

**Szabályozói tőkeköltség-
számítás a távközlési piacon
2019. december 31-re
vonatkozóan**

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

2020. JÚNIUS 22.

1 Vezetői Összefoglaló

A dokumentum háttere és célja

- 1.1 A Deloitte Üzletviteli és Vezetési Tanácsadó Zrt. („Deloitte”) - a korábbi évek gyakorlatának megfelelően - 2019. december 31-i dátumra is elkészítette tanácsadói javaslatának tervezetét („Jelentés”) a Nemzeti Média- és Hírközlési Hatóság („NMHH”) számára a távközlési szolgáltatókra vonatkozó tőkekölség számításra.
- 1.2 A jelen dokumentum célja az egyes szektorokra készült jelentések eredményének összegzése 2019. december 31-i dátumra, a vezetékes szolgáltatókra, a mobil szolgáltatókra és a földfelszíni műsorszóró vállalatokra vonatkozóan **az irányadó Európai Bizottsági Közleménynek¹ megfelelően felülvizsgált és módosított metodika alapján**. Jelen Vezetői Összefoglaló a 2019. decemberi Deloitte Jelentések legfontosabb következtetéseit ismerteti.

Módszertani áttekintés

- 1.3 A tőkekölség kiszámításakor a 2018. december 31-i időpontra vonatkozó tőkekölségszámítás (továbbiakban: „2018. decemberi Deloitte Jelentés”) során is alkalmazott képleteket használtuk, a Bizottság és a BEREC állásfoglalásának megfelelően a kockázatmentes kamatláb becslésére öt éves időtáv került alkalmazásra.

- 1.4 Súlyozott, adózás utáni átlagos tőkekölséget (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 hitelkölség, 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 értéke²; és
- t : a társaság marginális adókulcsa.

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

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

- $R_{f_{nominal}}$: Becsült kockázatmentes hosszú távú nominál forint kamatláb Magyarországon;
- β_2 : iparági béta;
- ERP : piaci kockázati prémium;

- 1.6 A nominális hitelkölség számítása az alábbiak szerint történik:

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

- $R_{f_{nominal}}$: Becsült kockázatmentes hosszú távú nominál forint kamatláb Magyarországon;

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

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

- *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 alkalmaztuk³.
- 1.8 Az iparág-specifikus adatok (béta, eladósodottság) becsléséhez a 2018. decemberi Deloitte Jelentésben alkalmazott összehasonlító társaságokat használtuk. A korábbi mintához képest változás, hogy az Inmarsat Plc. kivezetésre került a tőzsdéről a 2019-es év során, a vállalatra vonatkozóan így nem állt rendelkezésre adat 2019. december 31-re vonatkozóan. A Modern Times Group Mtg AB kikerült az összehasonlító társaságok köréből: a vállalat fő tevékenységeinek súlyában történt változás miatt már nem alkalmas a csoportban való reprezentációra. A Cellnex Telecom, S.A. újonnan került az összehasonlító társaságok közé, mint telekom infrastruktúra szolgáltató társaság.
- 1.9 A piaci kockázati prémium becslését a 2018-as évhez hasonlóan a Duff & Phelps által készített értékeléssel és tőkeköltséggel kapcsolatos legfrissebb elérhető tanulmány⁴, 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	2018. december 31.	2019. december 31.
Mobilszolgáltatók (nominál adózás utáni)	6.1% - 6.6%	5.2% - 5.6%
Mobilszolgáltatók (nominál adózás előtti)	6.7% - 7.3%	5.7% - 6.2%

WACC számítás eredményei	2018. december 31.	2019. december 31.
Műsorszórás (nominál adózás utáni)	6.3% - 6.7%	5.9% - 6.2%
Műsorszórás (nominál adózás előtti)	6.9% - 7.3%	6.5% - 6.8%

WACC számítás eredményei	2018. december 31.	2019. december 31.
Vezetékes (nominál adózás utáni)	6.3% - 6.8%	5.5% - 5.9%
Vezetékes (nominál adózás előtti)	7.0% - 7.5%	6.0%-6.5%

³ 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.

⁴ Jelentésünk elkészítésekor a legfrissebb elérhető tanulmány a 2018-as adatokra épülő, 2019-ben végzett kutatás.

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

A kalkulációk alapján a 2018. decemberi Deloitte Jelentéshez képest a **mobilszolgáltatók esetében** csökkent az adózás előtti és utáni nominális tőkeköltség sávja. Az adózás előtti nominál tőkeköltség sávja szűkült, alsó határa 1,0, a felső határa 1,1 százalékponttal csökkent, így a sáv **5,7%-6,2%** közé becsülhető.

A **földfelszíni műsorszóró vállalatok esetében** a 2019. decemberi Deloitte Jelentéshez képest az adózás előtti nominális tőkeköltség sávja szűkült, alsó határa 0,4, felső határa 0,5 százalékponttal csökkent, így a sáv **6,5%-6,8%** közé becsülhető.

A **vezetékes szolgáltatóknál** a 2018. decemberi Deloitte Jelentéshez képest az adózás előtti nominális tőkeköltség sáv százalékpontban kifejezett szélessége változatlan, a sáv alsó és felső határa 1,0 százalékponttal csökkent, így a sáv **6,0%-6,5%** közé becsülhető.

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

- A kockázatmentes kamatláb a 2018. decemberi Deloitte Jelentéshez képest 47 bázisponttal csökkent – 3,48%-ról 3,01%-ra. A változás azzal magyarázható, hogy az átlagos kockázatmentes kamatláb meghatározásához alkalmazott öt éves időkeret már nem tartalmazza a 2014. évet, amikor a későbbi évekhez képest átlagosan 1-2 százalékponttal magasabb volt a kockázatmentes hozam szintje.
- A béta a földfelszíni műsorszórók, a mobilszolgáltatók és a vezetékes szolgáltatók esetében rendre 0,03, 0,05, és 0,06 századdal csökkent a 2018. decemberi Deloitte Jelentéshez képest. A mobilszolgáltatók és a vezetékes szolgáltatók esetében a béták csökkenése mögött részben az eszközbéták csökkenése – mely a 2019-es évben egy folyamatos csökkenés eredménye –, valamint az eladósodottság növekedése áll. A műsorszóró vállalatok esetében a tőkeköltség meghatározása során alkalmazott összehasonlító társaságok eszközbétája szintén kis mértékben csökkent.
- A piaci kockázati prémium nem változott a 2018. 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) a műsorszórók esetében kis mértékben növekedtek, a mobil és vezetékes szolgáltatók esetében csökkentek a 2018. decemberi Deloitte Jelentéshez képest. A műsorszóró vállalatok esetében 0,1 százalékponttal növekedett a hitelprémium, a mobilszolgáltató vállalatok esetében 0,3 százalékponttal, míg a vezetékes szolgáltatók esetében 0,1 százalékponttal csökkent a hitelprémium a 2018. decemberi Deloitte Jelentéshez képest.
- Az egyes távközlési szektorok optimális eladósodottsági mutatója a műsorszórás szegmensben átlagosan 1,0 százalékponttal csökkent, a mobil- és vezetékes szolgáltatók esetében növekedett a 2018. decemberi Deloitte Jelentéshez képest. Az átlagos eladósodottság a mobilszolgáltatók esetében 8,0 százalékponttal, a vezetékes szolgáltatók szegmensében 5,0 százalékponttal növekedett a 2018. decemberi Deloitte Jelentéshez képest.
- A marginális társasági adókulcs az előző periódushoz képest nem változott. A marginális társasági adókulcs értéke a 2018-as évhez hasonlóan 9% volt 2019-ben.

2 Mellékletek

1. Melléklet: Részletes WACC táblázatok

Műsorszórás

WACC paraméterek	2018. december 31.			2019. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	3.5%	3.5%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%
Béta	0.89	0.89	0.88	0.86	0.86	0.85
Piaci kockázati prémium	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Nominál sajáttőke-költség	8.8%	8.8%	8.8%	8.2%	8.1%	8.1%
Kockázatmentes kamatláb	3.5%	3.5%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%
Hitelprémium	1.4%	1.3%	1.2%	1.5%	1.4%	1.3%
Nominál hitelköltség	4.9%	4.8%	4.7%	4.5%	4.4%	4.3%
Adókulcs	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Eladósodottság (D/(D+E))	57%	52%	47%	56%	51%	46%
Adózás utáni nominál WACC	6.3%	6.5%	6.7%	5.9%	6.0%	6.2%
Adózás előtti nominál WACC	6.9%	7.1%	7.3%	6.5%	6.6%	6.8%

Mobiliszlógiáltatók

WACC paraméterek	2018. december 31.			2019. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	3.5%	3.5%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%
Béta	0.56	0.61	0.65	0.52	0.56	0.59
Piaci kockázati prémium	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Nominál sajáttőke-költség	6.8%	7.1%	7.4%	6.1%	6.3%	6.6%
Kockázatmentes kamatláb	3.5%	3.5%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%
Hitelprémium	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%
Nominál hitelköltség	4.4%	4.3%	4.2%	3.6%	3.5%	3.4%
Adókulcs	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Eladósodottság (D/(D+E))	25%	23%	21%	34%	31%	28%
Adózás utáni nominál WACC	6.1%	6.4%	6.6%	5.2%	5.4%	5.6%
Adózás előtti nominál WACC	6.7%	7.0%	7.3%	5.7%	5.9%	6.2%

Vezetékes szolgáltatók

WACC paraméterek	2018. december 31.			2019. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	3.5%	3.5%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%
Béta	0.73	0.77	0.80	0.69	0.71	0.73
Piaci kockázati prémium	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Nominál sajáttőke-költség	7.9%	8.1%	8.3%	7.2%	7.3%	7.4%
Kockázatmentes kamatláb	3.5%	3.5%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%
Hitelprémium	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%	0.7%
Nominál hitelköltség	4.5%	4.4%	4.3%	3.9%	3.8%	3.7%
Adókulcs	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Eladósodottság (D/(D+E))	40%	37%	33%	46%	42%	38%
Adózás utáni nominál WACC	6.3%	6.6%	6.8%	5.5%	5.7%	5.9%
Adózás előtti nominál WACC	7.0%	7.2%	7.5%	6.0%	6.2%	6.5%