

AKOS

Agencija za komunikacijska omrežja
in storitve Republike Slovenije

**Izračun stopnje WACC, sredstev
za zagotavljanje univerzalne
storitve Pošte Slovenije na dan
31. 12. 2020**

DOPOLNJENO KONČNO POROČILO

9. 12. 2021

Pojmovnik

AKOS ali Naročnik	Agencija za komunikacijska omrežja in storitve RS
CAPM	Model določanja donosnosti lastniškega kapitala (angl. Capital Asset Pricing Model)
D/E	Razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom
D/V	Delež dolga v celotnem kapitalu ($D/E+D$)
E/V	Delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu ($E/E+D$)
ERGP	Evropska skupina regulatornih organov za poštne storitve (angl. The European Regulators Group for Postal Services)
ERP	Tržna premija za tveganje (angl. Equity Risk Premium)
GICS	Globalni standard klasifikacije industrije (angl. Global Industry Classification Standard)
KPMG	KPMG poslovno svetovanje, d.o.o.
Mio	Milijon
RS	Republika Slovenija
WACC	Tehtani povprečni strošek kapitala (angl. Weighted Average Cost of Capital)

Kazalo

1	Ozadje projekta	1
1.1	Predmet poročila	1
1.2	Pristop k analizi	1
1.3	Omejitve analize	2
1.4	Drugi ključni podatki	2
2	Povzetek ključnih ugotovitev	3
3	Kratek povzetek regulativnega okvira	4
4	Teoretična izhodišča in metodologija določanja primerne donosa regulirane dejavnosti	5
4.1	WACC in CAPM model	5
4.2	Obrazložitev vhodnih podatkov in izračun WACC	7
5	Sklep	13
6	Literatura in viri	14
7	Priloge	15
	Priloga 1: Netvegana mera donosa (rf)	15
	Priloga 2: Pribitek za deželno tveganje (rC)	15

1 Ozadje projekta

1.1 Predmet poročila

V skladu s pogodbo št. 3832-33/2021/10 sklenjeno dne 27. 10. 2021 (v nadaljevanju tudi »Pogodba«) in javnim naročilom št. 3832-33/2021/1 z naslovom »Izračun stopnje WACC, sredstev za zagotavljanje univerzalne storitve Pošte Slovenije na dan 31. 12. 2020«, ki ga je izdala Agencija za komunikacijska omrežja in storitve RS (v nadaljevanju tudi: AKOS ali Agencija) kot naročnik, in družbo KPMG poslovno svetovanje, d.o.o., Železna cesta 8a, 1000 Ljubljana (v nadaljevanju tudi: KPMG) kot izvajalcem, smo izvedli naslednje storitve:

- izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala (v nadaljevanju tudi: WACC), za družbo Pošta Slovenije d.o.o., na dan 31. 12. 2020,
- podrobna obrazložitev razlogov za izbiro posameznih parametrov, ki so upoštevani pri izračunu WACC,
- podrobna opredelitev in obrazložitev vsakega posameznega parametra in njegove vrednosti, vključene v izračun WACC, ter
- obrazložitev končnega izračuna WACC s ključnimi ugotovitvami.

Skladno z zahtevami naročnika je bilo pri pripravi poročila upoštevano naslednje:

- Izračun stroškov kapitala je izveden skladno z modelom Capital Asset Pricing Model (v nadaljevanju tudi: CAPM), ki odraža oportunitetne stroške investiranja na trgu, volatilitetno trg in sistematično tveganje družbe, kar pomeni, da se upošteva tudi primerljivost donosa regulirane dejavnosti z drugimi podobnimi družbami v tej dejavnosti.
- Izračun stopnje in vrednosti WACC je prikazan v pisni in elektronski obliki. Vsi koraki izračuna, metodologija in izbira vhodnih podatkov so razloženi na razumljiv način in označeni z uporabljenimi viri in literaturo.
- Rezultati izračuna vsebujejo priporočila za morebitno prihodnjo izdelavo izračuna WACC.
- Rezultati izračuna so pripravljene na način, da jih bo naročnik lahko uporabil pri izvajanju svoje zakonsko določene regulatorne funkcije.

1.2 Pristop k analizi

Med izvedbo svetovalnih storitev so bile opravljene naslednje aktivnosti:

- teoretična izhodišča in pregled metodologije za določanje WACC,
- pregled zakonodajnih omejitev izračuna WACC,
- analiza modela CAPM,
- identifikacija primerljivih borznih podjetij za določitev bete in razmerja med dolgom in kapitalom,
- pridobitev drugih javno dostopnih podatkov, ki se nanašajo na predmet pregleda,
- predstavitev in razlaga uporabljenih predpostavk,
- izračun WACC z uporabo CAPM na dan 31. 12. 2020, ter
- oblikovanje poročila o izračunu in ugotovitvah.

Podroben seznam relevantnih virov in podatkov, pridobljenih ter proučenih za namen izvedbe projekta, so podani na koncu poročila v poglavju 6 (Viri in literatura) ter v poglavju 7 (Priloge).

1.3 Omejitve analize

Poročilo smo pripravili na podlagi razpoložljive dokumentacije, podatkov in razgovorov z vodilnimi zaposlenimi naročnika, ki so bili dosegljivi v času analize. Temeljno podlago za opravljene analize so predstavljali javno pridobljeni podatki, ki smo jih uporabili v analitičnih postopkih. Poročilo je izdelano na podlagi predpostavke, da so vsi posredovani in javno dostopni podatki pravilni in točni, ter da so razkriti vsi podatki in informacije, ki bi lahko materialno vplivali na oblikovanje ugotovitev. Izvajalec je predloge pripravil na način, ki ga je določil sam, pri čemer je upošteval dosedanja praktična in teoretična dognanja s področja raziskovanja ter svojo strokovno presojo.

1.4 Drugi ključni podatki

Poročilo je bilo pripravljeno v dneh od 27. 10. 2021 do 9. 12. 2021 v prostorih družbe KPMG poslovno svetovanje, d.o.o. Poročilo je sestavljeno na osnovi podatkov, pridobljenih do dne 6. 12. 2021.

Osnutek poročila je bil posredovan naročniku dne 5. 11. 2021, končno poročilo pa dne 19. 11. 2021. Prejete pripombe naročnika smo smiselno vključili v ta dokument, ki predstavlja DOPOLNJENO KONČNO POROČILO. Poročilo je namenjeno naročniku in ga je dovoljeno kopirati in posredovati tretjim osebam v skladu z omejitvami iz pogodbe št. 3832-33/2021/10.

2 Povzetek ključnih ugotovitev

Izračunana stopnja WACC, sredstev za zagotavljanje univerzalne storitve Pošte Slovenije na dan 31. 12. 2020 znaša **7,04 %**.

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

3 Kratek povzetek regulativnega okvira

V skladu s 36. členom Zakona o poštah 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 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 (Uradni list RS, št. 29/10) 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 Evropska skupina regulatornih organov za poštne storitve (angl. The European Regulators Group for Postal Services; v nadaljevanju tudi ERGP) v letu 2013.

4 Teoretična izhodišča in metodologija določanja primerne donosa regulirane dejavnosti

WACC je definiran kot stopnja donosa, s katero spremenimo prihodnje donose v sedanjo vrednost. Preko WACC želijo regulatorji določati cene reguliranih storitev na takšni ravni, da bodo investitorju (in s tem regulirani družbi) omogočili:

- povrnitev investiranih sredstev,
- ustvarjanje ustreznega donosa, in
- nadomestitev izgube vrednosti investicije zaradi inflacije.

Ključni cilj ugotavljanja primerne stopnje donosa je po IRG (2007) zagotavljanje, da lahko regulirano podjetje pokriva oportunitetne stroške kapitala, ki se uporablja (oziroma, ki je vložen) v proizvodnjo reguliranih storitev. S tem omogočimo, da udeleženci na trgu (potencialni investitorji in posojilodajalci ter uporabniki reguliranih storitev) prejemajo ustrezne cenovne signale in posredno silijo regulirano družbo, da se vede učinkovito. Če je WACC določen nižje od povprečja na trgu (torej prenizko), država (kot lastnik) ne bo mogla s svojim lastniškim vložkom ustvariti takšnega donosa, kot ga ustvarjajo primerljiva zasebna podjetja, iz česar izhaja, da je družba morebiti neučinkovita, in da bi bilo z vidika maksimizacije družbene blaginje bolje, če bi država svoja finančna sredstva vlagala v druge investicije.

Če je WACC previsok, so cene reguliranih storitev za uporabnike previsoke, reguliranemu podjetju pa se akumulira dobiček, ki si ga lahko izplača lastnik (pri nas je to v primeru zadevne dejavnosti država) ali pa ga lahko regulirano podjetje porablja za investicije, ki niso nujno potrebne oziroma učinkovite. V tem primeru je lahko takšna dejavnost za državnega lastnika metoda posrednega obdavčenja. Če bi želeli, npr. zaradi večje učinkovitosti, v regulirano podjetje pripeljati zasebni kapital, v prvem primeru to ni mogoče, v drugem pa bi zasebni lastniki dosegali nadpovprečne donose.

V skladu s sklenjeno pogodbo in zahtevami naročnika je WACC izračunan tako, da je strošek kapitala določen na osnovi modela CAPM (Capital Asset Pricing Model) in odraža oportunitetne stroške investiranja na trgu, volatilitnost trga in sistematično tveganje družbe.

4.1 WACC in CAPM model

4.1.1 WACC

Strošek celotnega kapitala (WACC) definiramo kot seštevek lastniškega in dolžniškega kapitala, ki ju obtežimo glede na njuno vrednost v celotnem kapitalu podjetja, kot je razvidno iz spodnje enačbe:

$$WACC = \left(\frac{E}{E + D} \times r_E \right) + \left(\frac{D}{E + D} \times r_D \right) \times (1 - t)$$

kjer je:

- E = tržna vrednost (po možnosti normativno) lastniškega kapitala,
- D = tržna vrednost (po možnosti normativno) obrestovanega dolga,
- r_E = strošek (ali stopnja zahtevanega donosa) na lastniški kapital,
- r_D = strošek (ali stopnja zahtevanega donosa) na dolžniški kapital, ter
- t = davčna stopnja.

Strošek kapitala upošteva strošek lastniškega kapitala v obliki r_E koeficienta, strošek obrestovanega dolga pa preko koeficienta r_D . WACC je tehtani povprečni strošek, izračunan iz teh dveh komponent. Strošek dolžniškega kapitala se prilagodi za višino zakonsko določene davčne stopnje t .¹

4.1.2 CAPM

Kot omenjeno v prejšnjih poglavjih, smo izvedli izračun WACC v skladu z modelom CAPM, ki opisuje zahtevano stopnjo donosa lastniškega kapitala. Pove nam, kolikšno premijo za tveganje bodo za določeno naložbo zahtevali vlagatelji, če imajo le ti dobro razpršeno premoženje. CAPM temelji na naslednjih predpostavkah:

- investitorji so nenaklonjeni tveganjem in za vsako povečanje tveganja zahtevajo višji donos,
- racionalni investitorji si prizadevajo za razpršenost portfelja naložb,
- vsi investitorji vlagajo v kapital za časovno neomejeno obdobje,
- transakcijski stroški niso upoštevani, ter
- trg je popolnoma transparenten in likviden.

V osnovi je CAPM model sestavljen iz treh spremeljivk (1) *netvegane stopnje kapitala*, h kateri prištejemo (2) *mero za splošno tveganje*, pomnoženo s (3) *splošnim kapitalskim tveganjem* (angl. *Equity Risk Premium - ERP*), kot je prikazano v spodnji enačbi:

$$r_E = r_f + \underbrace{(r_M - r_f)}_{ERP} \times \beta$$

kjer je:

r_E = strošek (ali stopnja zahtevanega donosa) na lastniški kapital,

r_M = pričakovana povprečna donosnost trga,

r_f = netvegana stopnja donosa,

β = beta – mera občutljivosti donosa delnice na spremembe povprečnega tržnega donosa.

V praksi zgornjo, preprosto, verzijo CAPM modela pogosto razširimo tako, da poleg tržnega tveganja upoštevamo še državno tveganje in premijo za tveganje ocenjevalnega podjetja tako, kot je razvidno iz spodnje enačbe:

$$r_E = r_f + (r_M - r_f) \times \beta + r_C + r_S + r_{SP}$$

kjer je:

r_C = premija za deželna tveganja,

r_S = premija za majhnost podjetja, ter

r_{SP} = premija za specifična tveganja.

Kljub številnim predpostavkam, ki predstavljajo veliko pomanjkljivost modela, je CAPM najbolj razširjen model za ocenjevanje stroškov lastniškega kapitala.

¹ V strokovni javnosti se odvija razprava, ali bi bilo potrebno upoštevati (efektivno) davčno stopnjo, ki je predpisana davčna stopnja, znižana za priznane olajšave in oprostitve, po kateri zavezanec dejansko plača davek državi. Jasne odločitve o izboru vrste davčne stopnje za namen izračuna WACC ni. Mi uporabljamo predpisano davčno stopnjo, ki odraža dolgoročno obdobje delovanja podjetja, kot jo zagovarjajo različni strokovnjaki, kot Aswath Damodaran.

4.2 Obrazložitev vhodnih podatkov in izračun WACC

Ocena vrednosti WACC temelji na podlagi javno dostopnih tržnih podatkov primerljivih kotirajočih družb.

To poglavje zajema podrobno predstavitev načina pridobivanja vhodnih podatkov, ki so bili uporabljeni pri analizi, določitev njihovih vrednosti ter obrazložitev metodologije izračuna WACC, ki je bila uporabljena za družbo Pošta Slovenije d.o.o. na dan 31. 12. 2020. Metodološko izračun poteka v naslednjih zaporednih korakih:

- prepoznavna primerljivih borznih podjetij za določitev bete in D/E,
- ocena zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala na podlagi CAPM, ter
- izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC).

4.2.1 Prepoznavna primerljivih borznih podjetij za določitev bete in D/E

Za izračun bete ter tržnega razmerja D/E smo najprej naredili izbor potencialno primerljivih oz. podobnih podjetij, ki kotirajo na evropski borzi.

Pri izboru primerljivih družb v podatkovni bazi Capital IQ smo upoštevali naslednje kriterije:

- primerljive družbe delujejo v panogi Air Freight & Logistics (GICS klasifikacija) 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 letu znašali najmanj 100 mio EUR, ter
- primerljive družbe na dan 31. 12. 2020 niso v postopku združitve ali prevzema.

V praksi je težko določiti javne družbe, ki bi izvajale le dejavnosti univerzalnih poštних storitev. Običajno družbe izvajajo tudi druge storitve, ki niso vključene med univerzalne. Tudi družba Pošta Slovenije d.o.o. 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 podjetij smo se osredotočili le na evropski trg, saj podjetja znotraj Evrope delujejo pod podobnimi regulativnimi in gospodarskimi pogoji in imajo zato podobna sistematična tveganja kot družba Pošta Slovenije d.o.o., ki spada po merilu čistih prihodkov od prodaje med velike družbe, saj so njeni prihodki v letu 2020 znašali 240,6 mio EUR. Naš začetni vzorec je obsegal identifikacijo 6 evropskih družb, ki izpolnjujejo vse zgornje kriterije. Po pridobitvi podatkov pa dveh družb nismo upoštevali pri nadaljnji analizi, ker smo po strokovni presoji ocenili, da njune vrednosti kazalnikov niso reprezentativne.

Stopnja zadolženosti (D/E)

Razmerje D/E je osnovni paramater, ki se uporablja za oceno finančnega stanja podjetja. Označuje relativni delež lastniškega kapitala in dolga, ki ga podjetje uporablja za financiranje svojih sredstev in poslovanja. Izračuna se kot skupna obveznost, deljena s celotnim lastniškim kapitalom. Lastniški kapital pa je izračunan kot tržna kapitalizacija, ki se izračuna kot produkt števila delnic s ceno delnice.

Mera sistematičnega tveganja – beta (β)

Faktor beta je mera za sistematično tveganje – to je tveganje, ki ga posamezna naložba doprinese k tveganju celotnega premoženja in ga z diverzifikacijo ni mogoče odpraviti. V osnovi odraža korelacijo med gibanjem rezultatov celotnega gospodarstva in rezultati posameznega podjetja. V ekonomijah z razvitim trgom kapitala temeljijo izračuni na dolgih časovnih vrstah donosov posameznih dejavnosti in gospodarstva kot celote.

Določitev bete in stopnje zadolženosti s podatki primerljivih borznih podjetij

Prvi korak pri izračunu bete brez zadolženosti izbranih primerljivih družb iz panoge GICS Air Freight&Logistics je izračun kazalnika D/E za vsako izmed primerljivih družb. Kot učinkovito stopnjo ciljne zadolženosti Pošte Slovenije smo upoštevali mediano stopenj zadolženosti poštinskih podjetij v panogi, v kateri posluje ocenjevano podjetje, na podlagi tržnih podatkov o razmerju med finančnim dolgom in lastniškim kapitalom oziroma tržno kapitalizacijo (D/E), kjer je slednja izračunana kot produkt cene delnice s številom delnic na dan 31. 12. 2020. Faktor beta smo določili na podlagi mediane 2-letnih tedenskih bet brez upoštevanja zadolženosti (angl. unlevered beta).

Tabela 1: Določitev faktorja bete in stopnje zadolženosti s podatki primerljivih borznih podjetij

Izračun D/E in bete brez zadolženosti primerljivih družb na dan 31. 12. 2020				
Ime družbe	Država	D/E	Davčna stopnja	Beta brez zadolženosti
Deutsche Post AG	Nemčija	31,9 %	30,0 %	0,73
Royal Mail plc	Velika Britanija	22,8 %	19,0 %	0,89
bpost NV/SA	Belgija	36,0 %	29,0 %	0,74
PostNL N.V.	Nizozemska	33,6 %	25,0 %	0,85
Österreichische Post AG	Avstrija	2,8 %	25,0 %	0,49
CTT - Correios De Portugal, S.A.	Portugalska	0	21,0 %	1,05
Mediana		32,8 %		0,80

Vir: Capital IQ, KPMG analiza.

Na podlagi opravljene analize zadolženosti, smo za družbo Pošta Slovenije d.o.o. določili ciljno razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom (**D/E**) v višini **32,8 %**, izraženo kot mediana stopenj zadolženosti vseh primerljivih podjetij. Tu je potrebno omeniti, da dveh izmed šestih podjetij (Österreichische Post AG in CTT - Correios De Portugal, S.A.) nismo upoštevali pri izračunih, ker smo njune vrednosti po strokovni presoji določili za nereprezentativne in smo ju zato izključili iz nadaljnje analize. To pomeni, da smo za Pošto Slovenije za potrebe izračuna WACC, določili optimalni delež dolga (**D/D+E**) v višini **24,7 %**, delež lastniškega kapitala (**E/D+E**) pa v višini **75,3 %**, kot je razvidno iz spodnjih enačb:

$$\frac{D}{D+E} = \frac{32,8\%}{1+32,8\%} = 24,7\% ; \quad \frac{E}{D+E} = 1 - 24,7\% = 75,3\%$$

Za potrebe izračuna WACC v tem poročilu, smo dobljeno beto brez zadolženosti v višini **0,8** prilagodili z upoštevanjem značilnosti ocenjevanega podjetja (davčna stopnja), kot je razvidno v spodnji enačbi, da smo prišli do bete, ki upošteva faktor zadolženosti (angleško: levered beta):

$$\beta_L = \beta_U \times \left(1 + (1 - t) \times \frac{D}{E}\right)$$

Tabela 2: Izračun faktorja beta

Izračun faktorja beta		
Opis	Vrednost	Oznaka
Beta brez zadolženosti - mediana primerljivih podjetij	0,80	β_U
Načrtovano razmerje dolg/lastniški kapital (D/E)	32,8 %	D/E
Načrtovana davčna stopnja	19,0 %	t
Beta z zadolženostjo	1,01	β_L

Vir: Capital IQ, KPMG analiza.

Ob upoštevanju zakonsko določene davčne stopnje v višini 19,0 % in optimalne ciljne zadolženosti v višini 32,8 %, izračunana beta z zadolženostjo (**β_L**) za družbo Pošta Slovenije d.o.o. na dan 31. 12. 2020 znaša **1,01**.

4.2.2 Pridobitev drugih javno dostopnih podatkov

Netvegana mera donosa (r_f)

Netvegana mera donosa temelji na meri donosa dolgoročnih državnih obveznic, ker imajo le-te zelo nizko tveganje izostanka plačil, visoko unovčljivost in vključujejo pribitek za časovni horizont (razlika med donosom dolgoročnega in kratkoročnega državnega vrednostnega papirja). Dolgoročne državne obveznice se uporabljajo zato, da se čim bolj približamo časovnemu obdobju, v okviru katerega investitor poseduje svoje kapitalske naložbe.

V skladu s KPMG metodologijo je netvegana mera donosa določena na podlagi donosa do dospelja (YTM) dolgoročnih državnih obveznic, ki so izdane v evrski valuti s strani držav evrskega območja in imajo bonitetno oceno AAA (Fitch Ratings Inc.), na datum vrednotenja, prilagojena za razliko med pričakovano dolgoročno lokalno inflacijo in inflacijo evrskega območja. V našem primeru so bile izbrane 30-letne nemške obveznice (Priloga 1) z netvegano stopnjo donosa v višini **-0,2 %** letno.

Alternativno bi lahko vzeli donosnost 20-letnih slovenskih obveznic in iz izračuna WACC odstranili pribitek za deželno tveganje, vendar se nam zdi metodološko bolje obe kategoriji obravnavati ločeno.

Tržna premija za tveganje (ERP)

Delnice so na splošno bolj tvegane kot državne obveznice, zato želijo vlagatelji donos, ki je višji od netvegane stopnje donosa. Pribitek za kapitalsko tveganje je mera donosa, ki jo naložbenik dodatno zahteva nad netvegano mero donosa, če namesto v netvegane vrednostne papirje vlaga v delnice/deleže podjetij.

Pribitek za kapitalsko tveganje se sproti določa na organiziranem trgu lastniških vrednostnih papirjev, in sicer kot razlika med mero donosa določene standardne košare navadnih delnic (npr. S&P 500) in mero netvegane donosa ($r_M - r_f$). Pri tem je potrebno upoštevati, da se pribitek za kapitalsko tveganje nanaša na manjšinske lastniške deleže, saj lastnik navadne delnice nima vpliva na poslovanje družbe.

KPMG vsako leto izda poglobljeno Študijo o strošku kapitala v Evropi za različne industrije (KPMG Cost of Capital Study 2020), kjer pomemben del izračuna zajema tudi premija za tveganje. Na podlagi aktualnih objav KPMG študij o višini ERP, smo pribitek za kapitalsko tveganje za ocenjevano podjetje privzeli v višini **6,25 %**, ki ustrezno upošteva stanje gospodarstva in njegov vpliv na kapitalski trg.

Pribitek za deželno tveganje (r_C)

Premija za deželna tveganja naj bi odražala politična, finančna in ekonomska tveganja, povezana z določeno državo, od tveganja nezmožnosti poplačila dolga države do regulatornih tveganj. Tveganje spremembe deviznega tečaja je upoštevano že v netvegani meri donosa ($i\Delta$), vsa ostala deželna tveganja pa se upoštevajo v okviru pribitka za deželno tveganje.

V skladu s KPMG metodologijo je pribitek za deželno tveganje določen na podlagi povprečne razlike v donosu dolgoročne državne obveznice dotične države in dolgoročnih državnih obveznic denominiranih v USD in EUR z enako zapadlostjo v plačilo v obdobju zadnjih 2 let, pri čemer so kot primerljive upoštevane nemške in ameriške državne obveznice (razvit in likviden trg). V kolikor dotična država ne izdaja državnih obveznic, ki bi izpolnjevale pogoje, je pribitek za deželno tveganje določen na podlagi statističnega modela, ki upošteva povprečje bonitetnih ocen za državo, ki jih objavljajo agencije S&P Global Ratings, Moody's Investor Service in Fitch Ratings).

Pribitek za deželno tveganje smo upoštevali v višini **0,6 %**, kar predstavlja povprečje za leto 2020, kot je razvidno v Prilogi 2.

Pribitek za majhnost podjetja (r_S)

Analize gibanj donosnosti kažejo, da investitorji praviloma zahtevajo višje donosnosti za naložbe v manjša podjetja v primerjavi z velikimi podjetji, zato se, skladno s KPMG metodologijo, pri določitvi zahtevane stopnje donosa upošteva tudi pribitek za tveganje majhnega podjetja.

Pri določitvi pribitka smo izhajali iz zadnjih objavljenih podatkov na dan 31. 12. 2020, ki so povzeti po analizi Duff & Phelps CRSP Deciles Size Study 31. 12. 2020.

Pri oceni diskontne stopnje družbe v dejavnosti izvajanja poštних storitev na slovenskem trgu smo pribitek za majhnost upoštevali na podlagi omenjene analize, ki podaja 10 premijskih razredov, glede na velikost družbe po tržni kapitalizaciji. Ker družba Pošta Slovenije d.o.o. nima uvrščenih lastniških vrednostnih papirjev na kapitalskem trgu, smo zanjo velikost ocenili.

Za oceno tržne kapitalizacije družbe Pošta Slovenije d.o.o. smo uporabili tržno vrednost kazalnika MVIC/EBITDA (celotni kapital/EBITDA), na podatkih izbranih štirih primerljivih podjetij na dan 31. 12. 2020 v višini 5,1x. Vrednost kazalnika smo pomnožili z EBITDA družbe Pošta Slovenije d.o.o., ki je v letu 2020 znašal 21,0 mio EUR. Za izračun vrednosti lastniškega kapitala smo od vrednosti celotnega kapitala odšteli dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti v skupni višini 74,4 mio EUR ter prišteli denarna sredstva in njihove ustrezne v višini 61,1 mio EUR in finančne naložbe ter druga likvidnostna sredstva v vrednosti 54,3 mio EUR ter tako izračunali vrednost lastniškega kapitala družbe Pošta Slovenije d.o.o. v višini 148,1 mio EUR. Za bolj natančno oceno tržne kapitalizacije bi potrebovali podatke iz posloводства družbe Pošta Slovenije d.o.o., ki nam v času analize in pisanja poročila niso bili na voljo.

Tabela 3: Ocena tržne kapitalizacije

Ocena tržne kapitalizacije za družbo Pošta Slovenije d.o.o.		
Opis	Vrednost (mio EUR)	Vir
Ocenjena EBITDA (A)	21,0	LP 2020, str. 82
Finančne obveznosti (B)	74,4	LP 2020, str. 203
<i>Dolgoročne</i>	61,8	LP 2020, str. 203
<i>Kratkoročne</i>	12,6	LP 2020, str. 203
Denar in denarni ustrezni (C)	61,1	LP 2020, str. 202
Finančne naložbe in druga likvidnostna sredstva (D)	54,3	LP 2020, str. 202
EV/EBITDA mediana primerljivih podjetij (E)	5,1	Capital IQ, KPMG analiza
Tržna kapitalizacija Pošta Slovenije d.o.o.	148,1	(A x E) - B + C + D

Vir: Capital IQ, Letno poročilo PS 2020. Analiza: KPMG

Po ocenjeni tržni kapitalizaciji v višini 148,1 mio EUR spada družba v 10. decilni razred, v katerem se nahajajo družbe s tržno kapitalizacijo do 190 mio USD (okoli 155 mio EUR), s pribitkom za majhnost podjetja v višini 5,01 %. Ker je velikost družbe Pošta Slovenije d.o.o. po ocenjeni tržni kapitalizaciji zelo blizu meje z 9. decilom, kjer premija za majhnost znaša 2,29 %, in pribitek za majhnost družbe občutno vpliva na izračun WACC, smo za dodatno presojo ustreznosti umestitve v 9. ali 10. decil izvedli še analizo primernosti pribitka po velikosti družbe (skladno z raziskavo Peek, 2015) glede na:

- tržno kapitalizacijo,
- knjigovodsko vrednost lastniškega kapitala,
- prihodkih od prodaje,
- skupni vrednosti sredstev,
- številu zaposlenih, ter
- tržno vrednost naložb.

Po izvedeni dodatni analizi in ob upoštevanju, da družba Pošta Slovenije d.o.o. na regionalnem trgu spada med relativno velika ali srednja podjetja, ugotavljamo, da je za družbo bolj primerna umestitev v 9. decil, zato smo pri izračunu upoštevali pribitek za majhnost v višini 2,29 %.

Pribitek za specifična tveganja podjetja (r_{SP})

Predpostavke modela CAPM v praksi niso izpolnjene, zato naložbeniki pričakujejo nadomestilo tudi za nesistematično tveganje oziroma specifično tveganje podjetja.

Najbolj pogoste vrste specifičnih tveganj so:

- odvisnost od ključnih oseb;
- odvisnost od kupcev;
- odvisnost od dobaviteljev;
- nadpovprečna konkurenčnost panoge;
- izredne razmere na trgu.

Pribitek za specifična tveganja se določa glede na skupino primerljivih podjetij, ki tega tveganja nimajo.

Pribitka za specifična tveganja nismo uporabili. Takih tveganj v primeru, ki ga obravnavamo, ni pričakovati in se navadno ne uporabljajo, za podrobnejšo obravnavo tega vprašanja pa bi bilo potrebno izvesti obsežnejšo analizo.

Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala (r_E) na podlagi modela CAPM

Na podlagi predstavljenih predpostavk izračunana zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala znaša **9,02 %**. Preglednejša razčlenitev izračuna lastniškega kapitala je razvidna iz spodnje tabele.

Tabela 4: Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala

Ocena zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala na podlagi modela CAPM		
Opis	Vrednost	Oznaka
Nominalna netvegana mera donosa (A)	-0,20 %	r_f
Pribitek za kapitalno tveganje (B)	6,25 %	ERP
Beta z zadolženostjo (C)	1,01	β_L
Temeljna stopnja donosa lastniškega kapitala ($D = A + B \times C$)	6,13 %	
Pribitek za deželno tveganje (E)	0,60 %	r_C
Pribitek za majhnost podjetja (F)	2,29 %	r_S
Pribitek za druga tveganja (G)	-	r_{SP}
Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala ($H = D + E + F + G$)	9,02 %	r_E

Vir: Capital IQ, Duff & Phelps, KPMG študija. Analiza: KPMG.

Zahtevana donosnost dolžniškega kapitala (r_D)

Zahtevana donosnost oziroma strošek dolžniškega kapitala naj bi odražal obstoječe tržne pogoje po katerih so finančni trgi pripravljene posojati reguliranim podjetjem.

Za določitev stroška dolžniškega kapitala smo uporabili podatek Banke Slovenije o dejanskih variabilnih in fiksnih obrestnih merah za vsa nova posojila nefinančnim družbam v višini nad enim milijonom evrov z ročnostjo nad enim letom v letu 2020. Obrestna mera za dejavnost H (SKD: Promet in skladiščenje), v katero spada tudi družba Pošta Slovenije d.o.o., je v letu 2020 znašala **1,23 %**.

Davčna stopnja (t)

Davčna stopnja je privzeta zakonsko določena v Sloveniji, ki je v letu 2020 znašala **19,0 %**. Za naslednja leta ni predvideno, da bi se davčna stopnja spreminjala.

4.2.3 Izračun WACC za Pošto Slovenije d.o.o. na dan 31. 12. 2020

Izračunana vrednost stopnje WACC, sredstev za zagotavljanje univerzalne storitve Pošte Slovenije d.o.o., na dan 31. 12. 2020 znaša **7,04 %**.

Kot je razvidno iz Tabele 4 smo za izračun WACC uporabili naslednje vhodne podatke:

- Z modelom CAPM in analizo podatkov primerljivih družb iz podatkovne baze Capital IQ, je bila zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala izračunana v višini 9,02 %.
- Strošek dolga pred obdavčitvijo je po podatkih Banke Slovenije znašal 1,23 %, kar predstavlja povprečno obrestno mero (fiksno in variabilno) za vsa nova posojila nefinančnim družbam v višini nad 1 milijonom evrov z ročnostjo nad 1 letom v letu 2020 za dejavnost H (SKD: Promet in skladiščenje).
- Davčna stopnja je zakonsko določena v višini 19,0 %.
- Z analizo podatkov primerljivih družb iz podatkovne baze Capital IQ je bil izračunan delež dolžniškega in lastniškega kapitala v celotnem kapitalu v višini 24,7 % ter 75,3 %.

Tabela 5: Izračun WACC

Tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC)		
Opis	Vrednost	Oznaka
Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala	9,02 %	r_E
Strošek dolga pred obdavčitvijo	1,23 %	r_D
Davčna stopnja	19,00 %	t
Delež dolga v celotnem kapitalu (D/V)	24,70 %	D/(D+E)
Delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu (E/V)	75,30 %	E/(D+E)
Tehtano povprečje stroškov kapitala	7,04 %	WACC

Vir: Capital IQ, Banka Slovenije. Analiza: KPMG.

5 Sklep

V skladu s sklenjeno pogodbo št. 3832-33/2021/10 z Agencijo za komunikacijska omrežja in storitve RS in javnim naročilom št. 3832-33/2021/1 z naslovom »Izračun stopnje WACC, sredstev za zagotavljanje univerzalne storitve Pošte Slovenije na dan 31. 12. 2020«, ki ga je izdala Agencija za komunikacijska omrežja in storitve RS, smo v družbi KPMG poslovno svetovanje d.o.o. izvedli izračun stopnje WACC za družbo Pošta Slovenije d.o.o. na dan 31. 12. 2020.

To poročilo je bilo pripravljeno v dneh od 27. 10. 2021 do 9. 12. 2021 v prostorih družbe KPMG poslovno svetovanje, d.o.o. na osnovi javno dostopnih podatkov, pridobljenih do dne 6. 12. 2021.

Nominalna stopnja tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC) za Pošto Slovenije d.o.o., določena na podlagi vhodnih podatkov, pridobljenih s primerjalno analizo primerljivih družb, je na dan 31. 12. 2020 znašala **7,04 %**.

Regulatorju predlagamo, da sledi izračunu WACC predstavljenem v tem poročilu ter da izračun WACC še naprej opravlja vsako leto, saj se vrednosti parametrov za izračun WACC stalno spreminjajo, še posebno od začetka leta 2020, po nastopu epidemije COVID-19 .

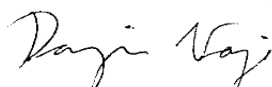
Ljubljana, 9. 12. 2021

KPMG poslovno svetovanje, d.o.o.

Damjan Voje
Vodja projekta

KPMG
poslovno svetovanje, d.o.o.
1

Sonja Žnidarčič
Partner



6 Literatura in viri

- (1) Splošni akt o ločenih računovodskih evidencah in prepovedi subvencioniranja (Uradni list RS, št. 29/10). Pridobljeno dne 28. 10. 2021 na http://www.pisrs.si/Pis.web/pregledPredpisa?id=AKT_623
- (2) IRG. 2007. Regulatory Accounting Principles of Implementation and Best Practice for WACC calculation.
- (3) Capital IQ podatkovna baza.
- (4) Damodaran Aswath: Investment Valuation, 2nd Edition. 2002. Pridobljeno dne 28. 10. 2021 na https://finanzaspara.com/wp-content/uploads/2019/05/Damodaran_Investment-Valuation-Cap-17-18-19.pdf
- (5) Damodaran Online. Pridobljeno dne 29. 10. 2021 na <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- (6) ERGP Report on specific issues related to cost allocation, November 2013. Pridobljeno dne 28. 10. 2021 na <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/14291/attachments/2/translations/en/renditions/native>
- (7) KPMG Cost of Capital Study 2020. 2020. Pridobljeno dne 28. 10. 2021 na <https://home.kpmg/de/en/home/insights/2020/10/cost-of-capital-study-2020.html>
- (8) Peek, Eric. 2015. A Study of Differences in Returns between Large and Small Companies in Europe, Research commissioned by Duff & Phelps LLC. Rotterdam School of Management, Erasmus University.
- (9) Pratt S. P. & Grabowski R. J.: Cost of Capital: Applications and Examples, 3rd edition. 2008.
- (10) Duff & Phelps, CRSP Deciles Study 31. 12. 2020
- (11) Letno poročilo 2020: Skupina Pošta Slovenije in Pošta Slovenije d.o.o. Pridobljeno dne 28. 10. 2021 na <https://www.posta.si/o-posti-site/Lists/Javna%20Narocila/Attachments/389/Letno%20poro%C4%8Dilo%20Skupine%20PS%202020.pdf>

7 Priloge

Priloga 1: Netvegana mera donosa (r_f)

Determination of a present value-equivalent uniform interest rate from the average yield curve as of 1 April 2007 on the basis of a typified series of financial surpluses with a growth rate of 1 %

Calculation based on t=30 for t>30		
Date	Risk-free rate (exact)	Risk-free rate (rounded)
31. Dezember 2020	-0,1594%	-0,20%

Risk-free rate Deutsche Bundesbank over time (3-month average, unrounded)



Vir: Javno dosegljivi podatki. Capital IQ, Analiza: KPMG.

Priloga 2: Pribitek za deželno tveganje (r_c)

Development of CRP				
Model date	31.12.2020			
Geography	Scenario: CRP (6 mo average)	Scenario: CRP (1 yr average)	Scenario: CRP (2 yr average)	observable/statistical
Slovenia	0,4%	0,6%	0,5%	observable

Vir: Javno dosegljivi podatki. Capital IQ, Analiza: KPMG.

Kontaktne osebe v zvezi s tem poročilom:

Sonja Žnidarčič

Partner

T +386 (0)1 2364 320

E sonja.znidarcic@kpmg.com

Damjan Voje

Vodja projekta

T +386 (0)1 2364 328

E damjan.voje@kpmg.si

© 2021 KPMG poslovno svetovanje, d.o.o., slovenska družba z omejeno odgovornostjo in članica KPMG mreže neodvisnih družb članic, ki so povezane s švicarskim združenjem KPMG International Cooperative ("KPMG International"). Vse pravice pridržane

Ime in logotip KPMG sta registrirani blagovni znamki švicarskega združenja KPMG International Cooperative ("KPMG International").