

Viite: Lausuntopyyntö TRAFICOM/64572/02.03.03/2025

Lausunto Liikenne- ja viestintävirastolle luonnoksesta, joka koskee kohtuullisen tuoton (WACC) määrittelyä televisio- ja radiolähetyspalveluiden markkinoilla

RadioMedia kiittää mahdollisuudesta antaa lausunto luonnoksesta, joka koskee kohtuullisen tuoton (WACC) määrittelyä televisio- ja radiolähetyspalveluiden markkinoilla. RadioMedia esittää näkemyksensä seuraavaa:

Pääviestit

- Digitan säännellyn toiminnan poikkeuksellisen turvattu asema markkinan vaihteluja vastaan jää tunnistamatta ja siksi Digitan systemaattinen riski arvioidaan liian korkeaksi.
- Riskittömän koron arviossa on käytetty poikkeuksellisen vertailujakson korkotasoa ja lisäksi koron määrittystapa poikkeaa muiden osatekijöiden määrittystavasta, minkä takia riskitön korko arvioidaan liian korkeaksi. Riskittömän koron arvio vaikuttaa suoraan sekä oman että vieraan pääoman tuottovaatimukseen, eli se on kokonaisuuden kannalta merkittävässä roolissa.
- Listaamattoman yrityksen oman pääoman betan määrittämisessä verrokkiyhtiöiden valinta on ymmärrettävästi vaikeaa, mikä tuodaan viraston PwC:llä teettämässä analyysissä selvästi myös esiin. Lopulta PwC on kuitenkin päättänyt käyttää Digitan toiminnasta hyvinkin selvästi poikkeavia vertailuyrityksiä.
- Markkinariskipreemion arvioinnissa käytetään oikeaoppisesti useita lähteitä, mutta annetaan huomattava rooli PwC:n omalle, muista arvioista selvästi poikkeavalle, arvioinnille. Tästä syystä markkinariskipremio arvioidaan liian korkeaksi.
- Kokonaisuutena Digitan säännellyn toiminnan pääoman sallittu tuotto arvioidaan selvästi liian korkeaksi. Virasto esittää sallitun tuoton vaihteluväliksi 7,37–7,55 %, mutta yllä esitetyillä perusteilla käsityksemme kohtuullisesta tasosta on selvästi alempi. Radiomedian arvio on 4,34 %.

Johdanto

Pääoman kohtuullisen tuoton arviointi on osa Liikenne- ja viestintävirasto Traficom (jäljempänä "Traficom" tai "virasto") tekemää kustannussuuntautuneen hinnoittelun arviointia. Traficom soveltaa sitoutuneen pääoman tuoton parametrien määrittämiseen niin sanottua WACC-menetelmää. WACC-arvon päivittämiseksi Traficom teetti Pricewaterhouse-Coopers Oy:llä (jäljempänä "PwC") selvityksen, jonka tarkoituksena oli uudelleen määrittää kohtuullinen tuotto prosentti (WACC) ja sen laskennassa käytettävät parametrit televisio- ja radiolähetyspalveluiden markkinoille, joihin kohdistuu huomattavan markkinavoiman sääntely. Radiomedia arvioi tässä lausunnossa PwC:n käyttämän WACC-mallin parametrejä, PwC:n tekemiä valintoja parametrien määrittämisessä, sekä vaihtoehtoisia perusteltuja valintoja parametrien määrittämiseksi.

PwC toteaa pääoman sallitun tuoton määrittämiseen liittyvän haasteen heti raporttinsa alussa: "WACC ei ole yksiselitteinen, koska laskelmien tulokset ovat aina tietyssä määrin riippuvaisia arvioijan subjektiivisesta harkinnasta mm. käytetyn verrokkiryhmän ja lähtötietojen suhteen. Jopa samojen oletusten ja lähtötietojen pohjalta laaditut WACC-määritykset saattavat poiketa toisistaan johtuen harkinnanvaraisista eroista. Ei ole olemassa ehdotonta oikeaa menetelmää kiistattoman WACC:n määrittämiseksi."

WACC-määrityksen komponentit ovat riskitön korko, yleinen markkinariskipreemio, kohdeyritykseen liittyvä systemaattinen riski, velkapreemio ja pääomarakenne. Näiden kaikkien komponenttien määrittämiseen liittyy subjektiivista harkintaa ja tämä harkinta vaikuttaa hintasääntelyssä sallittavaan pääoman tuottoon. Tämä puolestaan vaikuttaa suoraan radiotoimijoiden Digitalle maksamiin hintoihin. Arviomme mukaan PwC:n analyysi ei tunnista Digitan poikkeuksellisen suojattua asemaa oikein ja siksi pääoman sallittu tuotto arvioidaan liian korkeaksi. Digita on erityisen suojattu juuri yleisiltä markkinariskeiltä eli systemaattiselta riskiltä ja tämä tulisi huomioida pääoman sallitussa tuotossa. Koko ajan tulee varmistaa, että pääoman tuotossa kompensoidaan vain systemaattisen riskin vaikutuksia. Yrityskohtaista riskiä ei tule kompensoida.

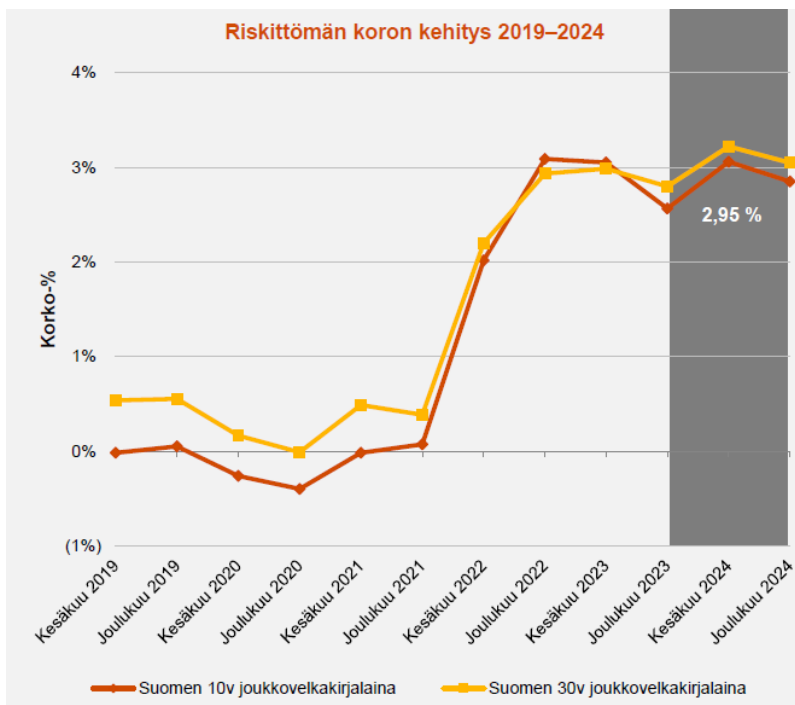
Riskittömän koron määrittäminen

PwC toteaa käyttävänsä riskittömän koron referenssinä "Suomen valtion 10- ja 30-vuotisten joukkovelkakirjalainojen päivittäisten korkojen keskiarvoa aikaväliltä 29.12.2023–30.12.2024." PwC ei tarkemmin kuvaa lähdettä tai esimerkiksi sitä, tarkoitetaanko lainoilla kaikkia sellaisia lainoja, joiden maturiteettia on vielä jäljellä vai vain sellaisia, joiden maturiteetista on vielä jäljellä noin 10 tai 30 vuotta. Viraston muistioluonnoksessa 22.5.2025 oleva linkki Suomen Pankin sivuille ei valitettavasti toimi, joten sekään ei anna asiaan lisäselvyyttä. Joka tapauksessa PwC ja virasto päätyvät riskittömän koron määrittämisessä arvoon 2,95 %. Pidämme sitä epärealistisen korkeana.

Alla oleva kuva on PwC:n raportista. Siitä selviää erinomaisesti tarkastelujakson poikkeuksellisuus: juuri tällä tarkastelujaksolla valtion viitelainojen korot myös Suomessa ovat olleet huomattavan korkeita. PwC ja virasto päätyvät käyttämään tätä poikkeuksellista referenssiä riskittömän koron määrittämisessä, mikä on kyseenalainen valinta. Esimerkiksi Berecin WACC-raportissa¹ vuodelta 2024 (johon myös virasto muistioluonnoksessaan viittaa) todetaan, että poikkeuksellisen korkeat korot johtuvat Euroopan keskuspankin toimista inflaation hillitsemiseksi. Berec toteaa myös, että inflaatio-odotukset ovat jo maltillisempia ja korkojen odotetaan laskevan tämän seurauksena. Kehitys on nähtävissä myös Suomen pankin sivuilla²: korot ovat kääntyneet laskuun.

¹ https://www.berec.europa.eu/system/files/2024-07/BoR%20%2824%29%20102%20BEREC_WACC%20parameters%20Report_2024_1.pdf.pdf

² https://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/taulukot-ja-kuviot/korot/taulukot2/korot_taulukot/viitelainojen_korot_fi/



Berec määrittää raportissaan maakohtaiset riskittömän koron arvot Eurostatin tilastojen perusteella ja saa Suomelle arvon 1,02 %. Berecin laskelma perustuu viiden vuoden aritmeettiseen keskiarvoon aikavälillä 1.4.2019 – 31.3.2024. Berecin referenssiarvo on siten lähes 2 prosenttiyksikköä alempi kuin PwC:n raportin arvio. Todettakoon myös, että vieraan pääoman tuottovaatimusta arvioidessaan PwC toteaa, että Saksan valtion 10-vuotisen joukkovelkakirjalainan korkoa pidetään ”yleisesti parhaana arviona koko euroalueen riskittömälle korolle”. Tuo korko on PwC:n mukaan 2,36 %, mikä siis sekin on alempi kuin PwC:n arvio Suomen riskittömästä korosta. Ero on 0,59 prosenttiyksikköä.

PwC:n tapa soveltaa valtion pitkän maturiteetin lainojen korkoja vaikuttaa epäjohdonmukaiselta. Pitkiä lainoja käytetään referenssinä yleensä juuri siksi, että investoinnit ovat pitkäaikaisia. Oman pääoman tuottovaatimuksen arvioinnissa PwC tarkasteleekin viiden vuoden jaksoa, mutta riskittömän koron määrittämisessä se jostakin syystä päättyy käyttämään hetkittäistä arvoa. Näin siitä huolimatta, että ajankohta on poikkeuksellinen. Käsityksemme mukaan PwC:n tapa määrittää riskitön korko poikkeuksellisten referenssien mukaan ei sovellu pitkäaikaisten investointien sallitun tuoton määrittämiseen. Riskittömän koron tulisi heijastaa investointien pitoajalla vallitsevaa korkoa. Riskitön korko tulisi siten asettaa välille 1–2 %.

Verrokkiyhtiöiden valinta

Digitaa liiketoiminnaltaan ja riskiprofiililtaan vastaavien verrokkirytysten valitseminen ei ole suoraviivaista. Digita on listaamaton yhtiö, ja juuri säännelty toiminta, tv- ja radiolähetyspalvelujen tarjonta, on poikkeuksellinen toimiala, jolla toimii vain harvoja yhtiöitä, eivätkä nekään yleensä ole listattuja yhtiöitä. PwC toteaa itsekin, että verrokkiryhmän valinta on osin riippuvainen arvioijan subjektiivisesta harkinnasta. Näkemyksemme mukaan sekä valitsemisen vaikeus että arvioijan subjektiivinen harkinta näkyvät analyysissä niin, että verrokkiryhmä ei kovin hyvin vastaa Digitaa systemaattisen riskin osalta.

Verrokkiyhtiöt PwC:n analyysissä

PwC on hakenut verrokkiyhtiöitä yhteensä viidestä kategoriasta:

Kategoria	Kuvaus
1	TV- ja radiolähetystoiminta (mastot)
2	Teleliiketoiminta (ml. satelliitit)
3	Media-alan yritykset (TV-kanavat & kaapeli-TV-operaattorit)
4	Matkaviestinverkoissa toimivat yritykset
5	Energia-alan yhtiöt

PwC:n mukaan se on pyrkinyt hakemaan ”Euroopan alueella toimivia Digitan liiketoimintaan verrannollisia yhtiöitä”. PwC löysi analyysiinsä ensin pitkälle listalle 39 yritystä ja valitsi näistä lähempään tarkasteluun 10 yritystä seuraavan taulukon mukaisesti³.

Kategoria	Yhtiö	Maa	Kuvaus
1	Rai Way S.p.A.	Italia	Viestintäverkkojen hallinnointi; television ja radion lähetysojpalvelujen hallinnointi
1	American Tower Corporation	USA	Monikäyttäjäviestintäkiinteistöjen omistajana operoi ja kehittää viestintää sekä yhdysvaltalaisen datakeskusten verkostoa
2	Crown Castle Inc.	USA	Viestintäinfrastruktuurin tarjoaja; hallinnoi tukiasemia ja kuituverkkoja
2	SES S.A.	Luxemburg	Satelliittipohjaisten datayhteyspalveluiden ja mediaratkaisujen tarjoaja
4	Vodafone Group	UK	Telekommunikaatiopalveluiden tarjoaja
4	BT Group plc	UK	Viestintäpalveluiden, mobiiliverkkojen sekä pilvi- ja IoT-ratkaisujen tarjoaja
5	Enel SpA	Italia	Maakaasun tuotanto ja jakelu, sekä sähkön myynti ja siirto
5	Iberdrola, S.A.	Espanja	Energian tuotanto- ja jakeluyritys, joka tuottaa sähköä uusiutuvista lähteistä
5	EON	Saksa	Sähkö- ja kaasujakelija, ylläpitää verkkoja ja tarjoaa kestäviä energiaratkaisuja
5	Engie SA	Ranska	Uusiutuvien, vähähiilisten energiajärjestelmien ja energiapalveluiden tarjoaja

Koska Digita ei ole listattu yhtiö, betan määrityksessä on pakko nojautua verrokkiyrityksiin. Tältä osin PwC:n lähestymistapa on perusteltu. Myös PwC:n mainitsema periaate valita ”Euroopan alueella toimivia Digitan liiketoimintaan verrannollisia yhtiöitä” on perusteltu, mutta PwC ei kuitenkaan näytä tätä periaatetta noudattavan.

³ PwC:n taulukossa sivulla 8 kategoriat (tier) lienee merkitty osin virheellisesti; sivun 7 mukaan matkaviestinverkossa toimivat yritykset kuuluvat kategoriaan 4 ja energia-alan yritykset kategoriaan 5.

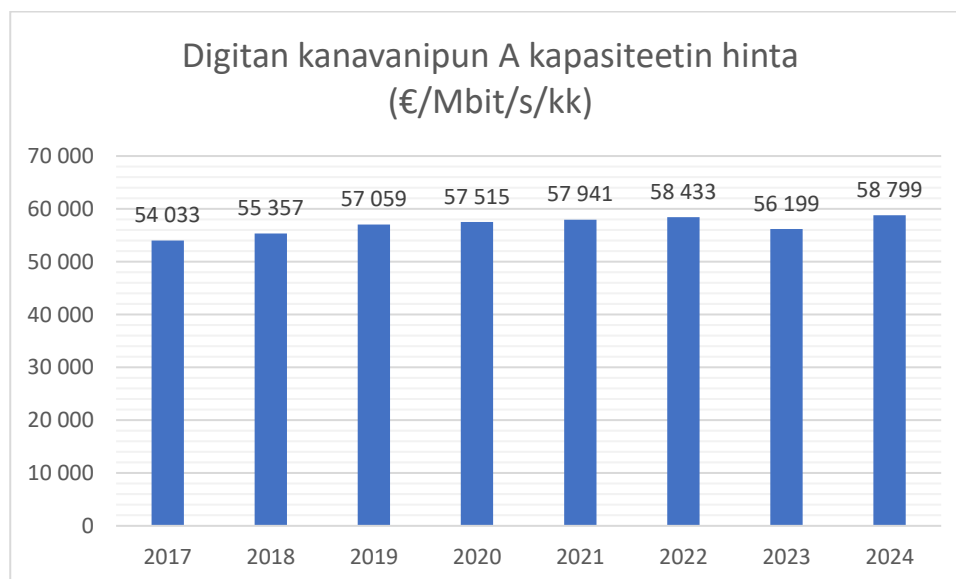
Verrokkiyhtiöiden valinta jättää Digitan toiminnan erityisluonteen huomioimatta

Digitan säännelty toiminta on tukkumarkkinoiden toimintaa, jossa sekä tuotanto (tarjonta) että kysyntä perustuvat suurelta osin toimilupiin. Lisäksi sopimukset Digitan ja tv-/radioyhtiöiden kanssa ovat luonteeltaan pysyviä ja pitkäaikaisia verrattuna esimerkiksi matkaviestinverkkojen kuluttajapalveluihin. On myös huomattava, että tärkeimmät Digitan säännellyn toiminnan asiakkaat, kuten Yle, MTV, Sanoma Media Finland ja Bauer Media, ovat sitoutuneet tv- ja radiopalvelujen jakeluun pitkällä aikavälillä. Siten Digitan tulorakenne on hyvin vakaa ja turvattu, eikä Digita kohtaa systemaattista markkinariskiä samalla tavalla kuin esimerkiksi kehittyvillä kuluttajamarkkinoilla toimivat yritykset. Verrokkiyhtiöiden valinta ei tunnista Digitan erityisasemaa.

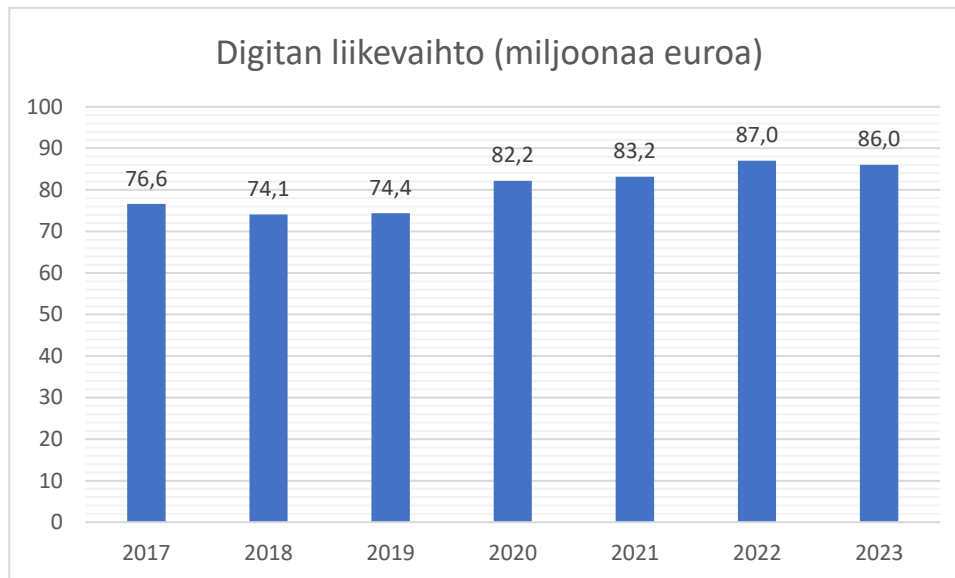
Verrokkiyhtiöiden listalla on ensinnäkin kaksi amerikkalaista yritystä. Crown Castle hallinnoi mittavaa telemastojen portfoliota, mutta käsittääksemme ei omista mastoja Euroopassa. American Towerilla on toimintaa myös Euroopassa, mutta toiminnan pääpaino on kuitenkin Pohjois-Amerikassa. Lisäksi molempien mastoportfolio koostuu ensisijaisesti tavanomaisista telemastoista, ja infra palvelee siis ensisijaisesti matkaviestinmarkkinoita. Yhtiöt eivät siten ole kovin hyvin vertailukohtia Digitalle.

Eurooppalaisista verrokeista SES on satelliittimarkkinoiden toimijana melkoisen kaukana Digitasta. BT toimii hyvin laajasti telemarkkinoilla sekä kiinteissä että mobiileissa verkoissa ja sekä tukku- että vähittäismarkkinoilla. Vodafone puolestaan on yksi globaaleista telejäteistä, joka on paljolti myynyt mastoliiketoimintonsa ja keskittyy siten palveluihin. Loput verrokeista ovat energiamarkkinoilta. Energiamarkkinat voivat olla hyvä vertailukohta Digitalla, mutta vain jos kyse on jakeluverkkotoiminnasta. Energian tuotanto ja myynti ovat kokonaan erilaisella markkinalla. Energiamarkkinoiden verrokeista edes lähelle verkkotoimintaa pääsevät Enel, Iberdrola ja EON, lähimmäksi luultavasti EON. Digitan kanssa edes osin samalla markkinalla, tv- ja radiomastojen operoinnissa, toimii vain yksi verrokkilistan yritys, italialainen Rai Way.

Digitan poikkeuksellisen vakaa asema näkyy hyvin sen hintojen ja liikevaihdon vakaudessa. Seuraava kuva havainnollistaa tv:n valtakunnallisen kanavanipun A hintakehitystä, joka osoittaa merkittävää riippumattomuutta markkinan vaihtelusta.



Seuraava kuva havainnollistaa Digitan liikevaihdon kehitystä 2017–2023. Myös tämä osoittaa Digitan merkittävää riippumattomuutta yleisestä markkinakehityksestä. On huomattava, että tarkastelujaksolle osuu mm. koronakriisi, joka aiheutti markkinoilla yleisesti vakavaa turbulenssia alkuvuodesta 2020. Digita sen sijaan kasvatti liikevaihtoaan myös tuona aikana.



Digitan asiakkaat eivät käytännössä voi sopeuttaa Digitalta ostamaansa jakelukapasiteettia lyhytaikaisten markkinamuutosten takia. Usein tv- ja radioyhtiöt ostavat kiinteän määrän kapasiteettia koko toimilupakauden ajaksi. Kun lisäksi Digitan hinnat ovat lähes kiinteitä, tulos näkyy Digitan liikevaihdon vakautena. Yleinen markkinavaihtelu ei Digitaan vaikuta.

Verrokkiyhtiöiden valinta vaikuttaa osin satunnaiselta

PwC:n valitsema lista ei sisällä yhtäkään yritystä viraston edellisen kohtuullisen tuoton arvioinnin listalta. Vuoden 2021 päivityksessä⁴ mukana olleet yritykset olivat Cyfrowy Polsat S.A., Tele Columbus AG, Telenet Group Holding NV, Vonetize 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. Vuoden 2016 versiossa mukana oli vain 5 yritystä: Cyfrowy Polsat, Tele Columbus, Telenet Group Holding, Telenor, Rai Way; näistä vain Rai Way on nyt mukana. Myös valinnan periaatteissa on eroja, sillä viraston mukaan vuoden 2021 versiossa verrokkiyritysten valinnassa korostuivat yritysten ”toiminnan sijoittuminen Eurooppaan, liiketoiminnan vertailtavuus Digitan kanssa ja kustannusrakenne, sekä ennen kaikkea verrokkiyritysten luokiteltavuus ns. infrastruktuuriyrityksiksi, jotka omistavat ja operoivat viestintäverkkoja”. Nyt edes laajasti ottaen telealalla verrokkiyrityksistä on vain noin puolet, eikä näistäkään kaikkia voida pitää infrastruktuuriyrityksinä. PwC:n valitsema lista poikkeaa merkittävästi myös Berecin tätä varten määrittämästä listasta⁵.

⁴ Traficom 6.5.2021. Tuottoprosentti televisio- ja radiolähetyspalveluiden markkinoilla.

https://www.traficom.fi/sites/default/files/media/file/Sitoutuneen_p%C3%A4%C3%A4oman_tuoton_parametrit_M18.pdf

⁵ [https://www.berec.europa.eu/system/files/2024-](https://www.berec.europa.eu/system/files/2024-07/BoR%20%2824%29%20102%20BEREC_WACC%20parameters%20Report_2024_1.pdf.pdf)

[07/BoR%20%2824%29%20102%20BEREC_WACC%20parameters%20Report_2024_1.pdf.pdf](https://www.berec.europa.eu/system/files/2024-07/BoR%20%2824%29%20102%20BEREC_WACC%20parameters%20Report_2024_1.pdf.pdf)

Vuoden 2021 muistiossaan virasto totesi verrokkiyhtiöiden valinnan olevan vaikeaa ja totesi seuraavasti: "Osakemarkkinoilla listattujen eurooppalaisten maanpäällisten TV- ja radiolähetysyhtiöiden määrä on rajallinen, joten sopivien verrokkiyritysten löytäminen Digitan säänneltyjen toimintojen betan arviointiin voidaan tehdä vain rajallisesta määrästä yrityksiä." Vaikeus ei selvästikään ole poistunut mihinkään. PwC on käyttänyt valinnassa omia kriteereitään, ja niiden mukaan kelvataksaan verrokiksi yhtiön tulee mm. tarjota "yleishyödyllisiä palveluja sekä liiketoiminnan tulisi joko siirtää tai jakaa dataa/tietoa (esim. mastotoimijat ja tieto- ja viestintäteknologiaa harjoittavat tahot, kuten teleoperaattorit) tai operoida pääomavaltaista verkkoinfrastruktuuria (esim. energiayhtiöt)". Toisaalta esimerkiksi toiminnan sääntelyä ei otettu huomioon ratkaisevana tekijänä.

Digitaa hyvin vastaavia verrokkeja ei lyhyen arvioinnin perusteella löydy edes PwC:n ns. pitkältä listalta. Listalla on kuitenkin huomattava määrä selvästi Digitasta poikkeavia yrityksiä, esimerkiksi media-yhtiöitä ja useita energiayhtiöitä. Nämä vastaavat paremmin Digitan asiakkaita kuin Digitaa itseään. Toisaalta pitkällä listalla on useita mm. Pohjoismaiden ja Baltian markkinoilla toimivia tele-yrityksiä, jotka omistavat myös televerkkojen infrastruktuuria. Tällaisia ovat esimerkiksi Elisa, Telia, Telenor ja Tele2. Pitkällä listalla on myös mm. televerkkojen infraan keskittyvä Cellnex⁶. Näiden kaikkien velattomat betat ovat huomattavan alhaisia PwC:n valitseman verrokkiyhtiöiden mediaaniin verrattuna, mutta nämä eivät siis ole mukana lopullisella listalla. Käsittääksemme Digitan systemaattinen riski on kaikkia näitäkin yrityksiä alempi mm. pitkien sopimusten, vahvan markkina-aseman ja erittäin vakaiden hintojen takia.

Yhteenveto verrokkiyhtiöiden valinnasta

PwC:n perustelut verrokkiyritysten valinnalle ovat sinänsä hyväksyttäviä, ja myös menetelmä itsessään on laajasti tunnistettu. Myös vaikeus löytää verrokkiyhtiöitä on hyvin tunnistettu. Määrityksen ongelmia ei kuitenkaan ole ratkaistu: PwC ei ole kyennyt löytämään Digitan toiminnalle verrannollisia yrityksiä. Lisäksi PwC on jättänyt huomioimatta Digitan liiketoimintaa keskeisesti turvaavia tekijöitä, kuten yleisestä markkinakehityksestä lähes riippumattoman kokonaiskysynnän, hintasääntelyn ja vahvan markkina-aseman.

Voidaan perustellusti väittää, että valituilla verrokkiyhtiöillä on vain löyhä yhteys Digitan liiketoimintaan, erityisesti Digitan säänneltyyn tv- ja radioverkkojen toimintaan. Verrokkilistan yritykset eivät mielestämme ole kovin hyviä vertailukohtia Digitalle. On vaikea nähdä, että pääosin eri toimialoilla ja eri maissa toimivat yritykset kohtaisivat markkinariskin samalla tavalla kuin Digita Suomessa. Arviomme mukaan verrokkiyhtiöistä lähimpänä Digitaa ovat Rai Way ja EON. Näiden systemaattinen riski arvioidaan alhaiseksi, sillä Rai Wayn velaton beta on 0,30 ja EONin 0,39. Vertailuryhmän yhteys Digitan systemaattiseen riskiin jää heikoksi ja siksi Digitan systemaattinen riski arvioidaan liian korkeaksi.

Betan määrittäminen

PwC määrittää betan kahdessa vaiheessa: ensin velattoman betan ja sen jälkeen oman pääoman betan. Velaton beta kuvaa yrityksen liiketoiminnan systemaattista riskiä ilman rahoitusrakenteen vaikutusta, ja siten parametri pyrkii mittaamaan nimenomaan liiketoiminnan riskisyyttä. Tämän

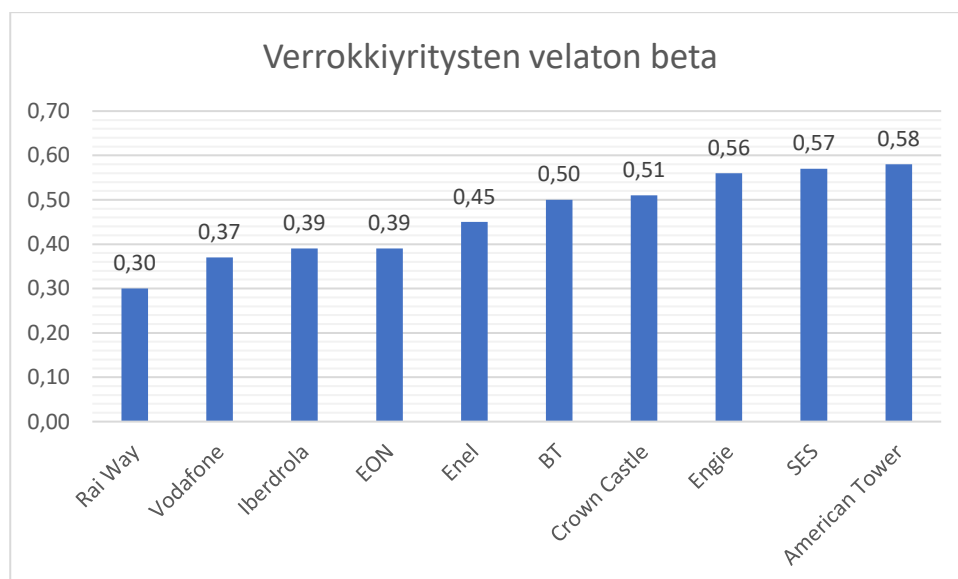
⁶ Yhtiöt on mahdollisesti jätetty lopulliselta listalta pois alhaisen selityksasteen takia.

parametrin PwC määrittää edellä kuvatulla tavalla verrokkiyhtiöiden avulla. Rahoitusrakenteen vaikutuksen poistaminen parantaa vertailtavuutta, mutta määrittäykseen liittyy kuitenkin edellä kuvattuja tulosta vääristäviä haasteita. PwC:n määrittämät velattomat betat esitetään seuraavassa taulukossa.

Yhtiö	Velaton beta	Selitysaste
Rai Way	0,30	0,17
American Tower	0,58	0,35
Crown Castle	0,51	0,34
SES	0,57	0,50
Vodafone	0,37	0,34
BT	0,50	0,22
Enel	0,45	0,50
Iberdrola	0,39	0,32
EON	0,39	0,32
Engie	0,56	0,42

PwC antaa yksittäisille verrokkiyrityksille vain estimoinnilla saadun betan arvon ja selitysasteen. PwC ei kuitenkaan kerro estimaatin hajontaa, jonka avulla voitaisiin arvioida estimaatin luottamusväliä tai verrata eri yhtiöiden estimaattien luotettavuutta. Tämä olisi tärkeä lisä analyysiin, sillä yksittäisen yhtiön betan määrittäminen ei koskaan ole täsmällisen tarkkaa.

Kun PwC:n määrittämät beta-arvot järjestetään, saadaan seuraavan kuvan mukainen tulos.



Yleensä mediaani tarkoittaa keskimmäistä arvoa, mutta koska tässä havaintoja on parillinen määrä, mediaani tarkoittaa kahden keskimmäisen havainnon keskiarvoa. Tulos on siis Enelin ja BT:n arvojen keskiarvo eli 0,475. Vaihteluväli on huomattava (0,30–0,58) ja mediaaniarvo sijoittuu lähemmäksi vaihteluvälin ylärajaa. Mediaani on luonnollisesti yksi tapa määrittää otosta edustava yksittäinen arvo, mutta mitenkään automaattisesti oikea se ei ole. Esimerkiksi keskiarvo olisi hieman alempi, 0,46. Suurempi merkitys on kuitenkin verrokkiyritysten valinnalla: listalla on useita korkean systemaattisen riskin yrityksiä, joiden verrannollisuus Digitaaliseen jää mielestämme hyvin heikoksi.

Toisaalta listalta on jätetty pois useita alhaisen systemaattisen riskin yrityksiä, jotka käsittääksemme voisivat olla paremmin Digitan kanssa verrannollisia.

PwC:n laskelmassa velaton beta muutetaan takaisin oman pääoman betaksi olettamalla pääomarakenne verrokkiryhmän mukaiseksi. Verrokkiryhmässä velan osuuden mediaani on 44 %, ja oman pääoman beta lasketaan teorian mukaisesti. Tältä osin laskelma noudattaa vakiintuneita käytäntöjä ja laskelma on toistettu oheisessa taulukossa. Taulukossa on myös RadioMedian vertailulaskelma tilanteessa, jossa velaton beta haetaan alhaisen systemaattisen riskin verrokkiryityksistä (mukaan lukien pitkän listan yritykset) ja muuten parametrien oletetaan pysyvän ennallaan.

Komponentti	Arvo PwC:n laskelmassa	Vertailulaskelma
Velaton beta (β_a)	0,48	0,30
Velan osuus ($D; D/(D+E)$)	0,44	0,44
Oman pääoman osuus ($E; E/(D+E)$)	0,56	0,56
Veroaste (t)	20 %	20 %
Oman pääoman beta (β_e)	$0,78 [\beta_a * (1+(1-t) * (D/E))]$	0,48

Vertailulaskelma kuvaa verrokkiyhtiöiden valinnan merkitystä. Digitan systemaattinen riski on käsittääksemme erittäin alhainen, mikä näkyy mm. siinä, että Digita on säilyttänyt tulonsa vakiona yleisestä markkinatilanteesta riippumatta. Siksi verrokkiryitykset tulisi hakea vastaavassa asemassa olevista yrityksistä, ja tällöin päädyttäisiin todennäköisesti velattoman betan arvoon 0,30 tai sitä alemmaksi. Tällöin oman pääoman beta olisi korkeintaan 0,48.

Markkinariskipreemion määrittäminen

Markkinariskipreemion määrittämiseen ei ole mitään yhtä oikeaa tapaa eikä preemiolle ole löydettävissä yhtä oikeaa tasoa. Tätä epävarmuutta kompensoidakseen PwC hyödyntää useita eri lähteitä, jotka antavat preemiolle keskenään melko erilaisiakin arvioita seuraavan taulukon mukaisesti.

Lähde	ERP-arvio
Berec	5,95 %
PwC	8,30 %
Damodaran	4,86 %
Fernandez ym.	5,70 %
Kroll	5,50 %

Määrittämissä epävarmuutta kuvaavat hyvin mm. Fernandezin ym. kyselytutkimuksen tuloksen vaihteluväli, 3,0–8,0 %. Lisäksi PwC:n oma tutkimus⁷ antaa muista lähteistä selvästi poikkeavan ja korkean arvon, 8,30 %. PwC:n tutkimuksella on varmasti ansionsa, mutta PwC itsekin pitää tulosta poikkeuksellisina ja osin yllättävänä. PwC itse asiassa selittää tulosta sillä, että institutionaaliset sijoittajat ovat vähentäneet omistuksiaan Suomen kaltaisilla reunamarkkinoilla, mikä on aiheuttanut Suomen pörssissä myyntipaineita ja johtanut laskeviin osakekursseihin. Näin siitä

⁷ <https://www.pwc.fi/fi/tiedostot/PwC-Osakemarkkinan-riskipreemio-Suomen-markkinoilla-2024.pdf>

huolimatta, että korot ovat jo kääntyneet laskuun. PwC toteaa tuloksen osoittavan, että "sijoittajat vaativat tällä hetkellä suhteellisen korkeaa preemiota yli riskittömän koron kompensoidakseen suomalaisiin pörssiyhtiöihin liittyvää, korkeaksi mieltämäänsä riskiä". Toisaalta riskiä selittäisi ehkä erityisesti markkinan heikko likviditeetti eivätkä yritysten liiketoimintaan liittyvät riskit.

PwC päätyy määrittämään markkinariskipreemiolle vaihteluvälin niin, että vaihteluvälin alareuna asetetaan Berecin arvion mukaan (5,95 %) ja yläreuna PwC:n, Damodaranin ja Fernandezin ym. tulosten keskiarvona (6,29 %). Lähteitä on useita, mikä on toivottavaa, mutta PwC:n arvio on selvästi muista poikkeava. Kun PwC lisäksi selittää korkeaa tulosta muilla kuin yritysten liiketoimintaan sisältyvillä riskeillä, on perusteltua jättää PwC:n tulos selvästi muista poikkeavana pois tarkastelusta. Jos PwC:n oma arvio jätetään ylärajan määrittelystä pois, Damodaranin, Fernandezin ym. ja Krollin arvioiden keskiarvo on 5,35 % eli PwC:n alarajana käyttämää Berecin arviota alempi. Ilman PwC:n omaa arviota kaikkien muiden arvioiden keskiarvo on 5,5 %.

Markkinariskipremio tulisi asettaa useiden lähteiden konsensuksen mukaisesti välille 5,0–6,0 %, esimerkiksi arvoon 5,5 %.

Vieraan pääoman korkotason määrittelyn arviointi

Vieraan pääoman korkotaso määritetään kahdella komponentilla: riskittömällä korolla ja riskipreemiolla. Tämä on perusteltu lähestymistapa. PwC arvioi vieraan pääoman korkotasoa laajasti mm. edellä mainitun Damodaranin tutkimusten ja omien selvitysten perusteella. Näiden antamien tulosten välillä ei ole suurta eroa: velkapreemioksi saadaan noin 1,7 %.

Velkapreemion määrittelyyn liittyy vastaavia haasteita kuin mm. betan määrittelyyn: vertailtavuus Digitaan. Esimerkiksi Damodaranin selvityksessä referenssi haetaan kategorioista 'Cable TV' ja 'Broadcasting', ja PwC:n omassa selvityksessä kategorioista 'kaapeli- ja satelliittipalvelut', 'telekommunikaatio' ja 'energia'. Siten ei ole mitenkään selvää, että nämä referenssit kuvaisivat juuri Digitalta vaadittavaa vieraan pääoman riskipreemiota. Kuten todettiin edellä, Digitan liiketoiminta on hyvin vakaata.

Selvempi ongelma liittyy riskittömän koron arviointiin, mitä kommentoitiin jo edellä. Riskittömän koron referenssi PwC:n arviossa perustuu poikkeukselliseen ajanjaksoon, joka ei mielestämme edusta Digitan investoinneissaan kohtaamaa todellisuutta. Riskittömän koron ja sitä kautta vieraan pääoman tuottovaatimuksen tulisi siten olla 1,0–1,5 prosenttiyksikköä alhaisempi.

Digitan pääomarakenteen arviointi

Oman ja vieraan pääoman sallitut tuotot ovat tärkeä osa HMM-hintasääntelyä. Silti ne ovat vain osa. Siksi haluamme kiinnittää huomiota siihen, että tuottoa tulee laskea vain sellaiselle pääomalle, joka todellisuudessa sitoutuu säänneltyyn tv- ja radiotoimintaan. Lisäksi sitoutuneen pääoman määrä tulee arvioida tehokkaan toimijan vaatimusten mukaisesti.

Radiojakelun hintasääntelyssä tuotannollisen pääoman arvostus perustuu nykyisin jälleenhankintahinnan perusteella määritettävään nykykäyttöarvoon. Määrittelyyn liittyy useita epävarmuustekijöitä, ja käsityksemme mukaan virasto ei riittävästi huomio toiminnan tehokkuuden vaatimusta hinnoittelun valvonnassa. Digitan tuotantorakenne on nykyaikaiseen tehokkaaseen

toimijaan verrattuna tehoton ja lisäksi valvonnassa on sallittu Digitan mm. muuttaa (pidentää) keskeisten omaisuususerien pitoaikoja. Tämä johtaa pääoman yliarvostamiseen, jopa moninkertaisiin poistoihin ja liian korkeisiin hintoihin. Haluamme muistuttaa siitä, että pääoman tuottoprosentin ohella pääoman arvon määrittäminen oikein on keskeisen tärkeää. Kun pääoman tuotto lasketaan kaavalla $wacc \times \text{pääoma}$, virheet kummassa tahansa komponentissa johtavat virheeseen hinnoittelussa.

Johtopäätökset

Digitan säännellyn toiminnan poikkeuksellisen turvattu asema markkinan vaihteluja vastaan jää viraston selvityksessä tunnistamatta ja siksi Digitan systemaattinen riski arvioidaan liian korkeaksi. Kuten edellä kommentoimme, viraston riskiarvioita tulisi korjata useassa kohdassa: riskitön korko arvioidaan liian korkeaksi, betan määrittämisessä käytettävät verrokkiyritykset johtavat Digitan suojattuun asemaan verrattuna liian korkeaan betaan ja markkinariskipreemio arvioidaan liian korkeaksi. Yhteisvaikutuksena esitys pääoman sallitusta tuotosta on useita prosenttiyksikköjä liian korkea, kuten seuraavassa yhteenvetotaulukossa kuvataan.

Komponentti	Arvo PwC:n laskelmassa	Vertailulaskelma
Velaton beta (β_a)	0,48	0,30
Velan osuus ($D; D/(D+E)$)	0,44	0,44
Oman pääoman osuus ($E; E/(D+E)$)	0,56	0,56
Veroaste (t)	20 %	20 %
Oman pääoman beta (β_e) $[\beta_a * (1+(1-t) * (D/E))]$	0,78	0,48
Markkinariskipreemio (ERP)	5,95–6,29 %	5,5 %
Riskitön korko (R_f)	2,95 %	1,5 %
Oman pääoman tuottovaatimus, post tax (R_e) $[R_f + \beta_e * ERP]$	7,56–7,82 %	4,14 %
Velkapreemio	1,78 %	1,78 %
Vieraan pääoman tuottovaatimus (R_d) $(R_f + \text{velkapreemio}) * (1-t)$	3,78 %	2,62 %
WACC, verojen jälkeen $[E/(D+E) * R_e + D/(D+E) * R_d]$	5,90–6,04 %	3,47 %
WACC ennen veroja $[(WACC \text{ verojen jälkeen})/(1-t)]$	7,37–7,55 %	4,34 %

Virasto esittää sallitun tuoton vaihteluväliksi 7,37–7,55 %, mutta yllä esitetyillä perusteilla käsityksemme kohtuullisesta tasosta on selvästi alempi: oma arviomme on 4,34 %.

Lopuksi

Pääoman kohtuullisen tuoton arviointi on osa Traficommin tekemää kustannussuuntautuneen hinnoittelun arviointia. Kuten olemme yllä esittäneet, käsityksemme kohtuullisen tuoton tasosta on toisenlainen kuin asiantuntijalausunnon antaneella PwC:llä. Arviomme mukaan PwC:n analyysi ei tunnista Digitan poikkeuksellisen suojattua asemaa oikein, ja siksi pääoman sallittu tuotto arvioidaan liian korkeaksi.

Aiemmissa lausunnoissamme kuvatuin tavoin kustannussuuntautuneen hinnoittelun noudattamatta jättämisellä on erittäin merkittäviä haitallisia vaikutuksia suomalaiseen kaupalliseen radiotoimintaan. Digitan ylihinnointelu voi pahimmillaan merkitä sitä, että radiotoimijat joutuvat rajoittamaan ohjelmatarjontaansa, kanavavalikoiman määrää tai monipuolisuutta taikka kanavien väestöpeiton laajuutta. Näin ollen pyydämme, että Traficom uudelleenarvioi kohtuullista tuotto prosenttia ja sen laskennassa käytettäviä parametrejä televisio- ja radiolähetyspalveluiden markkinoilla.

RadioMedia ry

Stefan Möller
toimitusjohtaja

Anna Paimela
johtava asiantuntija

RadioMedia ry on kaupallisen radiotoimialan kattojärjestö, jonka tehtävänä on edistää kaupallisen radiotoiminnan harjoittamista ja tukea alan kehitystä Suomessa. Liitto edustaa sekä paikallisia että valtakunnallisia radiotoimijoita Suomessa.

Lisätietoja: Anna Paimela, anna.paimela@radiomedia.fi, +358 40 1648626.