



**Szabályozói tőkeköltség-
számítás a távközlési piacon
2016. december 31-re
vonatkozóan**

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

2017. ÁPRILIS 18.

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 makroökonomiai 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, 2015 és 2016 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, 2014. december 31-i és 2015. 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”, „2014. decemberi Deloitte Jelentés”, valamint „2015. decemberi Deloitte Jelentés” vagy együttesen „Korábbi Jelentések”).

- 1.2 A jelen dokumentum célja az egyes szektorokra készült jelentések eredményének összegzése 2016. december 31-i dátumra, a vezetékes szolgáltatókra, a mobil szolgáltatókra és a földfelszíni műsorszóró vállalatokra vonatkozóan (Továbbiakban: „2016. decemberi Deloitte Jelentések”, vagy „Jelentés”) a 2010 során felülvizsgált és módosított metodika alapján. Jelen Vezetői Összefoglaló a 2016. decemberi Deloitte Jelentések legfontosabb következtetéseit ismerteti, ennek megfelelően a Vezetői Összefoglaló csak a 2016. 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 2015. decemberi Deloitte Jelentésben is alkalmazott képleteket használtuk.
- 1.7 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 értéke¹; és
- t : a társaság marginális adókulcsa.

- 1.8 A nominális saját tőke költség számítása az alábbiak szerint történik:

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

- $R_{f\text{nominal}}$: Becsült kockázatmentes hosszú távú 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:

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

- $R_{f\text{nominal}}$: 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

- 1.10 Kockázatmentes kamatlábként a forintban denominált 10 éves magyar államkötvény (egy éves átlagos) nominál hozamát alkalmaztuk.

¹ A jelentésben a $\frac{D}{(D+E)}$ jelenti az eladósodottság arányát.

- 1.11 Az iparágspecifikus adatok (béta, eladósodottság) becsléséhez a 2015. decemberi Deloitte Jelentésben alkalmazott összehasonlító társaságokat használtuk.
- 1.12 A piaci kockázati prémium, valamint a méretkockázati prémiumok becslését a 2016-os évhez hasonlóan a Duff & Phelps által készített értékeléssel és tőkeköltséggel kapcsolatos legfrissebb elérhető tanulmány, a Valuation Handbook 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	2016. december 31-re vonatkozóan
Mobilszolgáltatók (nominál adózás utáni) 2015. december 31	6.4% - 8.4%	6.6% - 8.6%
Mobilszolgáltatók (nominál adózás előtti) 2015. december 31	7.9% - 10.4%	8.1% - 10.7%

WACC számítás eredményei	Korábbi Deloitte Jelentések eredményei	2016. december 31-re vonatkozóan
Műsorszórás (nominál adózás utáni) 2015. december 31	5.6% - 7.8%	5.7% - 7.7%
Műsorszórás (nominál adózás előtti) 2015. december 31	6.9% - 9.6%	7% - 9.5%

WACC számítás eredményei	Korábbi Deloitte Jelentések eredményei	2016. december 31-re vonatkozóan
Kis vezetékes (nominál adózás utáni) 2015. december 31	6.2% - 7.6%	6.4% - 7.9%
Kis vezetékes (nominál adózás előtti) 2015. december 31	7.7% - 9.4%	7.9% - 9.8%
Nagy vezetékes (nominál adózás utáni) 2015. december 31	5.4% - 7%	5.7% - 7.3%
Nagy vezetékes (nominál adózás előtti) 2015. december 31	6.7% - 8.6%	7% - 9%

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

Összességében véve közel az összes szektorban kismértékben növekedtek a sávok a 2015. decemberi Deloitte Jelentéshez képest, egyedül a földfelszíni műsorszóró vállalatok esetén csökkentek 0,1 százalékponttal a sávok felső korlátai.

A kalkulációk alapján a 2015. decemberi Deloitte Jelentéshez képest **a nagy vezetékes szolgáltató vállalatok esetében** növekedett a legjelentősebb mértékben az adózás előtti nominális tőkeköltség sávja; a sáv alsó határa 0,3 százalékponttal, felső határa 0,4 százalékponttal növekedett, így a sáv **7%-9%** lett. **A kis vezetékes szolgáltatóknál** a 2015. decemberi Deloitte Jelentéshez képest az adózás előtti nominális tőkeköltség sávja 0,2 – 0,4 százalékponttal növekedett, ami így **7,9%-9,8%** lett.

A mobilszolgáltató vállalatok esetében a 2015. decemberi Deloitte Jelentéshez képest az adózás előtti nominális tőkeköltség alsó határa 0,2 százalékponttal, felső határa 0,3 százalékponttal növekedett, így a sáv **8,1%-10,7%** lett.

A földfelszíni műsorszóró vállalatok esetében a 2015. decemberi Deloitte Jelentéshez képest az adózás előtti nominális tőkeköltség sávja szűkült, alsó határa 0,1 százalékponttal növekedett, míg felső határa 0,1 százalékponttal csökkent, így a sáv **7,0%-9,5%** lett.

1.17 A tőkeköltség változása elsősorban az alábbi tényezőkben bekövetkezett módosulások eredménye:

- A kockázatmentes kamatláb korábbi években tapasztalt csökkenési üteme mérséklődött, a 2015. decemberi Deloitte Jelentéshez képest az akkori 150 bázispontos csökkenés 20 bázispontra lassult, így a kamatláb 3,4%-ról 3,2%-ra csökkent;
- A béta valamennyi szektorban emelkedett, így a földfelszíni műsorszóró vállalatok, a mobilszolgáltató vállalatok és a vezetékes szolgáltatók esetében rendre 0,11-dal, 0,13-dal és 0,19-dal növekedtek a 2015. decemberi Deloitte Jelentéshez képest.
- A piaci kockázati prémium és a méretkockázati prémiumok a 2015. decemberi Deloitte Jelentéshez képest nem változtak.
- A hitelprémiumok (a hitelköltség és a kockázatmentes hozam különbsége) a mobilszolgáltató vállalatok csoportján kívül minden távközlési szektor esetében kismértékben növekedtek a 2015. decemberi Deloitte Jelentéshez képest. A műsorszóró társaságok esetében 30 bázisponttal, a vezetékes szolgáltatók esetében 10 bázisponttal növekedett a hitelprémium, míg a mobilszolgáltatóknál mintegy 50 bázispontos csökkenés következett be.
- Az egyes távközlési szektorok optimális eladósodottsági mutatója általában véve emelkedett: a mobilszolgáltatók esetében 2 százalékponttal, a vezetékes szolgáltatóknál 5 százalékponttal, a földfelszíni műsorszóróknál szintén 5 százalékponttal növekedett a mutató a 2015. decemberi Deloitte Jelentéshez képest.

2 Mellékletek

1. Melléklet: Részletes WACC táblázatok

Műsorszórás						
WACC paraméterek	2015. december 31.			2016. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	3.4%	3.4%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%
Béta	0.65	0.68	0.71	0.76	0.79	0.81
Piaci kockázati prémium	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Méretkockázati prémium	0.0%	1.3%	2.5%	0.0%	1.3%	2.5%
Nominál sajáttőke-költség	7.3%	8.8%	10.2%	7.8%	9.2%	10.6%
Kockázatmentes kamatláb	3.4%	3.4%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%
Hitelprémium	0.6%	0.5%	0.4%	0.9%	0.8%	0.7%
Nominál hitelköltség	4.0%	3.9%	3.8%	4.1%	4.0%	3.9%
Adókulcs	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Eladósodottság (D/(D+E))	42%	38%	34%	47%	43%	39%
Adózás utáni nominál WACC	5.6%	6.6%	7.8%	5.7%	6.6%	7.7%
Adózás előtti nominál WACC	6.9%	8.2%	9.6%	7.0%	8.2%	9.5%

Mobilszolgáltatók						
WACC paraméterek	2015. december 31.			2016. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	3.4%	3.4%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%
Béta	0.64	0.70	0.75	0.77	0.83	0.89
Piaci kockázati prémium	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Méretkockázati prémium	0.0%	0.8%	1.6%	0.0%	0.8%	1.6%
Nominál sajáttőke-költség	7.3%	8.4%	9.5%	7.8%	9.0%	10.2%
Kockázatmentes kamatláb	3.4%	3.4%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%
Hitelprémium	1.0%	0.9%	0.8%	0.5%	0.4%	0.3%
Nominál hitelköltség	4.4%	4.3%	4.2%	3.7%	3.6%	3.5%
Adókulcs	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Eladósodottság (D/(D+E))	23%	21%	19%	25%	23%	21%
Adózás utáni nominál WACC	6.4%	7.4%	8.4%	6.6%	7.6%	8.6%
Adózás előtti nominál WACC	7.9%	9.1%	10.4%	8.1%	9.4%	10.7%

Nagy vezetékes szolgáltatók						
WACC paraméterek	2015. december 31.			2016. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	3.4%	3.4%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%
Béta	0.56	0.59	0.62	0.74	0.78	0.81
Piaci kockázati prémium	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Méretkockázati prémium	0.0%	0.8%	1.6%	0.0%	0.8%	1.6%
Nominál sajáttőke-költség	6.8%	7.8%	8.8%	7.6%	8.7%	9.7%
Kockázatmentes kamatláb	3.4%	3.4%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%
Hitelprémium	0.5%	0.4%	0.3%	0.6%	0.5%	0.4%
Nominál hitelköltség	3.9%	3.8%	3.7%	3.8%	3.7%	3.6%
Adókulcs	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Eladósodottság (D/(D+E))	38%	34%	31%	43%	39%	35%
Adózás utáni nominál WACC	5.4%	6.2%	7.0%	5.7%	6.4%	7.3%
Adózás előtti nominál WACC	6.7%	7.6%	8.6%	7.0%	8.0%	9.0%

Kis vezetékes szolgáltatók						
WACC paraméterek	2015. december 31.			2016. december 31.		
	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél	Alsó sávszél	Sávközép	Felső sávszél
Nominál forint kockázatmentes kamatláb	3.4%	3.4%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%
Béta	0.56	0.59	0.62	0.74	0.78	0.81
Piaci kockázati prémium	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Méretkockázati prémium	1.3%	1.9%	2.5%	1.3%	1.9%	2.5%
Nominál sajáttőke-költség	8.1%	8.9%	9.7%	8.9%	9.8%	10.6%
Kockázatmentes kamatláb	3.4%	3.4%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%
Hitelprémium	0.5%	0.4%	0.3%	0.6%	0.5%	0.4%
Nominál hitelköltség	3.9%	3.8%	3.7%	3.8%	3.7%	3.6%
Adókulcs	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Eladósodottság (D/(D+E))	38%	34%	31%	43%	39%	35%
Adózás utáni nominál WACC	6.2%	6.9%	7.6%	6.4%	7.1%	7.9%
Adózás előtti nominál WACC	7.7%	8.5%	9.4%	7.9%	8.8%	9.8%