



AKOS

AGENCIJA ZA KOMUNIKACIJSKA
OMREŽJA IN STORITVE
REPUBLIKE SLOVENIJE

Številka: 38231-7/2017/40

Številka: 38241-8/2017/75

Datum: 24.08.2018

Zadeva: Odgovori na mnenja in pripombe zainteresirane javnosti na objavljeno Metodologijo in izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC) za cenovno regulacijo elektronskih komunikacij

Agencija za komunikacijska omrežja in storitve (v nadaljevanju: Agencija) je na podlagi Priporočila Komisije C(2018) 3644 final z dne 8.6.2018 in v skladu s členom 7a Direktive Evropskega parlamenta in Sveta 2002/21/ES z dne 7. marca 2002 o skupnem regulativnem okviru za elektronska komunikacijska omrežja in storitve (okvirna direktiva) v zadevi SI/2018/2050 Veleprodajni visokokakovostni dostop na fiksni lokaciji v Sloveniji – pregled trga, pripravila novo metodologijo in izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC) za cenovno regulacijo elektronskih komunikacij. Navedena Metodologija in izračun vrednosti WACC¹ je bila objavljena na spletni strani Agencije dne 21.06.2018.

Skladno z 204. členom ZEKom-1 je Agencija dolžna pridobiti in primerno upoštevati mnenja zainteresirane javnosti. Agencija je zainteresirano javnost pozvala, da poda pripombe in predloge na objavljen model najkasneje do 15. 08. 2018. V navedem roku je podala pripombe na model izračuna WACC družba Telekom Slovenije d.d. (v nadaljevanju: Telekom Slovenije). V okviru tega dokumenta, izhajajoč iz posredovanih pripomb zainteresirane javnosti, Agencija podaja pojasnila ter dodatne obrazložitve k zadevnemu modelu izračuna WACC.

Pri tem dokument sledi vrstnemu redu prejetih pripomb, kot so podane v Pripombah na Model izračuna WACC Telekoma Slovenije.

Telekom Slovenije predlaga spremembo parametra Beta brez zadolženosti (in hkrati tudi Beta z zadolženostjo), tako, da se uporabi javno dostopno podatkovno bazo Dr. Damodarana, po kateri Beta brez zadolženosti za 'Emerging Markets' znaša 0,74. Telekom Slovenije doda, da to ustreza definiciji WACC, kot jo Agencija navaja v svojem dokumentu 'Teoretično gledano je diskontna stopnja oportunitetni strošek, ki je enak pričakovanemu donosu za alternativne naložbe s približno enako stopnjo tveganja kot obravnavana naložba'. Dodatno navajajo, da je Agencija podatke iz baze Dr. Damodarana uporabila tudi za izračun ERP, tako da bi z uporabo elementov za izračun WACC iz istega podatkovnega vira dosegli tudi večjo konsistentnost. Agencija je pri izračunu uporabila podatke iz baze Capital IQ, ki ni javno dostopna baza, kar pomeni, da podatkov Agencije ni mogoče preveriti.

Agencija odgovarja, da se je pri izračunu vrednosti parametra beta (z zadolženostjo in brez zadolženosti) odločila za upoštevanje nekajletne vrednosti parametra beta, kot le ta znaša za edinega slovenskega

¹ <https://www.akos-rs.si/metodologija-in-izracun-vrednosti-wacc>



telekomunikacijskega operaterja, katerega delnice kotirajo na borzi. Agencija je tako pri izračunu vrednosti beta upoštevala štiriletno mesečno povprečno vrednost bete brez zadolženosti podjetja Telekom Slovenije v vrednosti 0,53. Beta brez zadolženosti v višini 0,53 se je prilagodila z upoštevanjem optimalne – ciljne stopnje zadolženosti Telekoma Slovenije na dan 30.9.2017 (52,15%) in davčne stopnje (19%), tako da je pri nadaljnjih izračunih upoštevana beta z zadolženostjo v višini 0,76. S tem se izključijo vsa morebitna nihanja vrednosti navedenega parametra. Vsi navedeni podatki so pridobljeni iz podatkovne baze Capital IQ, saj navedeni podatki na spletnih straneh Dr. Damodarana v taki obliki niso dosegljivi in jih zato Agencija niti ne bi mogla uporabiti pri svojem izračunu.

Agencija na tem mestu poudarja, da je model izračuna WACC sledil v čim večji meri smernicam študije Evropske komisije o enotnem pristopu k izračunu WACC (v nadaljnjem besedilu: študija EK)² iz katere izhaja, da naj bi se vrednost parametra beta brez zadolženosti gibala v razponu med 0,50 in 0,67, čemur upoštevana vrednost v izračunu tudi zadosti.

Agencija še dodaja, da po definiciji International Monetary Fund (IMF)³, Slovenija sodi med 'Advanced Economies', tj. razvita gospodarstva. Torej je umeščena Slovenija med razvita gospodarstva oziroma razvijajoča se gospodarstva stvar interpretacije posamezne institucije oziroma avtorja.

WACC je diskontna stopnja, s katero se ovrednoti dovoljen donos naloženega kapitala. Pomemben je za regulativne namene, saj je eden od glavnih elementov pri določanju stroškovno naravnanih cen in izvajanja računovodskih obveznosti. WACC igra pomembno vlogo pri določanju stroškovno naravnanih reguliranih cen, ker določa sprejemljivo stopnjo donosa za vložen kapital. Regulirane cene bi morale reguliranemu podjetju omogočiti, da financirajo (učinkovite) naložbe, hkrati pa prosilcem dostopa zagotovijo učinkovite cenovne signale za 'graditi ali kupiti'.

Telekom Slovenije v nadaljevanju pripominja, da je korekcija izračuna WACC nujna, kar kaže tudi primerjava stopenj WACC za bakreno omrežje pred davki med trenutnim predlogom WACC, kot ga je izračunala Agencija, in WACC, kot so ga izračunali drugi regulatorji v EU in iz katere je jasno razvidno, da bi bil WACC za Telekom Slovenije precej pod mediano operaterjev v EU.

Agencija na navedeno odgovarja in ugotavlja, da je Telekom Slovenije v tabeli navedel vrednosti WACC pred davki za bakrena omrežja, ki trenutno veljajo za regulirana telekomunikacijska podjetja v EU. Agencija je navedene vrednosti preverila in ugotovila, da so regulatorji izračune vrednosti WACC opravili med letoma 2013 in 2017. Vrednosti parametrov, na katerih temelji izračun, se v času spreminjajo, tako da tako enostavna primerjava ni ustrezna. Obrestne mere v zadnjih letih znatno padajo in dosežajo celo negativne vrednosti, kar vsekakor vpliva tudi na nižjo izračunano vrednost WACC v zadnjih letih.

Agencija je iz zgornjih podatkov izračunala, da je bila povprečna vrednost WACC, ki je bila izračunana v letu 2017, za 9 držav EU 7,31%, povprečna vrednost WACC, ki je bila izračunana v letu 2016, za 7 držav EU pa 7,81%. Torej je povprečna vrednost WACC v zadnjih dveh letih padla.

²<https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/news/commission-publishes-study-common-approach-calculation-weighted-average-cost-capital-telecoms>

³http://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/SVN



Agencija v svojem izračunu WACC že sledila študiji EK⁴, česar pa za izračune, opravljene v preteklih letih, ne moremo trditi.

V naslednji točki Telekom Slovenije želi opozoriti Agencijo na zahtevo, ki jo ima do Telekoma Slovenije največji lastnik SDH, ki od Telekoma Slovenije dolgoročno zahteva ROE nad 8%, česar pa z WACC po davkih, ki po trenutnih izračunih AKOS znaša 5,8%, ni mogoče realizirati.

Agencija na navedeno odgovarja, da kot regulatorni organ skrbi za zagotavljanje učinkovitega razvoja komunikacijskih omrežij in storitev v korist prebivalcev in poslovnih subjektov Slovenije, skrbi za spodbujanje konkurence in za zagotavljanje enakopravnega delovanja operaterjev elektronskih komunikacijskih omrežij in storitev. Primerna vrednost WACC naj zagotavlja investitorju ustrezen donos na vložena sredstva. Telekom Slovenije je v svojih kalkulacijah in izračunih do sedaj vsa leta uporabljal WACC, višji od 10%, a vrednosti ROE (čista donosnost kapitala) vse od leta 2009 ni nikoli dosegla niti 7% (tabela spodaj), zato ne moremo enostavno sklepati, da ima vrednost WACC tako pomemben vpliv na končni izračun vrednosti ROE.

Davčni: SI98511734															
Veliko: Velike enote															
Dejavni: J 61.100 TELEKOMUNIKACIJSKE DEJAVNOSTI PO VODIH															
Gvaop Kategorije	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017			
[425] Čista donosnost kapitala	10,90	9,52	11,08	6,51	-31,14	2,94	5,90	6,35	2,37	6,36	5,62	0,24			
Vir: Ajpes - podatkovna zbirka letnih poročil															

V zadnji pripombi Telekom Slovenije navaja, da je nujno popraviti tudi izračun premije za NGN omrežja, saj se pri izračunu mediane uporablja NGA premija za Luksemburg, ki ni izračunana, pač pa je izenačena s premijo za NGN Francije (vir: ILG; Explanatory Note; Regulatory Cost of Capital for fix and mobile network activities; May 2016, str.19; tč. 61). Navajajo, da se je posledično uporabil dvakrat isti podatek, kar nepravilno znižuje mediano NGA premije drugih operaterjev, ki bi morala v skladu s spodnjim prikazom pravilno znašati 2,85%

Agencija je določila premijo za NGA omrežja v višini 2,5%, ki predstavlja povprečje dosegljivih podatkov NGA premij evropskih regulatorjev. V ta nabor sodi tudi premija za NGA omrežje luksemburškega regulatorja, ki je samostojen organ iz samostojne države. Na kakšen način pa je regulator določil premijo za NGA (benchmark ali lastni izračun), pa po mnenju Agencije v tem primeru ni bistven. Na podlagi navedenega Agencija ohranja NGA premijo v višini 2,5%, kar je tudi skladno s študijo EK, ki predpostavlja premijo pri NGA omrežjih.

⁴<https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/news/commission-publishes-study-common-approach-calculation-weighted-average-cost-capital-telecoms>