

Naša št.: 0/15-10795/1-2019

Vaša št.: **3832-51/2019**

Datum: 9. 12. 2019

Pošta Slovenije d.o.o.  
Slomškovo trg 10  
2500 MARIBOR  
telefon: (02) 449 2000  
telefaks: (02) 449 2111  
e-pošta: info@posta.si  
www.posta.si

**Agencija za komunikacijska omrežja  
in storitve Republike Slovenije**  
p. p. 418  
1001 Ljubljana

**info.box@akos-rs.si**

## **Izračun tehtanega povprečnega stroška kapitala na dan 31. 12. 2018 – pripombe, predlogi in mnenja**

V skladu s pozivom Agencije za komunikacijska omrežja in storitve RS (v nadaljevanju: Agencija) št. 3832-51/2019 z dne 22. 11. 2019 v nadaljevanju pošiljamo pripombe, predloge in mnenja v povezavi z izračunom tehtanega povprečnega stroška kapitala (WACC) za poštne storitve.

V odgovoru sledimo vsebini izračuna, kot nam je bila posredovana, pri čemer navajamo poglavja iz izračuna, za katere menimo, da bi bila potrebna spremembe oziroma prilagoditve, in sicer glede na primerjave s podobnimi študijami drugih poštних operaterjev, izračunom WACC za telekomunikacijske dejavnosti, ki ga je izvedla družba KF Finance (v nadaljevanju: KF) in izračunom WACC, ki ga je za Agencijo v letu 2016 pripravila družba BV Business valuation finance group (v nadaljevanju: BV).

### **5.2.1 Beta in razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom družbe**

KF je v prvem koraku pri izračunu tržnega koeficienta beta ter tržnega razmerja D/E pripravil nabor potencialno primerljivih, oz. podobnih kotirajočih družb na evropskem trgu, ki so nato služile kot tržna primerjava.

KF je pri izračunu uporabil naslednje primerljive družbe:

- Deutsche Post AG
- Royal Mail plc
- Post NL N.V.
- Österreichische Post AG
- CTT – Correios De Portugal, S.A.
- Poste Italiane SpA
- Bpost SA/NV

Izračunano tržno razmerje (mediana) znaša 45,25 %, delež dolga ( $D/(D+E)$ ) pa 31,15 %.

Na drugi strani je BV za leto 2015 delež dolga izračunal na podlagi povprečja primerljivih evropskih poštних podjetij  $D/(D+E)$  v višini 8,9 %, pri čemer je uporabil povprečno stopnjo zadolženosti evropske panoge Post na dan 31. 12. 2016, vir: Bloomberg.



Glede na to, da je časovni zamik pri uporabljenih podatkih zgolj dve leti, je nelogično povišanje deleža dolga za kar 350 %, zato naj KF preveri ustreznost izbire vzorca, Agencija pa naj zahteva uporabo podatkov iz enakih virov. Le na ta način se lahko zagotovi konsistentnost izračuna WACC in preprečijo velika nihanja v njegovi višini, ki niso posledica dejansko spremenjenih razmer na trgu, temveč so le posledica uporabljenih virov podatkov in nekonsistentne metodologije različnih izvajalcev.

Tudi če ne upoštevamo, da so za določitev ciljnega dolga uporabljeni drugačni podatkovni viri kot v prejšnji študiji, ima Pošta pripombo na uporabljen vzorec primerljivih poštних operaterjev, saj ni izveden noben test, ki bi lahko kazal na to, da gre dejansko za primerljiva podjetja. V seznamu daleč najbolj izstopa Posta Italiane Spa, katere razmerje D/E znaša kar 733,72 %, beta brez zadolženosti pa le 0,11. Pri tem velja opozoriti, da je navedena družba v letu 2018 izdala obveznice, kakor je tudi njena dejavnost praktično neprimerljiva z drugimi poštними operaterji, saj večino prihodkov ustvarja z bančnimi in zavarovalniškimi storitvami. Pošta prav tako opozarja na veliko razliko med izračunano aritmetično sredino in izračunano mediano, v kolikor je v vzorec vključena Poste Italiane, saj znaša aritmetična sredina D/E več kot 133 %, medtem ko znaša mediana 45,25 %. Po mnenju Pošte je navedena razlika previsoka in ponovno nakazuje na neustreznost vključitve Poste Italiane v vzorec.

Dodatno velja opozoriti, da je v študiji Weighted Average Cost of Capital (WACC) for the regulated 24-hour mail service in the Netherlands, ki jo je po naročilu ACM izvedla družba The Brattle Group (dosegljivo na: <https://www.acm.nl/sites/default/files/documents/2018-05/annex-c-rapport-the-brattle-postnl-wacc.pdf>), v kateri je navedeno, da Bloomberg uvršča Bpost in Poste Italiane med skupino širših kurirskih storitev, pri čemer so pisma in kurirske storitve podkategorija. Nadalje je iz naveden študije razvidno, da je Poste Italiane sicer vključena med potencialno primerljive družbe, vendar ni prestala testa »likvidnosti« (glej tabelo 1 in tabelo 4 zgoraj navedene študije), zato je bila izločena iz vzorca.

Pošta torej predlaga Agenciji, da prouči uporabo enakih podatkovnih virov, kot so bili uporabljeni v pretekli študiji, prav tako oziroma posledično pa pripravi vzorca. Če se Agencija ne strinja z uporabo enakih virov podatkov, naj podrobneje prouči izključitev Poste Italiane iz vzorca, saj gre – kot predhodno pojasnjeno – za poštne operaterja, ki je neprimerljiv že na podlagi svoje osnovne dejavnosti, kakor tudi z vidika primerljivosti podatkov z drugimi poštними operaterji, ne nazadnje pa je bila Poste Italiane tudi izključena iz vzorca v študiji WACC za nizozemsko pošto. Zgoraj navedeno za izračun ciljne zadolženosti velja tudi za izračun faktorja beta.

Pošta je izračun KF primerjala tudi z izračunom WACC, ki ga je KF pripravljala za Agencijo za področje telekomunikacij in je objavljena na spletni strani Agencije. Pošta ugotavlja, da je bila v tem primeru za določitev ciljne zadolženosti uporabljena drugačna metodologija, kot za izračun za poštno dejavnost in to kljub temu, da je izračun izvedel isti izvajalec. Pri izračunu stopnje zadolženosti za dejavnost telekomunikacij je namreč izvajalec uporabil triletna povprečja neto dolga in tržne kapitalizacije, ki bi jih po mnenju Pošte, glede na to, da gre za drastični skok stopnje zadolženosti za 350 %, moral uporabiti tudi v primeru izračuna za poštno dejavnost.

#### **5.2.4 Premija za majhnost**

V izračunu WACC na dan 31. 12. 2018 je po mnenju Pošte upoštevano, da je Pošta po merilu čistih prihodkov od prodaje velika družba, saj je bil kriterij za velike družbe nastavljen na mejo 100 mio EUR letnih prihodkov (glej poglavje 5.2.1 izračuna KF).

V izračunu WACC na dan 31. 12. 2015 je upoštevano, da je Pošta v primerjavi s podjetji, na podlagi katerih je določena tržna premija za tveganje, majhno podjetje (glej poglavje 6.1.5 Pribitek za tveganje majhnega podjetja izračuna BV).

Pošta sicer ne razpolaga s podatki Duff & Phelps, kakor tudi ne z višinami premij za majhnost, zato prosi Agencijo, da ustrezno prikaže, katera premija in za katero velikost družbe je bila uporabljena.

Nadalje je KF za izračun uporabil podatke Duff & Phelps za leto 2017. Glede na to, da se je izračun WACC izvedel za konec leta 2018, Pošta predlaga, da se pri izračunu uporabijo podatki za leto 2018 oziroma za leto 2019, kar pomeni za obdobje, ki je skladno z obdobjem, za katerega se je pripravil izračun. Po informacijah, s katerimi razpolaga Pošta, so ažurni podatki Duff & Phelps dosegljivi na spletni strani Slovenskega inštituta za revizijo vsem ocenjevalcem vrednosti, žal pa ne tudi Pošti.

V skladu z navedenim menimo, da višina izračunanega WACC ni ustrezna oziroma je prenizka in pozivamo Agencijo, da izračun ustrezno spremeni, upoštevajoč predhodno podane pripombe.

Lep pozdrav.

Pripravil: Boštjan Pernek



Mag. Karmen Lebe Grajf,  
svetovalka posloводства  
(poobl. št. 7/32-7157/1-18, dne 18. 6. 2018)

