

## **Tuottoprosentti televisio- ja radiolähetyspalveluiden markkinoilla**

## Sisältö

<b>1</b>	<b>Sitoutuneen pääoman tuoton parametrien määrittäminen .....</b>	<b>3</b>
1.1	Johdanto .....	3
1.2	Copenhagen Economicsin selvitys ja asian tausta.....	3
1.3	Verrokkiyriyten valinta beta- ja pääomarakenteelle .....	3
1.4	WACC-mallin päivitetty parametrit .....	4
1.4.1	WACC-malli .....	4
1.4.2	Vieraan pääoman kustannuksen määrittäminen .....	4
1.4.3	Oman pääoman kustannuksen määrittäminen .....	4
1.4.4	Velkapreemion määrittäminen .....	4
1.4.5	Riskitön korko .....	5
1.4.6	Markkinariskipremio.....	5
1.4.7	Pääomarakenne eli nettovelkaantumisaste .....	5
1.4.8	Veroaste eli yrityksen maksettaviksi tulevat verot .....	5
1.4.9	Velaton beta.....	6
<b>2</b>	<b>Traficom in soveltama kohtuullinen tuotto prosentti on 5,4% (nimellinen WACC- arvo, ennen veroja) .....</b>	<b>6</b>

## **1 Sitoutuneen pääoman tuoton parametrien määrittäminen**

### **1.1 Johdanto**

Pääoman tuoton arviointi on osa Liikenne- ja viestintävirasto Traficom (jäljempänä myös Liikenne- ja viestintävirasto, Traficom tai virasto) kustannussuuntautuneen hinnoittelun arviointia. Traficom soveltaa sitoutuneen pääoman tuoton parametrien määrittämiseen niin sanottua WACC<sup>1</sup>-menetelmää, joka on yleisesti käytössä Euroopassa säännellyillä sähköisen viestinnän markkinoilla. Virasto on myös aikaisemmin selvittänyt säännöllisesti pääoman tuoton kohtuullisuutta sekä teettänyt ulkopuolilla asiantuntijoilla arvioita kohtuullisiksi katsottavista tuottoprosenteista, joita on sovellettu myös televisio- ja radiolähetyspalveluiden markkinoilla. Virasto on teettänyt aiemmin sitoutuneen pääoman tuoton parametreja koskevan selvityksen, joka koski myös televisio ja radiolähetyspalveluiden markkinoita vuonna 2016.

### **1.2 Copenhagen Economicsin selvitys ja asian tausta**

Liikenne- ja viestintävirasto Traficom teetti vuonna 2019 Copenhagen Economicsilla (jäljempänä myös CE) selvityksen, jonka tarkoituksena oli uudelleen määrittää kohtuulliset tuottoprosentit (WACC) televisio- ja radiolähetyspalveluiden markkinoille, joihin kohdistuu huomattavan markkinavoiman sääntelyä. Selvityksessä tuli määrittää niin sanottua WACC-menetelmää käyttäen arvio televisio- ja radiolähetystoiminnalle sallittavasta tuottoprosentista televisio- ja radiolähetyspalveluiden markkinoilla.

Copenhagen Economics käytti vuoden 2016 selvityksen oletuksia oman selvityksen lähtökohtana, kuitenkin tarkastellen parametrikohteisesti sitä onko tarpeen joidenkin parametrien osalta poiketa vuoden 2016 oletuksista. Merkittävimmät muutokset, joita CE ehdotti tehtävän vuoden 2016 WACC-parametrien taustalla oleviin oletuksiin koskivat verrokkiryhtiöiden valintaa, sekä velkapreemion määrittämistä. Muutoksia käsitellään tarkemmin kohdissa 1.3 sekä 1.4.4.

Copenhagen Economics on 14.6.2019 päivätyssä selvityksessään määrittänyt kohtuulliseksi katsomansa tuottoprosentit televisio- ja radiolähetyspalveluiden markkinoilla. Päivitettyjen parametrien perusteella Traficom arvio televisio- ja radiolähetyspalveluiden markkinoilla sovellettavasta tuottoprosentista on 5,4%. CE päivitti 14.6.2019 selvityksessä esitetyt arvot vielä alkuvuonna 2020.

Traficom kuuli sitoutuneen pääoman tuotosta sidosryhmiä osana koko HVM -päättöluonnospaketin kansallista kuulemistä 3.9.2020 - 16.10.2020 välisenä aikana. Traficom näkemyksen mukaan lausunnot eivät anna aiheutta muuttoa CE:n selvityksen perusteella määriteltyjä sitoutuneen tuoton parametreja tai niiden perusteella laskettua WACC-tuottoprosenttia.

### **1.3 Verrokkiryhtysten valinta beta- ja pääomarakenteelle**

Osakemarkkinoilla listattujen eurooppalaisten maanpäällisten TV- ja radiolähetysyhtiöiden määrä on rajallinen, joten sopivien verrokkiryhtysten löytäminen Digitaalisien sääntelyjen toimintojen betan arviointiin voidaan tehdä vain rajallisesta määrästä yrityksiä. Viraston aiemmin soveltama verrokkiryhmä (joka perustui vuoden 2016 selvitykseen<sup>2</sup>) koostuu viidestä yrityksestä. Joidenkin aiemmin verrokkiryhmän kuuluneiden yritysten ydinliiketoiminta ei välttämättä ole enää vertailukelpoinen Digitaalisien kanssa, eikä kaikkia yrityksiä voi luokitella eurooppalaisiksi yrityksiksi. CE testasi

---

<sup>1</sup> Weighted average cost of capital

selvitystä laatiessaan useita mahdollisia verrokkiryhmiä, mukaan lukien viraston aiemmin soveltaman verrokkiryhmän 2016 eurooppalaiset yritykset<sup>3</sup> ja erilaisia vaihtoehtoja, kuten professori Aswath Damodaranin arvioita beta-arvoista ja pääomarakenteesta eri yritysryhmille.

Lopullisten verrokkiryhtysten valinnassa korostui: i) yritysten toiminnan sijoittuminen Eurooppaan, ii) liiketoiminnan vertailtavuus Digitan kanssa ja iii) kustannusrakenne, sekä ennen kaikkea verrokkiryhtysten luokiteltavuus ns. infrastruktuuriyrityksiksi jotka omistavat ja operoivat viestintäverkkoja.

## 1.4 WACC-mallin päivitetty parametrit

### 1.4.1 WACC-malli

WACC-laskelma perustuu oman ja vieraan pääoman tuottovaatimuksiin sekä näiden suhteellisiin painoihin, eli pääomarakenteeseen.

$$WACC = K_e * E / EV + K_d * D / EV$$

WACC = "Weighted Average Cost of Capital", ennen veroja D = Vieraan pääoman määrä E = Oman pääoman määrä K<sub>d</sub> = Vieraan pääoman kustannus (ennen veroja) K<sub>e</sub> = Oman pääoman kustannus (ennen veroja) EV = Oma pääoma + korollinen vieras pääoma – rahat ja pankkisaamiset

### 1.4.2 Vieraan pääoman kustannuksen määrittäminen

WACC-laskelmassa vieraan pääoman kustannus voidaan käytännössä määrittää kahdella tavalla: suoraan yrityksen olemassa olevien lainojen korkoihin perustuen tai määrittämällä erikseen arvot riskittömälle korolle ja vaaditulle velkapreemiolle. Yleisesti käytetty ja läpinäkyvämpi vaihtoehto on määrittää vieraan pääoman kustannus edellä mainittuihin erillisiin komponentteihin perustuen.

Traficom määrittää vieraan pääoman kustannuksen riskittömän koron ja velkapreemion avulla.

### 1.4.3 Oman pääoman kustannuksen määrittäminen

WACC-laskelmassa oman pääoman kustannus määritetään riskittömän koron, markkinariskipreemion ja oman pääoman beetan avulla.

### 1.4.4 Velkapreemion määrittäminen

Velkapreemio kuvaa sitä kustannusta, jonka yhtiö joutuu maksamaan velastaan yli riskittömän koron. Edellisessä selvityksessä velkapreemio on määritetty, Damodaranin tietokannan, verrokkiryhtysten joukkovelkakirjojen ja Viestintäviraston aiemmin käyttämän preemiotason perusteella. CE käyttää velkapreemion arvioinnissa pelkästään Damodaranin arvoja. Velkapreemion määrittelyssä on käytetty useiden yritysten velkapreemioiden keskiarvoa vuosilta 2014-2019. Velkapreemio on 2,0%.

---

<sup>3</sup> Telenor ja Rai Way

#### 1.4.5 Riskitön korko

Riskitön korko kuvaa tuottoa, jonka sijoittavat vaativat täysin riskittömältä sijoitukselta. Valtion pitkäaikaisia joukkolainoja on usein käytetty riskittömän koron määrittelyssä. Traficom on aikaisemmin käyttänyt riskittömänä korkona Suomen valtion 10 ja 30 vuoden viitelainojen korkojen keskiarvoa laskettuna viimeisen 12 kuukauden ajalta. CE:n suosituksesta Traficom käyttää jatkossa samaa laskentatapaa riskittömän koron määrittelyssä.

#### 1.4.6 Markkinariskipreemio

Markkinoiden yleinen riskipreemio kuvaa riskiä sisältävistä sijoituskohteista saatua pitkän tähtäimen keskimääräistä lisätuottoa riskittömään sijoituskohteeseen verrattuna. Markkinariskipreemio siis kuvastaa sitä ylimääräistä riskiä, joka keskimäärin osakkeisiin markkinoiden mielestä liittyy. Markkinariskipreemio ei ole toimialariippuvainen vaan kuvaa yleistä markkinoilla vallitsevaa riskin hintaa.

Damodaranin laskelmien mukaan Suomen markkinariskipreemio on vaihdellut 4,5 prosentista 6,5 prosenttiin vuosina 2006-2019. Markkinariskipreemio lasketaan Damodaranin laskelmissa maan luottoluokituksesta. CE:n suositusten mukaan Traficom käyttää viimeisintä markkinariskipreemioarviota, joka on 6,5%.

#### 1.4.7 Pääomarakenne eli nettovelkaantumisaste

WACC-menetelmässä yrityksen kokonaispääoman kustannus lasketaan oman ja vieraan pääoman painotettuna keskiarvona. Painokertoimena käytetään nettovelkaantumisastetta, joka kertoo vieraan pääoman prosentuaalisen osuuden yrityksen koko pääomasta.

Pääomarakennetta voidaan arvioida käyttämällä historiallisia havaintoja. Nykypäivän pääomarakenteelle tulee kuitenkin antaa enemmän painoarvoa kuin aikaisemille havainnoille, koska tämän päivän pääomarakenne on todennäköisemmin samanlainen kuin tuleva. Damodaran tietokannan verrokkirytysten vieraan pääoman osuus on kasvanut systemaattisesti viime vuosina. Tästä havainnosta johtuen CE on laskenut pääomarakenteen CE:n verrokkiryhmän yritysten tämänhetkisen medianin ja pitkän aikavälin keskiarvon keskiarvona. CE:n verrokkiryhmässä<sup>4</sup> velan osuudeksi kokonaispääomasta on saatu 44%.

#### 1.4.8 Veroaste eli yrityksen maksettaviksi tulevat verot

Virasto huomioi maksetut verot pääoman kustannuksessa voimassa olevan yritysverokannan mukaisesti. Voimassa oleva yritysverokanta on ollut vuodesta 2014 asti 20,0 %. Traficom siis käyttää pääomakustannuksen määrittämisessä ns. pre-tax WACC:ia, jossa verojen huomioiminen nostaa pääoman kustannusta.

<sup>4</sup> Cyfrowy Polsat S.A., Tele Columbus AG, Telenet Group Holding, Telenor ja Rai Way

1.4.9 Velaton beta

Beeta kuvaa yhtiön osaketuoton herkkyyttä suhteessa markkinoiden tuottoon. Velaton beeta kuvaa osakkeen systemaattista riskiä, kun rahoitusrakenteen ja verokannan vaikutus on poistettu. Velattoman beetan arvoksi muodostuu verrokkiyri-  
tysten<sup>5</sup> perusteella 0,46.

**2 Traficomin soveltama kohtuullinen tuotto prosentti on 5,4% (nimellinen WACC-arvo, ennen veroja)**

Sitoutuneen pääoman tuoton parametrien uudelleenmäärittämisen myötä Traficom soveltaa televisio- ja radiolähetyspalveluissa kohtuullista tuotto prosenttia arvoltaan 5,4%. Kohtuullinen sitoutuneen pääoman tuotto lasketaan alla olevan taulukon WACC-parametrejä käyttäen.

WACC-laskelma				
Velaton beta	0,46		$B_a$	
Velan osuus	44%		$g$	
Oman pääoman osuus	56%		$1 - g$	
Veroaste	20%		$\tau$	
<b>Oman pääoman beta</b>	<b>0,75</b>		$\beta_e = \beta_a \cdot \left(1 + (1 - \tau) \cdot \frac{g}{1 - g}\right)$	
Markkinariskipreemio	6,5%		$MRP$	
Riskitön korko	0,92 %		$r_f$	
<b>Oman pääoman tuotto vaatimus</b>	<b>7,3%</b>		$K_e = \left(r_f + (\beta_e \cdot MRP)\right) \cdot \frac{1}{1 - \tau}$	
Velkapreemio	2,0%		$d_p$	
<b>Vieraan pääoman tuotto vaatimus</b>	<b>2,9%</b>		$K_d = d_p + r_f$	
<b>WACC</b>	<b>5,35 %</b>		$WACC = g \cdot K_d + (1 - g) \cdot K_e$	

<sup>5</sup> Cyfrowy Polsat S.A., Tele Columbus AG, Telenet Group Holding NV, Vonete Plc, Altice N.V., Brave Bison Group Plc, LiLAC Group, NOS S.G.P.S S.A., Sky Plc, Eutelsat Communications S.A., Kabel Deutschland Holding AG, Liberty Global plc