 2016-os évhez hasonlóan a Duff & Phelps által készített értékeléssel és tőkeköltséggel kapcsolatos legfrissebb elérhető tanulmány⁵, 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. vonatkozóan
Mobilszolgáltatók (nominál adózás utáni)	6,5% - 7,2%
Mobilszolgáltatók (nominál adózás előtti)	7,1% - 7,9%

WACC számítás eredményei	2017. december. 31. vonatkozóan
Műsorszórás (nominál adózás utáni)	5,7% - 6,2%
Műsorszórás (nominál adózás előtti)	6,3% - 6,8%

WACC számítás eredményei	2017. december. 31. vonatkozóan
Vezetékes (nominál adózás utáni)	6,0% - 6,6%
Vezetékes (nominál adózás előtti)	6,6% - 7,2%

⁵ Jelentésünk elkészítésekor a legfrissebb elérhető tanulmány a 2016-os adatokra épülő, 2017-ben végzett kutatás

- 1.13 Az egyes kalkulációk levezetését és a források bemutatását a részletes szektoronkénti jelentések tartalmazzák.
- 1.14 A tőkeköltség változása elsősorban az alábbi tényezőkben bekövetkezett módosulások eredménye:
- A kockázatmentes kamatláb a 2016. decemberi Deloitte Jelentéshez képest további 20 bázisponttal csökkent, amely megegyezik a megelőző évben tapasztalt csökkenés mértékével, így a kamatláb 3,2%-ról 3,0%-ra csökkent.
 - A béta a műsorszóró vállalatok és a vezetékes szolgáltatók esetében rendre 0,04-dal és 0,09-dal emelkedett, míg a mobilszolgáltatók esetében 0,02-dal csökkent a 2016. decemberi Deloitte Jelentéshez képest.
 - A piaci kockázati prémium 0,1 százalékponttal csökkent a 2016. decemberi Deloitte Jelentéshez képest.
 - A méretkockázati prémium kikerült a képletből.
 - A hitelprémiumok (a hitelköltség és a kockázatmentes hozam különbsége) szegmensenként eltérően alakult a 2016. decemberi Deloitte Jelentéshez képest. A mobilszolgáltató vállalatok esetében a hitelprémium 0,1 százalékponttal növekedett, míg a műsorszóró vállalatok esetében 0,1 százalékponttal csökkent. A vezetékes szolgáltatók esetében a hitelprémium nem változott a 2016. decemberi Deloitte Jelentéshez képest.
 - Az egyes távközlési szektorok optimális eladósodottsági mutatója szegmensenként eltérően alakult a 2016. decemberi Deloitte Jelentéshez képest. Általánosságban elmondható, hogy az átlagos eladósodottsági mutatók minden szegmensben vagy stagnáltak, vagy csökkentek. A átlagos eladósodottság a mobilszolgáltatók esetében 0,9 százalékponttal csökkent, a műsorszóró vállalatok esetében nem változott, a vezetékes szolgáltatók esetében 0,9 százalékponttal csökkent a 2016. decemberi Deloitte Jelentéshez képest.
 - A marginális társasági adókulcs az előző periódushoz képest 19%-ról, 10 százalékponttal, 9%-ra csökkent, ez a változás jelentősen hozzájárult az adózás előtti nominális tőkeköltség csökkenéséhez.

2 Mellékletek

Részletes WACC táblázatok

Műsorszórás

WACC paraméterek	2017. december. 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	3,0%	3,0%	3,0%
Béta	0,80	0,82	0,84
Piaci kockázati prémium	6,0%	6,0%	6,0%
Nominál sajáttőke-költség	7,8%	7,9%	8,0%
Kockázatmentes forint kamatláb	3,0%	3,0%	3,0%
Hitelprémium	0,8%	0,7%	0,6%
Nominál hitelköltség	3,8%	3,7%	3,6%
Adókulcs	9%	9%	9%
Eladósodottság (D/(D+E))	48%	43%	39%
Adózás utáni nominál WACC	5,7%	5,9%	6,2%
Adózás előtti nominál WACC	6,3%	6,5%	6,8%

Mobilszolgáltatók

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

Vezetékes szolgáltatók

WACC paraméterek	2017. december. 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	3,0%	3,0%	3,0%
Béta	0,82	0,86	0,90
Piaci kockázati prémium	6,0%	6,0%	6,0%
Nominál sajáttőke-költség	7,9%	8,1%	8,4%
Kockázatmentes forint kamatláb	3,0%	3,0%	3,0%
Hitelprémium	0,6%	0,5%	0,4%
Nominál hitelköltség	3,6%	3,5%	3,4%
Adókulcs	9%	9%	9%
Eladósodottság (D/(D+E))	42%	38%	34%
Adózás utáni nominál WACC	6,0%	6,3%	6,6%
Adózás előtti nominál WACC	6,6%	6,9%	7,2%