

**Izračun stopnje WACC, sredstev za zagotavljanje univerzalne storitve  
Pošte Slovenija na dan 31.12.2018**

*Naročnik:*

***Agencija za komunikacijska omrežja in storitve Republike Slovenije***

*Izvajalec:*

***KF Finance d.o.o.***

*V Ljubljani, november 2019*

## Kazalo

1.	Uvodna določila .....	3
1.1.	Izhodišče .....	3
1.2.	Datum izvedbe analize.....	3
1.3.	Predmet poročila .....	3
1.4.	Obseg opravljenega dela .....	3
1.4.	Omejitve glede uporabe končnih in/ali vmesnih poročil .....	4
2.	Povzetek ključnih ugotovitev.....	5
3.	Kratek povzetek regulativnega okvira .....	5
4.	Teoretična izhodišča in metodologija izračuna stopnje WACC .....	5
4.1.	Teoretična izhodišča določanja WACC .....	5
4.2.	Metodologija izračuna WACC.....	7
5.	Izračun WACC z uporabo CAPM modela .....	8
5.1.	Zahtevana donosnost dolžniškega kapitala.....	8
5.2.	Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala.....	9
5.2.1.	Beta in razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom družbe .....	9
5.2.2.	Premija za kapitalsko tveganje (ERP – Equity Risk Premium).....	13
5.2.3.	Netvegana stopnja donosa .....	14
5.2.3.	Premija za deželno tveganje .....	15
5.2.4.	Premija za majhnost .....	15
5.2.5.	Premija za specifična tveganja.....	16
5.2.6.	Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala .....	16
5.3.	Izračun vrednosti WACC .....	16
5.3.1.	Primerjava izračunov WACC .....	17
6.	Literatura in viri .....	18
7.	Priloge.....	19

## 1. Uvodna določila

### 1.1. Izhodišče

Družba KF Finance d.o.o., ki jo zastopa Bojan Kunovar, se je z Agencijo za komunikacijska omrežja in storitve Republike Slovenije (AKOS), Stegne 7, 1001 Ljubljana (v nadaljevanju: Naročnik) dogovorilo, da v vlogi neodvisnega finančnega svetovalca pripravi izračun tehtanega povprečnega stroška kapitala (angl. Weighted Average Cost of Capital; v nadaljevanju: WACC) za Pošto Slovenije d.o.o. na dan 31. 12. 2018.

### 1.2. Datum izvedbe analize

Analiza je bila pripravljena v dneh od 10.10.2019 do 5.11.2019 na sedežu družbe KF Finance d.o.o.

### 1.3. Predmet poročila

Predmet tega poročila je:

- ugotoviti pravilno stopnjo WACC na dan 31.12.2018,
- obrazložitev razlogov za izbiro posameznih parametrov, ki so upoštevani pri izračunu tehtanega povprečja stroškov kapitala,
- opredelitev in obrazložitev vsakega posameznega parametra in njegove vrednosti, vključene v izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala,
- obrazložitev končnega izračuna tehtanega povprečja stroškov kapitala.

### 1.4. Obseg opravljenega dela

Pristop k analizi je bil zasnovan iz sledečih nalog:

- ✓ Teoretična izhodišča in pregled metodologije v kontekstu določanja WACC.
- ✓ Izračun WACC-a z uporabo CAPM modela na dan 31.12.2018:
  - Pojasnilo in predstavitev metodologije CAPM in za izračun WACC-a.
  - Identifikacija primerljivih borznih podjetij za določitev bete in D/E.
  - Predstavitev in razlaga uporabljenih predpostavk (ter njihove verodostojnosti).
  - Izračun WACC in oblikovanje končnega sklepa.
- ✓ Izračun diskonte stopnje se je pripravil v programu MS Excel.
- ✓ Poročilo o izračunu WACC je bilo pripravljeno v programu MS Word.

## 1.4. Omejitve glede uporabe končnih in/ali vmesnih poročil

To poročilo je bilo pripravljeno izključno za potrebe naročnika. Izvajalec je predloge pripravil na način, ki ga je določil sam, po pravilih stroke in v skladu s svojo strokovno presojo. Pri tem je bil neodvisen od naročnika. V poročilu je izvajalec predstavil ugotovitve, do katerih je prišel tekom dela.

KF Finance d.o.o., kot avtor tega poročila, prav tako ne prevzeme odgovornosti za izgube povzročene s strani uprave ali lastnikov Naročnika, ali tretjih oseb, ki bi nastale zaradi kršitve določila tega poglavja.

KF Finance d.o.o., ni dolžna pričati pred sodiščem ali sodelovati pri pogajanjih v zvezi z vsebino tega poročila, kolikor se o tem dodatno ne dogovori z Naročnikom.

To poročilo ima na dan 21.11.2019 status končnega poročila.

  
  
mag. Bojan Kunovar, univ.dipl.ekon.  
Direktor družbe KF Finance d.o.o.

## 2. Povzetek ključnih ugotovitev

Izračunana stopnja WACC, sredstev za zagotavljanje univerzalne storitve Pošte Slovenija na dan 31.12.2018 znaša 8,26%. Glede na predhodno študijo izračuna WACC na dan 31.12.2015, je ta nižji za 4,39 odstotne točke.

Regulatorju predlagamo, da sledi izračunu WACC predstavljenem v tem poročilu ter da izračun WACC opravi vsako leto, saj se parametri za izračun WACC spreminjajo v času in vplivajo na končen izračun.

## 3. Kratek povzetek regulativnega okvira

V skladu s 36. členom Zakona o poštnih storitvah (Ur. l. RS, št. 51/08, 77/10, 40/14 – ZIN-B in 81/15; v nadaljevanju: ZPSto-2) morajo izvajalci univerzalne poštne storitve voditi ločene računovodske evidence v svojih računovodskih sistemih, ki jasno ločujejo med storitvami in izdelki, ki so del univerzalne poštne storitve, in tistimi, ki to niso. Ti notranji računovodski sistemi, pa morajo delovati na podlagi dosledno uporabljenih in objektivno utemeljenih načel stroškovnega računovodstva. Poleg tega je navedeno, da je potrebno prihodke in stroške razporejati, kjer je to mogoče, neposredno, kjer pa ni, pa posredno preko drugih podlag oz. stroškovnih kategorij. Primer posrednega razporejanja prihodkov in stroškov preko drugih podlag in stroškovnih kategorij je razporejanje tehtanega povprečnega stroška kapitala (WACC), pri katerem izračun njegove vrednosti temelji na podlagi vloženih sredstev, s katerimi se zagotavlja regulirana storitev.

Za izračun stroškov kapitala je v 2. odstavku 5. člena Splošnega akta o ločenih računovodskih evidencah in prepovedi subvencioniranja (Ur. l. RS, št. 29/10; v nadaljevanju splošni akt) predvidena uporaba tehtanega povprečnega stroška kapitala (WACC), ki ga investitorji lahko pričakujejo na kapital angažiran v podjetju za namene izvajanja univerzalne poštne storitve.

Podlaga za pripravo preračunov so bile usmeritve Evropske komisije, podane v študiji „ERGP Report on specific issues related to cost allocation“, ki jo je izdelala skupina evropskih regulatorjev za poštne storitve (angl. The European Regulators Group for Postal Services; v nadaljevanju ERGP) v letu 2013.

## 4. Teoretična izhodišča in metodologija izračuna stopnje WACC

### 4.1. Teoretična izhodišča določanja WACC

WACC je definiran kot stopnja donosa, s katero spremenimo prihodnje donose v sedanjo vrednost. Teoretično gledano je diskontna stopnja oporitosti strošek, ki je enak pričakovanemu donosu na

alternativne naložbe s približno enako stopnjo tveganja kot obravnavana naložba. Tveganje pri tem pomeni stopnjo negotovosti v zvezi z uresničitvijo prihodnjih donosov.

Za izračun diskontne stopnje, se v skladu s teorijo vrednotenja poslužujemo različnih metod (WACC ali CAPM), ki vse temeljijo na podatkih razvitih trgov kapitala. Za razviti trg kapitala se smatra trg, ki je pregleden in ki omogoča posredovanje kvalitetnih podatkov za obdobje, ki je dolgo najmanj 25 let.

Uporabljena definicija diskontne stopnje se mora ujemati z izbrano definicijo prostega denarnega toka:

- ✓ Prosti denarni tok celotnega kapitala → Tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC)
- ✓ Prosti denarni tok lastniškega kapitala → Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala ( $r_e$ )

V reguliranih panogah se za ugotavljanje WACC na splošno uporablja metoda zahtevane stopnje donosa (angl. Capital Asset Pricing Model; v nadaljevanju CAPM), ki je bolj ali manj postal standardna metoda za izračun razumne donosnosti naložbe. Vendar pa metoda CAPM, ki ima trdne temelje v akademskih raziskavah in literaturi in se široko uporablja v finančnem sektorju po vsem svetu, v praksi sproža veliko razprav glede uporabe in ocene parametrov potrebnih za izračun WACC.

Po podatkih ERGP, 13 od 28 držav članic EU, za določanje cen UPS določa na podlagi metodologije *povprečnega stroška kapitala* (angl. *weighted average cost of capital, WACC*). V večini teh držav skupna agencija ureja poštno in telekomunikacijske storitve, pri ocenjevanju WACC pa se sklicuje na metodologijo CAPM, ki temelji na tržnih vrednostih kapitala in dolga. 8 držav članic EU uporabljajo nominalni WACC pred davki in ena država dejanski WACC pred obdavčitvijo. V večini držav vrednost WACC ni javna.

Formula izračuna WACC, kot nominalni strošek pred davki je naslednja:

$$WACC = w_d * r_d + \frac{w_e * r_e}{1 - T}$$

V tej enačbi sta  $w_d$  in  $w_e$  deleža dolžniškega in navadnega lastniškega kapitala, za katera velja, da mora biti njuna vsota enaka 1 ( $w_d + w_s = 1$ ).  $r_d$  in  $r_e$  označujeta strošek dolžniškega kapitala in strošek lastniškega kapitala, medtem ko je  $T$  davčna stopnja davka na dohodek pravnih oseb.

Konkreten izračun WACC je odvisen od uporabljenih (i) teoretičnih metod oz. formul iz teorije poslovnih financ za zahtevane stopnje donosa, (ii) predpostavk glede deleža optimalnega dolga in višine davčne stopnje in (iii) uporabljenih statističnih formul/metod in podatkov za izračun donosnosti.

## 4.2. Metodologija izračuna WACC

V nadaljevanju je prikazana uporabljena metodologija za izračun WACC s pomočjo CAPM modela, ki je podlaga za končni izračun. CAPM je najpogosteje uporabljen model za določanje zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala. Temelji na naslednjih predpostavkah: (i) investitorji so nenaklonjeni tveganjem in za vsako povečanje tveganja zahtevajo višji donos, (ii) racionalni investitorji si prizadevajo za razpršenost portfelja naložb, (iii) vsi investitorji vlagajo v kapital za časovno neomejeno obdobje, (iv) transakcijski stroški niso upoštevani, (v) trg je popolnoma transparenten in likviden.

Formula za določanje zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala je določena na podlagi preprostega CAPM modela. Razširjen CAPM model, ki pa poleg tržnega tveganja upošteva še državno tveganje in premijo za tveganje ocenjevanega podjetja (Damodaran, Chapter 3 Equity Risk Premium) je naslednji:

$$r_e = r_f + \beta_L * (r_m - r_f) + r_c + r_s + r_u$$

V tej enačbi je  $r_e$  zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala,  $r_f$  je netvegana stopnja donosa,  $(r_m - r_f)$  je premija za kapitalsko tveganje (ERP – *Equity risk premium*),  $\beta_L$  je mera občutljivosti donosa opazovane delnice na spremembe povprečnega tržnega donosa,  $r_c$  je premija za deželna tveganja,  $r_s$  premija za majhnost podjetja in  $r_u$  premija za specifična tveganja.

Teoretična prednost uporabe modela CAPM za določanje donosa je v tem, da upošteva tveganost lastniškega kapitala v posamezni dejavnosti v odvisnosti od povezanosti s celotnim tržnim gospodarstvom.

- CAPM model je med finančnimi teoretiki na splošno še vedno upoštevan kot najprimernejša metoda za ocenjevanje stroškov lastniškega kapitala, prav tako tudi Aswath Damodaran, eden izmed največjih strokovnjakov na področju ocenjevanja vrednosti, v svoji literaturi priporoča, da se izračun zahtevane stopnje donosnosti lastniškega kapitala pripravi z uporabo CAPM metode.
- Uporabo CAPM modela pri izračunu diskontne stopnje priporoča tudi Slovenski inštitut za revizijo v dokumentu Strokovno informativno gradivo 1 (točka 27), pripravljenem s strani Odbora za Mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti in je del Hierarhije pravil ocenjevanja vrednosti (Ur. l. RS, št. 106/2010).

## 5. Izračun WACC z uporabo CAPM modela

Ocena vrednosti WACC na podlagi tržnih podatkov temelji na podlagi javno dostopnih podatkov o cenah delnic nabora primerljivih kotirajočih družb.

V nadaljevanju sledimo enakemu zaporedju kot je uporabljen v predhodnem poglavju. Najprej opišemo pristop za oceno zahtevane stopnje donosa dolžniškega kapitala, nato sledi ocena stroška zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala, razmerja med dolžniškim in lastniškim kapitalom, davčne stopnje, in na podlagi teh ocenimo WACC.

### 5.1. Zahtevana donosnost dolžniškega kapitala

Strošek dolžniškega kapitala naj bi odražal trenutne tržne pogoje po katerih so finančni trgi pripravljene posojati reguliranim podjetjem. Odražal naj bi zadnje razpoložljive pričakovane tržne obrestne mere, po katerih se bo podjetje lahko zadolževala.

Večji del posojil v gospodarstvu je danes vezan na referenčno obrestno mero, običajno Euribor, ki pa je variabilne narave. Glede na dolgoročno naravo ocenjevanja vrednosti tako menimo, da je bolj primerno upoštevati (v primeru variabilnih obrestnih mer s pribitkom na Euriborjem) 20-letno mero obrestne zamenjave (Interest Rate Swap), po kateri lahko podjetje spremeni plačevanje variabilne v fiksno obrestno mero.

Zahtevano stopnjo donosa dolžniškega kapitala smo ocenili glede na trenutno stopnjo efektivne obrestne mere, pri čemer smo za daljše časovno obdobje upoštevali še spremembo variabilne obrestne mere oziroma spremembo variabilne obrestne mere v fiksno obrestno mero.

Na podlagi navedenega smo za namen ocenjevanja tega stroška smo uporabili podatke Banke Slovenije o dejanskih fiksnih obrestnih merah za vsa nova posojila nefinančnim družbam v višini nad 1 milijon EUR z ročnostjo nad 1 letom v letu 2018. Izbrana fiksna obrestna mera v višini 1,5 %, predstavlja anualizirano povprečno obrestno mero za dejavnost H (SKD: Promet in skladiščenje), v kateri nastopa družba. **Zahtevano stopnjo donosa smo določili v višini 2,82%**, kar predstavlja 1,5% efektivno obrestno mero Pošte Slovenije v letu 2018, povišano za 20 letno mero obrestne zamenjave (Interest Swap Rate) na dan 31.12.2018 v višini 1,32 %.

Ocenjujemo, da izbrana obrestna mera v višini 2,82% odraža pričakovanja poslovnih bank glede višine prihodnjih obrestnih mer.



## 5.2. Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala

V skladu s CAPM modelom investitorji zahtevajo za lastništvo delnic donos, ki presega netvegan donos zaradi dodatnega tveganja. Osrednji del določanja dodatne nagrade je povezava med tržnim tveganjem in pričakovanimi donosi z vidika investitorja, ki drži tržni portfelj.

Dodatna nagrada je tržna premija za tveganje (angl. Equity risk premium, ERP). Investitorji naj bi bili nagrajeni zgolj za sistematični del tveganja, kateremu se investitor ne more izogniti. Prispevek posameznega podjetja k investitorjevemu sistematičnemu tveganju je merjen z beto, ki meri koreliranost donosov s tržnimi donosi.

Enačba za zahtevan strošek kapitala je:

$$r_e = r_f + \beta_L * (r_m - r_f)$$

Če je  $\beta_L$  (v nadaljevanju: koeficient beta) večji (manjši) od 1, je donos delnice bolj (manj) volatilen od trga.  $\beta_L$  nam pove, v kakšni meri je gibanje donosnosti posamezne naložbe povezano z gibanjem trga.

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

Pred izračunom bete je potrebno opozoriti, da je potrebno ločiti beto za celotna sredstva oz. beto brez zadolženosti, ki izloča vpliv zadolženosti (angl. unlevered, označimo z  $\beta_U$ ), in beto za lastniški kapital oz. beto z zadolženostjo, ki odraža celotne učinke tržnih in finančnih tveganj (angl. levered, označimo  $\beta_L$ ).

Povezavo med obema betama podaja t.i. Hamada enačba (Pratt in Grabowski, 2008), z upoštevanjem katere katere beto z zadolženostjo popravimo v beto brez zadolženosti:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + (1 - T) * \frac{D}{E}}$$

pri čemer  $D$  in  $E$  označujeta obseg dolga in lastniškega kapitala.

Kot prvi korak pri izračunu tržnega koeficienta bete ter tržnega razmerja D/E smo pripravili **nabor potencialno primerljivih oz. podobnih kotirajočih družb na evropskem trgu**, ki bodo služili kot tržna primerjava. V praksi je težko določiti javne družbe, ki bi izvajala le dejavnost univerzalnih poštних storitev. Običajno družbe izvajajo tudi druge storitve kot npr. pošiljanje pošte, paketov, mednarodnih pošilk in različne logistične storitve. Tudi Pošta Slovenije poleg zagotavljanja univerzalnih poštних storitev izvaja druge neregulirane dejavnosti, zato izbrana beta v nadaljevanju odraža sistematična tveganja vseh teh dejavnosti in ne le reguliranih.

Pri izboru družb smo se osredotočili na Evropski trg, saj družbe delujejo pod podobnimi regulativnimi in gospodarskimi pogoji kot Pošta Slovenije in imajo zato podobna sistematična tveganja.

Pošta Slovenije spada po merilu čistih prihodkov od prodaje med velike družbe: njeni prihodki so v letu 2018 znašali 230.154.411 eur. Kot kriterij za dovolj velike družbe smo določili mejo 100 milijonov EUR.

Pri izboru primerljivih družb smo upoštevali, naslednje kriterije:

- ✓ Primerljive družbe delujejo v panogi "Air freight&Logistics" na Evropskem trgu ter izvajajo regulirano dejavnost univerzalnih poštних storitev.
- ✓ Primerljive družbe kotirajo na borzi.
- ✓ Delnice primerljivih družb so likvidne.
- ✓ Prihodki družbe so v zadnjem fiskalnem letu znašali najmanj 100 mio EUR.
- ✓ Primerljive družbe na dan 31.12.2018 niso v postopku združitve ali prevzema.

Naš začetni vzorec je obsegal identifikacijo 11 evropskih družb, ki kotirajo na borzi in so po dejavnosti kar se da primerljive s Pošto Slovenija d.o.o. Od 11 družb jih 7 izpolnjuje vse zgoraj navedena kriterije: Deutsche Post AG, Royal Mail plc, PostNL N.V., Österreichische Post AG, CTT - Correios De Portugal, S.A., Poste Italiane SpA, bpost SA/NV, ki so podrobneje predstavljene v prilogi. *Opisi družb so v angleškem jeziku v izogib popačenju vsebinskih opisov dejavnosti z neustreznim prevodom.* Nabor primerljivih družb, vključno s izbranimi podatki primerljivih družb (cena delnice, število delnic, zadolženost), smo pridobili iz podatkovne baze Capital IQ.

Prvi korak pri izračunu bete brez zadolženosti izbranih primerljivih družb je izračun kazalnika D/E za vsako izmed primerljivih družb. Izračun **razmerja med dolgom in lastniškim kapitalom** smo pripravili na podlagi naslednjih kategorij (na dan 31.12.2018):

- Finančnih obveznosti,
- Tržna kapitalizacija (oz. tržna vrednost kapitala), ki je izračunan kot zmnožek cene delnice ter števila delnic.

Tabela 1: Izračun stopnje zadolženosti na dan 31.12.2018

Stopnja zadolženosti (D/E) na dan 31.12.2018						
Ime podjetja	Valuta	A	B	C=A*B	D	D/C
		Cena delnice	Število delnic (mio)	Tržna kapitalizacija	Finančne obveznosti	D/E
Deutsche Post AG	EUR	23,91	1.233	29.478	16.462	55,84%
Royal Mail plc	GBP	2,72	1.000	2.721	556	20,44%
PostNL N.V.	EUR	2,00	469	937	424	45,25%
Österreichische Post AG	EUR	30,02	68	2.028	10	0,51%
CTT - Correios De Portugal, S.A.	EUR	2,95	150	442	31	6,98%
Poste Italiane SpA	EUR	6,98	1.306	9.122	66.929	733,72%
bpost SA/NV	EUR	8,01	200	1.601	1.025	64,01%
<b>Mediana</b>						<b>45,25%</b>

Vir: Capital IQ, lastni izračun

Na podlagi opravljene analize zadolženosti smo za Pošto Slovenije določili ciljno **razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom (D/E) v višini 45,25 %**, izraženo kot mediana stopnje zadolženosti vseh primerljivih družb. To pomeni, da smo za Pošto Slovenije za potrebe izračun WACC, sredstev za zagotavljanje UPS, določili optimalni **delež dolga (D/D+E) v višini 31,15%** in **delež lastniškega kapitala (E/D+E) v višini 68,85%** v strukturi celotnega kapitala.

Drugi korak pri izračunu bete brez zadolženosti izbranih primerljivih družb je določitev bete z zadolženostjo za primerljivo družbo. Pri določitvi bete z zadolženostjo posamezne primerljive družbe smo uporabili bete na dan 31.12.2018, ki jih navaja podatkovna baza Capital IQ, ki glede na časovni horizont predstavljajo 5-letno mesečno povprečje.

Pri pripravi izračuna bete brez zadolženosti smo tudi pridobili podatke o (efektivni) davčni stopnji izbrane primerljive družbe v zadnjem letu.

Po določitvi razmerja med dolgom in kapitalom (D/E), davčne stopnje in bete z zadolženostjo, smo na podlagi Hamada enačbe izračunali beto brez zadolženosti za posamezno družbo in s tem izločili vpliv zadolženosti. **Beto brez zadolženosti** za Pošto Slovenije, kot vhodni parameter za izračun WACC, sredstev za zagotavljanje UPS na dan 31.12.2018, smo določili kot mediano bete brez zadolženosti primerljivih družb v višini **0,73**. Ker je beta manjša od 1 to pomeni, da donos delnice izvajalcev univerzalnih poštnih storitev manj volatilen kot donos delnice drugih tržnih dejavnosti.

Tabela 2: Izračun beta brez zadolženosti primerljivih družb, 31.12.2018

Izračun D/E in bete brez zadolženosti primerljivih družba na dan 31.12.2018				
	A	B	C	$C/(1+(1-B)*A)$
Ime družbe	D/E	Efektivna davčna stopnja	Beta z zadolženostjo	Beta brez zadolženosti
Deutsche Post AG	55,84%	14,00%	1,11	0,75
Royal Mail plc	20,44%	33,99%	0,48	0,42
PostNL N.V.	45,25%	79,50%	1,16	1,06
Österreichische Post AG	0,51%	27,08%	0,73	0,73
CTT - Correios De Portugal, S.A.	6,98%	39,37%	0,44	0,42
Poste Italiane SpA	733,72%	6,11%	0,87	0,11
bpost SA/NV	64,01%	30,81%	1,15	0,80
<b>Mediana</b>	<b>45,25%</b>			<b>0,73</b>

Vir: Capital IQ; lasten izračun

**Na podlagi omenjenih preračunov za primerljive družbe v dejavnosti smo v nadaljnjih izračunih WACC, sredstev za zagotavljanje UPS na dan 31.12.2018 upoštevali mediano bete brez zadolženosti primerljivih družba v višini 0,73 in mediano razmerja med dolgom in lastniškim kapitalom primerljivih družba v višini 45,25 %.**

Za izračun bete z zadolženostjo Pošte Slovenija je potrebno upoštevati njeno davčno stopnjo oziroma v našem primeru zakonsko določeno davčno stopnjo, ki velja v Sloveniji. Na podlagi navedenega smo pri izračunu bete in posledično zahtevane stopnja donosa lastniškega kapitala v analizi upoštevali **davčno stopnjo v višini 19,0%**.

Beto lastniškega kapitala Pošte Slovenija smo prilagodili z upoštevanjem optimalnega razmerja stopnje zadolženosti na podlagi mediane primerljivih kotirajočih družb v višini 45,25 %, kar pomeni **31,15 % delež dolga (D/D+E) in 68,85 % delež lastniškega kapitala (E/D+E) v strukturi celotnega kapitala. Ob upoštevanju zakonske določene davčne stopnje in optimalne ciljne zadolženosti beta z zadolženostjo za družbo Pošta Slovenija d.o.o. na dan 31.12.2018 znaša 0,99.**

Tabela 3: Izračun bete lastniškega kapitala

Izračun faktorja beta				
Opis		Simbol	Vrednost	Vir / komentar:
Beta brez zadolženosti	A	$\beta_u$	0,73	Mediana (5 letna) bet brez zadolženosti za izbrana podjetja iz dejavnosti "Air freight&Logistics" na dan 31.12.2018 (vir: Capital IQ)
Načrtovano razmerje dolg / lastniški kapital	B	D/E	45,25%	Ciljno razmerje opredeljeno na podlagi mediane D/E razmerja primerljivih družb na dan 31.12.2018 (vir: Capital IQ)
Načrtovana davčna stopnja	C	t	19,00%	Zakonsko določena davčna stopnja za Slovenijo
<b>Beta z zadolženostjo</b>	$A + (1-(1-C)*B)$	$\beta_L$	<b>0,99</b>	Izračun po Hamaha enačbi

## 5.2.2. Premija za kapitalno tveganje (ERP – Equity Risk Premium)

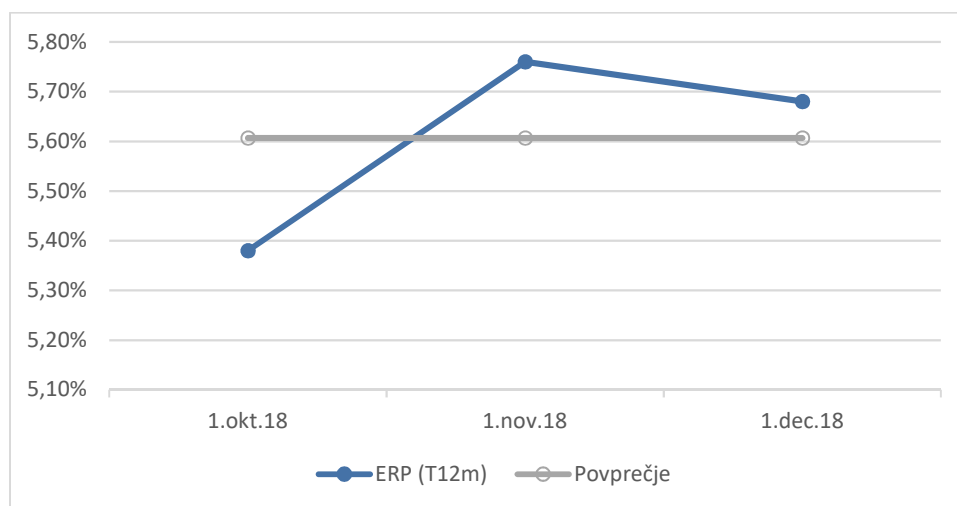
Premija za kapitalno tveganje je stopnja donosa, ki jo naložbenik dodatno zahteva nad netvegano stopnjo donosa, če namesto v netvegane vrednostne papirje vlaga v delnice/deležke podjetij. Premija za kapitalno tveganje se sproti določa na organiziranem trgu lastniških vrednostnih papirjev, in sicer kot razlika med stopnjo donosa določene standardne košare navadnih delnic (npr. S&P 500) in netvegano stopnjo donosa. Premija za kapitalno tveganje dejansko odraža ceno tveganja, ki jo investitorji plačajo za naložbo v lastniški vrednostni papir, ki ima enako stopnjo tveganja kot trg v povprečju.

Tržna premija za tveganje se lahko določi na osnovi zgodovinskih podatkov, zadnje raziskave pa se usmerjajo predvsem na določanje pribitkov za kapitalno tveganje na podlagi bodočih donosov.

Tržna premija za tveganje je dinamična kategorija, ki se spreminja v času in fazah gospodarskega cikla. Kot je predstavljeno v knjigi Pratt, Grabowski: Cost of Capital (3rd edition), empirična študija kaže, da se premija za kapitalno tveganje nahaja v razponu 3,5 % - 6,0 % in da je ciklične narave. V obdobju gospodarske recesije se približuje zgornji meji razpona in v obdobju gospodarskega razcveta se približuje spodnji meji razpona.

Damodaran objavlja na mesečni ravni podatek o implicitni ERP, izračunano na podlagi razlike med povprečnim donosom S&P 500 za preteklih 12 mesecev glede na normalizirano 20-letno netvegano stopnjo donosa (ERP T12m) in na podlagi razlike med povprečnim donosom S&P 500 za preteklih 10 let glede na normalizirano 20-letno netvegano stopnjo donosa (ERP Smoothed).

Slika 1: Gibanje ERP v zadnjem kvartalu 2018



Vir: Damodaran online

**Povprečna implicitna ERP za zadnje četrtletje (oktober 2018 - december 2018) znaša 5,61 %.**

Tabela 4: Izračun premije za kapitalsko tveganje

Premija za kapitalsko tveganje	
Mesec	ERP (T12m)
1.okt.18	5,38%
1.nov.18	5,76%
1.dec.18	5,68%
<b>Povprečje</b>	<b>5,61%</b>

Vir: Damodaran online

Tudi ena najbolj svetovno priznanih finančnih hiš KPMG vsako leto izda poglobljeno študijo o strošku kapitala v Evropi za različne industrije, kjer pomemben del izračuna zajema tudi premija za tveganje. Iz študije je na strani 23 razvidno, da se izračunane premije za tveganje v obdobju 2011-2018 gibajo med 5,2 % in 6,5 %.

Na podlagi aktualnih objav o višini ERP menimo, da je primerna uporaba ERP v okviru izračuna diskontne stopnje v višini 5,61 %, ki ustrezno upošteva stanje gospodarstva in vpliv le tega na kapitalski trg.

### 5.2.3. Netvegana stopnja donosa

Naslednja komponenta v formuli za izračun stroška lastniškega kapitala je **netvegana stopnja donosa**. Analogno predhodnemu izračunu, ki temelji na donosih državnih obveznic, za ta namen določimo netvegano stopnjo donosa. Netvegana stopnja donosa temelji na stopnji donosa dolgoročnih državnih obveznic, ker vključujejo pribitek za časovni horizont (razlika med donosom dolgoročnega in kratkoročnega državnega vrednostnega papirja), hkrati pa imajo zelo nizko tveganje izostanka plačil in visoko unovčljivost.

Podlaga za določitev netvegane stopnje donosa je donos do dospelja (YTM) izbrane dolgoročne državne obveznice. Kot ustrezno smo izbrali 20-letno slovensko državno obveznico z zapadlostjo na dan 11.3.2040.

Ocenjujemo, da je slovenska dolgoročna državna obveznica dovolj likvidna, da predstavlja zanesljivo osnovo za izračun diskontne stopnje. Poleg tega pa glede na bonitetno oceno Slovenije ocenjujemo, da je verjetnost neplačila minimalna. (Bonitetna ocena S&P za Slovenijo z dne 15.6.2018 je A+ s pozitivnimi obeti; <https://tradingeconomics.com/slovenia/rating>). S tem pa so izpolnjeni pogoji za uporabo dolgoročne slovenske državne obveznice za izračun netvegane stopnje donosa.

**Pri izračunu diskontne stopnje smo upoštevali povprečno donosnost 20-letne slovenske državne obveznice za zadnjih 6 mesecev, in sicer v višini 1,73 %.**

Tabela 5: Netvegana mera donosa: donosnost so dospelja slovenske državne obveznice

Netvegana mera donosa: donosnost do dospelja slovenske državne obveznice	
Datum dospelja (dnevna dospelost)	Donos 20-letne obveznice (datum dospelja 3.11.2040)
28.12.2018	1,74%
30.11.2018	1,80%
31.10.2018	1,76%
28.09.2018	1,75%
31.08.2018	1,67%
31.07.2018	1,65%
<b>Povprečje</b>	<b>1,73%</b>

Vir: MTS Slovenia Daily Fixing

### 5.2.3. Premija za deželno tveganje

Premija za deželna tveganja naj bi odražala dodatna tveganja povezana s specifično državo, od tveganja nezmožnosti servisiranja dolga države do regulatornih tveganj.

**Glede na to, da izhodišče predstavlja donosnost slovenske državne obveznice, ki že zajema premijo za tveganje Slovenije, nismo opravili dodatne prilagoditve s premijo za deželno tveganje.**

### 5.2.4. Premija za majhnost

Izsledki analiz gibanja donosnosti kažejo, da investitorji praviloma zahtevajo višje donosnosti za naložbe v manjša podjetja v primerjavi z velikimi podjetji, zato se pri določitvi zahtevane stopnje donosa upošteva tudi premija za majhnost podjetja.

Pri določitvi premije smo izhajali iz podatkov Duff & Phelps (2017), ki premijo za majhnost podjetja določajo glede na velikost družbe. Premija za majhnost je upoštevana na podlagi analize, ki jo letno pripravlja družba Duff & Phelps. Slednja je pripravljena na podlagi podatkov o družbah, ki delujejo na ameriškem trgu. Pri oceni diskontne stopanje družbe v dejavnosti izvajanja poštnih storitev na slovenskem trgu smo pribitek za majhnost upoštevali na podlagi omenjene analize. Dodatno, pribitka za majhnost nismo prilagajali na razmere, ki veljajo na slovenskem trgu, saj takšno prilagajanje pribitka Slovenski inštitut za revizijo smatra kot kršenje standardov (MSOV) in posledično zakona o revidiranju.

**Premijo za majhnost smo upoštevali v višini 3,67 %.**

### 5.2.5. Premija za specifična tveganja

Pri odločitvah o vlaganju v naložbe se srečujemo tudi s specifičnim tveganjem, ki ga opredelimo kot edinstvena tveganja, ki so specifična za določeno podjetje ter ga vlagatelji ne morejo razpršiti. Premija za specifično tveganje je količinska reprezentacija teh tveganj.

Specifično tveganje družbe se presoja glede na tržno dinamiko, delovanje družbe, vodenje družbe in ga za namen določitve WACC nismo upoštevali.

**Ker gre za subjektivno oceno, premije za specifična tveganja nismo upoštevali.**

### 5.2.6. Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala

Na podlagi predstavljenih predpostavk **izračunana zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala znaša 10,15 %**. Preglednejša razčlenitev izračuna lastniškega kapitala se nahaja v stopnji tabeli.

Tabela 6: Izračun zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala

Ocena zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala				
Opis		Simbol	Vrednost	Vir / komentar:
Netvegana mera donosa	A	$r_f$	1,73%	Donosnost do dospelja 20-letne državne slovenske obveznice na dan 31.12.2018 (vir: MTS Slovenia)
Pribitek za kapitalsko tveganje	B	ERP	5,61%	Pribitek za kapitalsko tveganje po Damodararu (3 mesečno povprečje)
Beta z zadolženostjo	C	$\beta_L$	0,99	
Temeljna stopnja donosa lastniškega kapitala	$D=A+(B*C)$		7,30%	
Pribitek za deželno tveganje	E	$r_c$	0,00%	
Pribitek za majhnost podjetja	F	$r_s$	3,67%	Pribitek za majhnost podjetja po Valuation Handbook, Duff&Phelp, 2017
Pribitek za druga tveganja	G	$r_u$	0,00%	Specifična tveganja družbe.
<b>Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala</b>	$D+E+F+G$	$r_E$	<b>10,97%</b>	Lastni izračun

### 5.3. Izračun vrednosti WACC

**SKLEP: Izračunan vrednost stopnje WACC, sredstev za zagotavljanje univerzalne storitve Pošte Slovenije, na dan 31.12.2018 znaša 8,26 %.**

Tabela 7: Izračun WACC, sredstev za zagotavljanje UPS, na dne 31.12.2018

Tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala (WACC)				
Opis		Simbol	Vrednost	Vir / komentar:
Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala	A	$r_E$	10,97%	Izračun po modelu CAPM
Zahtevana stopnja donosa dolžniškega kapitala	B	$r_D$	2,82%	Strošek dolga glede na kreditno boniteto družbe
Davčna stopnja	C	t	19,00%	Zakonsko določena davčna stopnja za Slovenijo
Delež dolga v celotnem kapitalu	D	$D/(D+E)$	31,15%	Ciljno razmerje opredeljeno na podlagi mediane D/E razmerja primerljivih družb na dan 31.12.2018 (vir. Capital IQ)
Delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu	E	$E/(D+E)$	68,85%	Ciljno razmerje opredeljeno na podlagi mediane D/E razmerja primerljivih družb na dan 31.12.2018 (vir. Capital IQ)
<b>Tehtano povprečje stroškov kapitala</b>	$(A*E)+(((1-C)*B)*D))$	<b>WACC</b>	<b>8,26%</b>	Lastni izračun



### 5.3.1. Primerjava izračunov WACC

Zaradi lažje preglednosti in primerjave smo v tem delu naredili še krajšo primerjavo med izračuni zahtevane donosnosti na kapital (WACC), ki ga je Agencija uporabila za preteklo regulativno obdobje na dan 31.12.2015 in med izračunom WACC za novo regulativno obdobje, ki ga je pripravil KF Finance na dan 31.12.2018. Po novem izračunu znaša nominalni WACC na dan 31.12.2018 8,26 %, kar je bistveno manj kot WACC na dan 31.12.2015, ko je znašal 12,65 %. Vpliv novega izračuna WACC pomeni nižji primeren donos regulirane dejavnosti Pošte Slovenije d.o.o. na dan 31.12.2018, kar pomeni cenejše financiranje novih projektov v prihodnje.

## 6. Literatura in viri

1. Capital IQ;
2. Damodaran Aswath: Investment Valuation, 2nd Edition, 2002;
3. Damodaran Online; Dostopna na strani: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
4. ERGP Report on specific issues related to cost allocation; November 2013; Dostopno na strani: <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/14291/attachments/2/translations/en/renditions/native>
5. KPMG Cost of Capital Study, 2018. Dostopno na spletni strani: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ch/pdf/cost-of-capital-study-2018.pdf>
6. Moody's ratings; Dostopno na strani: <https://tradingeconomics.com/slovenia/rating>
7. MTS Slovenia; Dostopno na strani: <https://www.mtsdata.com/content/data/public/rsl/fixing/>
8. Nymand-Andersen, P. 2018. Yield curve modelling and a conceptual framework for estimating yield curves: evidence from the European Central Bank's yield curve, ECB Working Paper No.27, February.
9. Pratt S. P., Grabowski R. J.: Cost of Capital: Applications and Examples, 3rd edition, 2008.
10. Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital, Duff & Phelps 2017.

## 7. Priloge

**Tabela 8: Opis dejavnosti potencialno primerljivih družb, ki kotirajo na borzi**

Ime družbe / Država	Opis družbe (v angleščini, ker se pri prevodih lahko popači opis dejavnosti)	Izpolnjeni vsi kriteriji za izbor primerljive družbe
<p><b>Deutsche Post AG</b></p> <p>Nemčija</p>	<p>Deutsche Post AG operates as a mail and logistics company in Germany, rest of Europe, the Americas, the Asia Pacific, the Middle East, and Africa. It operates through four divisions: Post-eCommerce-Parcel (PeP); Express; Supply Chain; and Global Forwarding, Freight. The PeP division offers dialogue marketing, press distribution, and electronic services associated with mail delivery, as well as parcel and e-commerce services. The Express division provides courier and express services to business and private customers. The Supply Chain division offers supply chain solutions, including warehousing, transport, and value-added services. The Global Forwarding, Freight division transports goods by rail, road, air, and sea; and offers multimodal and sector-specific solutions. Deutsche Post AG is headquartered in Bonn, Germany.</p>	<p>DA</p>
<p><b>Royal Mail plc</b></p> <p>Velika Britanija</p>	<p>Royal Mail plc, together with its subsidiaries, operates as a universal postal service provider in Europe, North America, Western United States, and Canada. It offers parcels and letter delivery services under the Royal Mail and Parcelforce Worldwide brands. The company also provides services for the collection, sorting, and delivery of parcels and letters; and catering and marketing mail services. In addition, it operates ground-based parcel delivery networks in Europe comprising the GLS network that covers 41 European countries and nation states through wholly-owned and partner companies. Further, the company provides express parcel delivery and logistics services. Additionally, it engages in property holdings activities; and provision of facilities management services. The company serves consumers, sole-traders, small and medium-sized enterprises, large businesses, retailers, and other postal operators, as well as B2B and B2C sectors. Royal Mail plc was incorporated in 2013 and is headquartered in London, the United Kingdom.</p>	<p>DA</p>
<p><b>PostNL N.V.</b></p>	<p>PostNL N.V. provides postal and logistics services to businesses and consumers in the Netherlands, rest of Europe, and Internationally. The company operates through Parcels, Mail in the Netherlands, and PostNL Other segments. It collects, sorts, transports, and delivers letters and parcels; and provides data and document management, direct marketing, and fulfilment services, as well as cross-border mail, parcels, and packet solutions. The company was formerly known as TNT N.V. and changed its name to PostNL N.V. in May 2011. PostNL N.V. was founded in 1946 and is headquartered in The Hague, the Netherlands.</p>	<p>DA</p>

<p><b>Österreichische Post AG</b></p> <p>Avstrija</p>	<p>Österreichische Post AG, together with its subsidiaries, provides postal and parcel services in Austria, Germany, and Southeast and Eastern Europe. The company's Mail &amp; Branch Network segment engages in the acceptance, sorting, and delivery of letters, and advertising and print media; provision of address management, data management, mailroom management, document scanning, and response management services; and provision of retail goods, telecommunications products, and financial services. Its Parcel and Logistics segment is involved in the acceptance, sorting, and delivery of standard and express parcels; and provision of specialty logistics services, such as express delivery and value logistics, as well as contract logistics, fulfilment services, Webshop logistics, and Webshop infrastructure. The company also offers data and output management, as well as document collection, digitalization, and processing services. It operates a network of approximately 1,802 postal service points. The company is headquartered in Vienna, Austria. Oesterreichische Post AG is a subsidiary of Österreichische Bundes- und Industriebeteiligungen GmbH.</p>	<p>DA</p>
<p><b>CTT - Correios De Portugal, S.A.</b></p> <p>Portugalska</p>	<p>CTT - Correios De Portugal, S.A., together with its subsidiaries, provides postal and financial services worldwide. The company operates through Mail, Express &amp; Parcels, Financial Services, and Banco CTT segments. It offers courier, urgent mail, and merchandise services; banking services; services related with the distribution of advertising mail; and physical and hybrid mail production, as well as electronic document management services. The company also provides transport solutions in the road haulage market; and services related to the information and communication technologies, such as invoice processing and digital receipts. In addition, it enables the payment of various services and utilities through a network of approximately 4,000 agents covering business outlets as stationery stores, tobacco shops, kiosks, and supermarkets. The company operates a retail network of 2,369 contact points with 608 post offices; 1,761 postal agencies; and 1,899 stamp sale points, as well as 175 automatic stamp vending machines and 14 automatic postal product vending machines. It also operates a sorting network of 3 production and logistics centers, 7 logistics and delivery centers, and 1 business mail center; a transport network with 244 vehicles; and 235 postal delivery offices, including 60 delivery support offices, as well as 2 delivery support services. The company was formerly known as Correio Publico. CTT - Correios De Portugal, S.A. was founded in 1520 and is headquartered in Lisbon, Portugal.</p>	<p>DA</p>
<p><b>Poste Italiane SpA</b></p> <p>Italija</p>	<p>Poste Italiane SpA provides postal, logistics, and financial and insurance products and services in Italy. It operates through four segments: Mail, Parcels and Distribution; Payments, Mobile and Digital; Financial Services; and Insurance Services. The Mail, Parcels and Distribution segment offers letter post, express delivery, logistics, parcels, and philately services. As of December 31, 2018, it operated a network of 12,812 post offices in Italy. The Payments, Mobile and Digital segment provides payment services, card payments, and mobile telecommunications services, as well as digital services for the public</p>	<p>DA</p>

	<p>sector. The Financial Services segment engages in the collection of various forms of savings deposits; provision of payment and foreign currency exchange services, as well as investment services; and promotion and arrangement of loans issued by banks and other authorized financial institutions. The Insurance Services segment offers life and non-life insurance products. Poste Italiane SpA is based in Rome, Italy.</p>	
<p><b>bpost SA/NV</b>  Belgija</p>	<p>bpost SA/NV, together with its subsidiaries, provides mail and parcel services in Belgium and internationally. The company operates in two segments, Mail &amp; Retail Solutions, and Parcels &amp; Logistics. Its mail and parcels services include collection, transport, sorting, and distribution of addressed and non-addressed mail, printed documents, newspapers, and parcels, as well as e-commerce logistics, express delivery, proximity and convenience, document management, and related services. The company also offers transactional mails, advertising mails, press, domestic and international parcels, logistic solutions, value-added services, international mails, banking and financial products, insurance, and distribution products. It serves big customers, private and public customers, self-employed workers, small and medium businesses, and residential customers, as well as customers using mass market channels, such as the post offices, the Post Points, point of sales of Ubiway, or the bpost's e-Shop to purchase their mail, press, and other products. The company is headquartered in Brussels, Belgium.</p>	<p><b>DA</b></p>
<p><b>DX (Group) plc</b>  Velika Britanija</p>	<p>DX (Group) plc, through its subsidiaries, provides parcel, freight, mail, and logistic services in the United Kingdom and the Republic of Ireland. It operates through two divisions, DX Freight and DX Express. The DX Freight division provides DX 1-Man, a national and international, next-day delivery services; DX 2-Man, a home delivery service; and DX Logistics, a logistics solution that include warehouse management, and customer-liveried vehicle and uniformed personnel service. The DX Express division offers DX Exchange, a private members' B2B mail and parcel delivery network; DX Secure, a secure B2C delivery service; DX Courier, a B2B delivery service; and DX Mail, a mail alternative. It serves customers in industries, such as e-commerce, retail, health, optical, pharma, public sector, legal, and financial. The company was founded in 1975 and is headquartered in Datchet, the United Kingdom.</p>	<p><b>NE</b> <b>Družba ne izvaja</b> <b>univerzalnih poštних</b> <b>storitev</b></p>

<p><b>MaltaPost p.l.c.</b></p>	<p>MaltaPost p.l.c. provides postal and related retail services to individuals and businesses in Malta and internationally. The company offers tracked, local, international, registered, direct, and bulk mail services, as well as mail pickup and delivery services; and PO boxes. It also provides private posting box, mail forwarding, parcel post, local and international courier, payment collection, redirection of mail, temporary mail custody, bill payment, money order, money transfer, cheque payment, income tax payment, bulk posting, and business reply services, as well as photocopy bureau services. In addition, the company offers postage and personalized stamps; payment accounts; and philatelic items, gift vouchers, telephone and mobile cards, stationery products, and corporate gifts. Further, it provides business support services, including document management, back office task outsourcing, door to door marketing, shredding, response management, logistics, and data collection services, as well as Web services for online shopping. The company is headquartered in Marsa, Malta. MaltaPost p.l.c. is a subsidiary of Redbox Limited.</p>	<p><b>NE</b> <b>Prihodki manjši od 100 mio EUR</b> <b>Prihodki v obdobju zadnjih 12 mesecev na dan 30.9.2018 so znašali 40 mio EUR</b></p>
<p><b>Speedy JSC</b>  <b>Bolgarija</b></p>	<p>Speedy JSC provides courier services in Bulgaria and internationally. It offers express, economy, city courier, pallet one BG, heavy parcel, tires, and speedy postal services. The company also provides western union money transfers, cash on delivery, open before pay/test before pay, packaging, declared vale of shipment, fixed time delivery, paper proof of delivery and return of documents, storage fee, and loading-unloading operations services. In addition, the company offers international services, such as DPD economy, DPD economy CR, express Balkans, delivery to Macedonia, pallet one RO, air express, pallet on EU, and pallet one GR, as well as island and remote areas surcharge, required documents, and packaging international parcels. Further, it provides Web services, including track shipment, redirect a shipment, my speedy, calculate costs, integration with other system, integration with platforms for online shops, e-invoices, widgets, and one-line packaging shop services; and automated postal station comprising information, receiving, and sending. The company was founded in 1998 and is based in Sofia, Bulgaria. Speedy JSC is a subsidiary of Speedy Group AD.</p>	<p><b>NE</b> <b>Družba ne izvaja univerzalnih poštних storitev</b></p>
<p><b>Forposta S.A.</b>  <b>Poljska</b></p>	<p>Forposta S.A. operates in the postal and courier market in Poland. The company offers national and international postal and courier services; hybrid mail services; business mail, special, and express services; and unaddressed mail delivery services. It also provides advertising material distribution services, including unaddressed, addressed, selective, hand to hand, and other distribution services, as well as IT solutions for posting correspondence and parcels, and receiving confirmation of executed deliveries. Forposta S.A. serves national retail chains, and regional and local companies. The company was formerly known as Praxis Ltd. Forposta S.A. is based in Katowice, Poland.</p>	<p><b>NE</b> <b>Družba ne izvaja univerzalnih poštних storitev</b> <b>Prihodki manjši od 100 mio EUR</b> <b>Prihodki so v letu 2018 znašali 0,5 mio EUR</b> <b>Družba je na dan 31.12.2018 v postopku združitve ali prevzema</b></p>

Vir: Capital IQ