



**ECON
LAB**

Izračun WACC za Pošto Slovenije, d.o.o. na dan 31.12.2021 v skladu z modelom CAPM (Capital Asset Pricing Model).

01.10.2022

Avtorji

dr. Aleš Berk Skok
dr. Matjaž Črnigoj
dr. Aleš Groznik

Kazalo vsebine

1	Uvod	5
2	Poslovni model družbe Pošta Slovenije, d.o.o. in umestitev univerzalne storitve	6
3	Zakonodajni okvir	7
4	Metodologija izračuna stroškov kapitala WACC	8
4.1	Ocena stroška lastniškega kapitala	8
4.2	Ocena stroška dolga	10
5	Referenčne študije	11
6	Relevantni tržni podatki	13
6.1	Struktura kapitala	13
6.2	Strošek lastniškega kapitala	14
6.2.1	Netvegana stopnja donosa	14
6.2.2	Tržna premija za tveganje	15
6.2.3	Beta koeficient	17
6.2.4	Premija za velikost (majhnost)	17
6.2.5	Premija za deželno tveganje	18
6.3	Strošek dolga	18
7	Izračun WACC	19
8	Sklep o oceni WACC	22
9	Literatura	23

Izjava o omejeni odgovornosti

Ta analiza je bila pripravljena kot rezultat sodelovanja med družbo Econlab Consulting, d.o.o. (v nadaljevanju: Econlab), Dunajska cesta 106c, 1000 Ljubljana in Agencijo za komunikacijska omrežja in storitve Republike Slovenije, Stegne 7, 1000 Ljubljana (v nadaljevanju: naročnik). Družba Econlab je pri pripravi analize upoštevala javno dostopne podatke in informacije, posredovane s strani naročnika. Za popolnost ali pravilnost prejetih informacij družba Econlab ne prevzema odgovornosti.

Družba Econlab je na podlagi zbranih informacij oblikovala samostojno in neodvisno mnenje, skladno z lastno strokovno usposobljenostjo.

Družba Econlab ne prevzema odgovornosti za škodo, ki bi nastala tretjim osebam v zvezi z vsebino te analize.

1 Uvod

Agencija za komunikacijska omrežja in storitve Republike Slovenije želi izračun tehtanega povprečnega stroška kapitala (angl. *Weighted Average Cost of Capital*; v nadaljevanju: WACC) za Pošto Slovenije d.o.o. na dan 31. 12. 2021. Izračun je potreben zaradi zagotavljanja skladnosti Stroškovnega modela Pošte Slovenije d.o.o. 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.

V skladu s 36. členom Zakona o poštinih 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.

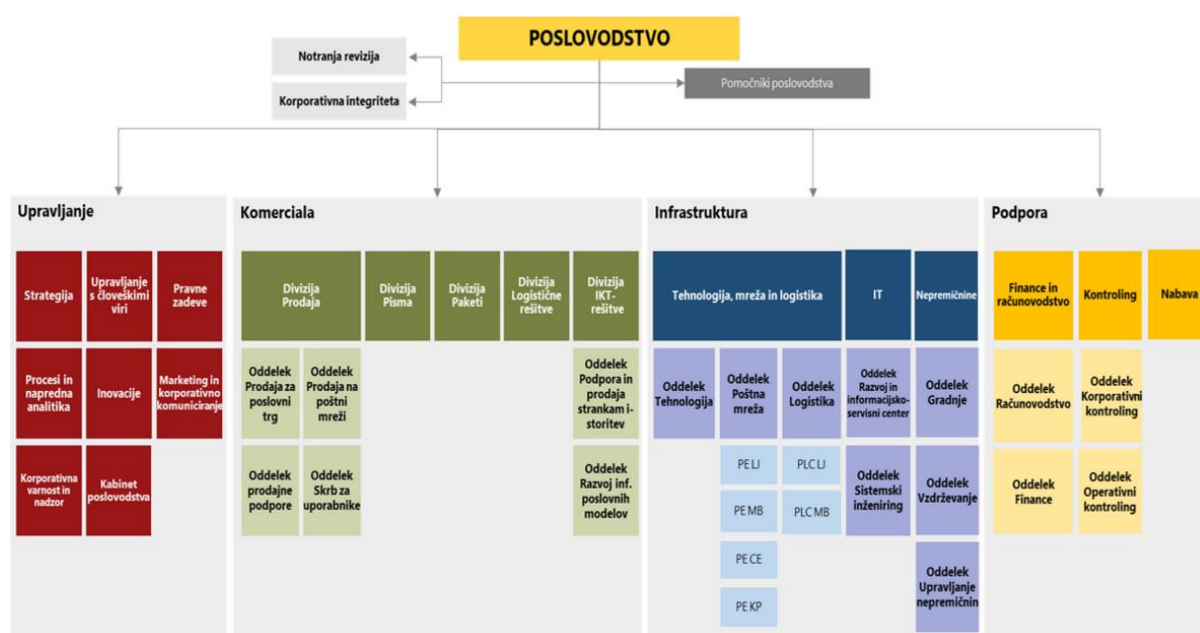
2 Poslovni model družbe Pošta Slovenije, d.o.o. in umestitev univerzalne storitve

Pošta Slovenije (v nadaljevanju; družba) deluje kot gospodarska družba v 100-odstotni lasti Republike Slovenije. Družbo upravlja ustanovitelj, skladno z Zakonom o gospodarskih družbah. Ustanovitelj in edini družbenik je Republika Slovenija, ki uresničuje ustanoviteljske pravice prek Slovenskega državnega holdinga, d.d. (SDH, d.d.). Organa družbe sta nadzorni svet in poslovodstvo (Pošta Slovenije, 2022).

Pošta Slovenije je nacionalni poštni operater in njena primarna dejavnost je izvajanje univerzalne poštne storitve, velik pomen pa imajo tudi druge poštne in kurirske storitve, denarne storitve in prodaja blaga. Opravljajo še vrsto drugih dejavnosti, določenih v Aktu o ustanovitvi družbe Pošta Slovenije d.o.o. Skupaj s svojimi odvisnimi družbami tvorijo Skupino Pošta Slovenije, ki jo poleg obvladujoče družbe Pošta Slovenije d.o.o. sestavljajo naslednje odvisne družbe: EPPS, d. o. o., PS Moj paket d. o. o., IPPS d. o. o., PS Logistika d. o. o., Posita d. o. o. (vse 100-odstotni deleži), Intereuropa d. d. (80,89-odstotni delež) ter pridruženo podjetje Športna loterija in igre na srečo, d.d (20-odstotni delež) (Pošta Slovenije, 2022).

Pošta Slovenije je organizirana v enote, ki so umeščene v štiri glavne stebre: Upravljanje, Komerciala, Infrastruktura in Podpora. V steber Upravljanje so umeščene organizacijske enote, ki opravljajo funkcije usmerjanja in upravljanja ter strateško pomembne funkcije, ki določajo glavne usmeritve delovanja ostalih stebrov organizacije.

Slika 1: Organigram Pošte Slovenije



Vir 1: (Pošta Slovenije, 2022)

V steber Komerciala so umeščene organizacijske enote, ki vzpostavljajo stike s kupci, upravljajo portfelj produktov in strank ter so odgovorne za doseganje prodajnih ciljev in dobičkonosnost produktnih segmentov na vseh trgih. V steber Infrastruktura so umeščene organizacijske enote, ki predstavljajo ključno infrastrukturo, pomembno za delovanje celotne organizacije. V steber Podpora so umeščene organizacijske enote, ki izvajajo funkcijo podpore in ekonomskega nadzora za zagotovitev celovitega spremljanja poslovanja Skupine Pošta Slovenije (Pošta Slovenije, 2022).

Pošta Slovenije in Skupina Pošta Slovenije v vse bolj spremenljivem okolju zagotavljata zanesljive in varne storitve za pretok blaga in informacij s povezovanjem poštних storitev, logistike, elektronskega poslovanja in sodobnih informacijskih rešitev. Ključno področje za njuno rast in uspešnost so paketne in logistične storitve, zato je bila naložba Skupine Pošta Slovenije v Intereuropo v letu 2019 prava pot, da združena Skupina postane vodilni ponudnik logističnih in paketnih storitev za končne kupce v regiji.

V skladu s svojo vizijo Skupina Pošta Slovenije še naprej ostaja zavezana svojemu osnovnemu poslanstvu, to je izvajanju univerzalne poštne storitve na celotnem ozemlju Republike Slovenije. Z načrtovanimi in že uvedenimi novostmi Pošta Slovenije svoje storitve še bolj približuje uporabnikom ter jih prilagaja vse večjim potrebam in pričakovanjem kupcev. Strmi k temu, da postane vodilni poštni operater, ki nudi celovito podporo prebivalstvu in podjetjem v Sloveniji ter, da igra vlogo vrhunskega ponudnika celovitih logističnih storitev v Sloveniji in enega ključnih ponudnikov na območju jugozahodne Evrope (Pošta Slovenije, 2022).

Univerzalna storitev je trajno, redno in nemoteno izvajanje ene ali več poštних storitev s predpisano kakovostjo na celotnem ozemlju Republike Slovenije po cenah, dostopnih za vse uporabnike poštних storitev. Do motenj teh storitev lahko pride le zaradi višje sile ali v razmerah, ki so nevarne za dostavljalca. Med univerzalne poštne storitve sodijo:

- sprejem, usmerjanje, prevoz in dostava poštних pošilk do mase 2 kg,
- sprejem, usmerjanje, prevoz in dostava poštних paketov do mase 10 kg,
- storitev priporočene in vrednostne poštne pošiljke in
- prenos poštних pošilk za slepe in slabovidne.

Univerzalna storitev vsem uporabnikom poštних storitev v praksi zagotavlja najmanj pet delovnih dni tedensko najmanj en sprejem in eno dostavo dnevno na dom ali v prostore vsake fizične ali pravne osebe.

3 Zakonodajni okvir

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.

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

4 Metodologija izračuna stroškov kapitala WACC

Stroški kapitala predstavljajo stroške financiranja podjetja ali dejavnosti in izhajajo iz zahtevanih donosnosti investorjev, ki podjetju zagotovijo vire financiranja. Ker se za financiranje navadno uporabijo različne vrste kapitala – lastniški kapital in dolžniški kapital (dolg), se stroške kapitala oceni kot povprečne stroške kapitala, pri čemer se zaradi različnih deležev posamezne vrste kapitala, le-te oceni kot tehtano povprečje stroškov kapitala (angl. *weighted average costs of capital*) ali WACC.

Če se podjetje ali delavnosti financira z lastniškim kapitalom in dolgom, se WACC izračuna kot tehtano povprečje stroška lastniškega kapitala in stroška dolga (po davkih), pri čemer uteži predstavljata delež lastniškega kapitala in delež dolga v optimalni strukturi kapitala:

$$WACC = k_e \cdot w_e + k_d \cdot w_d \quad (4.1.)$$

4.1 Ocena stroška lastniškega kapitala

Strošek lastniškega kapitala se oceni kot oportunitetni strošek kapitala, ki je enak pričakovani donosnosti alternativne naložbe z enakim tveganjem. To je donosnost, ki jo investor pričakuje od naložbe v lastniški kapital in se označuje tudi kot zahtevana stopnja donosa. Oportunitetni strošek lastniškega kapitala podjetja se v praksi najpogosteje oceni z uporabo modela določanja cen dolgoročnih naložb (angl. *Capital Asset Pricing Model*) ali CAPM modela. CAPM model predpostavlja, da investor v tvegane naložbe zahteva nek dodatek k

pričakovani donosnosti netvegane naložbe, ker prevzema tveganje, da dejanski donosi naložbe ne bodo enaki pričakovanim. Predpostavlja se, da so investitorji namreč tveganju nenaklonjeni in pri naložbah za katere je značilno večje tveganje zahtevajo višjo donosnost.

V skladu s CAPM modelom je strošek lastniškega kapitala, ki ga označimo s k_e , enak vsoti donosnosti netvegane naložbe (r_f) in premije za tveganje, ki je odvisna od absolutne cene tveganja, ki je enaka razliki med pričakovano donosnostjo racionalne kombinacije tveganih naložb in donosnostjo netvegane naložbe (r_f), ter relativnega obsega sistematičnega tveganja – tveganja, ki ga posamezna naložba prispeva k tveganju premoženja in ga z razpršitvijo ni mogoče odpraviti (le-ta se izmeri z β koeficientom):

$$k_e = r_f + [E(\tilde{r}_m) - r_f] \cdot \beta \quad (4.2.)$$

Ocena stroška lastniškega kapitala podjetja z uporabo CAPM modela tako zahteva najprej oceno donosnosti netvegane naložbe oziroma netvegano stopnjo donosa – r_f (ang. *risk-free rate of return*). Ta je enaka donosnosti naložbe brez tveganja neplačila oziroma izostanka plačila obresti in vračila glavnice (angl. *default risk*), s popolno nekoreliranim gibanjem donosa z gibanjem katerekoli spremenljivke v gospodarstvu. Druga potrebna značilnost netvegane naložbe je neobstoj tveganja, povezanega z reinvestiranjem (angl. *reinvestment risk*).

Nato ocenimo tržno premijo za tveganje – r_m (angl. *market risk premium*), ki predstavlja razliko med donosnostjo naložbe v netvegane vrednostne papirje in donosnostjo ustrezno razpršenega premoženja – racionalne kombinacije tveganih naložb (*market portfolio*).

Ocena netvegane donosnosti in tržne premije za tveganje lahko temelji na preteklih podatkih o gibanju tržne premije za tveganje v preteklosti, lahko pa poskušamo napovedati njeno gibanje v prihodnosti. V zadnji časih pa se poleg teh dveh pristopov in ocen uporabljajo tudi normalizirane stopnje donosa, ki temeljijo na normaliziranih preteklih podatkih z delnim upoštevanjem trenutnih razmer. Bolj pomembno kot izbira posameznega pristopa pa je konsistentnost med pristopom, ki ga uporabimo za oceno netvegane donosnosti in pristopom ocene tržne premije za tveganje.

Nazadnje je za ocena stroška lastniškega kapitala potrebno oceniti obseg sistematičnega tveganja. Sistematično ali tržno tveganje se ocenjuje s koeficientom β . β Koeficient je relativni kazalec tveganja, ki kaže relativni obseg tveganja naložbe glede na tveganje ustrezno razpršenega premoženja – racionalne kombinacije deležev tveganih naložb. Za podjetja, ki kotirajo na učinkovitih trgih kapitala, β koeficient ocenimo z regresijsko analizo (oziroma podatek pridobimo pri ponudnikih tovrstnih informacij), medtem ko si pri ocenjevanju stroškov kapitala podjetij ali dejavnosti, ki ne kotirajo na borzi ali kotirajo na trgu, kjer cene ne odražajo vseh informacij in tako notranje vrednosti podjetij, navadno pomagamo s

panožnimi β koeficienti, izračunanimi za panoge podjetij na učinkovitih trgih kapitala ali β koeficienti primerljivih podjetij – podjetij, ki opravljajo enako dejavnost.

Upoštevati je potrebno, da so podjetja, katerih podatki o gibanju donosnosti so uporabljeni za izračun panožnih β koeficientov, pogosto pa tudi primerljiva podjetja, navadno velika podjetja. Oportunitetni strošek lastniškega kapitala, izračunan s pomočjo CAPM modela, predpostavlja, da na zahtevano donosnost vpliva samo sistematično tveganje. Zaradi večjega tveganja majhnih podjetij v primerjavi s velikimi podjetji pa na tveganje poleg sistematičnega tveganja vpliva tudi nesistematično tveganje. To kažejo številne empirične študije, v katerih se ugotavlja značilno razliko med realiziranimi donosnostmi delnic manjših podjetij in zahtevanimi donosnostmi teh delnic ocenjenimi s CAPM modelom. Zato pri oceni zahtevane donosnosti na zahtevano donosnost ocenjeno s CAPM modelom, v praksi pogosto upoštevamo pribitek za velikost oziroma majhnost podjetja (angl. *size premium*), ki ga ocenimo glede na velikost podjetja ali dejavnosti.

Ob številnih donosnih investicijskih priložnostih na razvijajočih se trgih in procesu globalizacije, se je pojavilo tudi vprašanje ali pri oceni tveganja in zahtevane donosnosti naložbe upoštevati deželno tveganje. Gre za vprašanje ali lahko dodatno tveganje povezano z naložbo na določenem trgu, kjer je tveganje višje, z razpršitvijo premoženja na globalnem trgu kapitala, odpravimo. Če tega ne moremo odpraviti, je smiselno deželno tveganje oziroma premijo za deželno tveganje upoštevati pri določanju zahtevane donosnosti.

Zaradi specifičnega namena te študije je tudi na mestu priporočilo, da se stroški kapitala ugotavljajo sprotno. Tržni parametri, ki vstopajo v izračun, se neprestano spreminjajo, zato je smiselno v določanju višine stroška kapitala zajeti vrednost parametrov, ki so relevantni za neko obdobje oziroma nek presečni datum. Posebej pomembno je to opozorilo pomembno v času, ko prihaja do velikih sprememb, čemur smo bili priča v letu 2022. Pri tem poudarjamo, da je potrebno vse parametre, ki vstopajo v model določiti na nivojih, ki so medsebojno konsistentni. Možna sta dva pristopa ocenjevanja stroškov kapitala – torej prvič pristop, ki temelji na trenutni netvegani stopnji donosa in trenutni implicitni premiji za tržno tveganje; in drugič pristop, ki temelji na t.i. normaliziranih vrednostih, ki se v času ravno tako spreminjajo. V tej študiji smo osrednjo oceno vrednosti podali na osnovi normaliziranega pristopa, v alternativnih variantah pa pokazali tudi izračun WACC na osnovi trenutne tržne premije za tveganje in trenutne implicitne tržni premiji za tveganje. Z izborom variant pokažemo na spremenljivost tržnih razmerij v času, ki povzročijo spremenljivost tehtanega povprečja stroška kapitala WACC.

4.2 Ocena stroška dolga

Enako kot strošek lastniškega kapitala, se kot oportunitetni strošek kapitala oceni tudi strošek dolga. Oportunitetni strošek dolga je enak pričakovani donosnosti alternativne naložbe z

enakim tveganjem. To je donosnost, ki jo investitor pričakuje od naložbe v dolžniški kapital in se označuje tudi kot zahtevana stopnja donosa. Oportunitetni strošek se v praksi ocenjuje na različne načine.

Lahko se uporabi strošek dolga, ki ga podjetje plačuje za izposojena sredstva, kjer je pomembno razmišljati o celotnem strošku in ne samo obrestih, ki se plačujejo na dolg. Le-ta npr. pri financiranju z obveznicami izhaja iz donosnosti do dospelja, in ne samo kuponske obrestne mere, saj je donosnost investitorja odvisna tudi od kapitalske donosnosti, ki je enaka razlike med trenutno tržno ceno obveznice in nominalno vrednostjo. Alternativno se lahko oceni strošek dolga z metodo dograjevanja (angl. *build-up method*). Skladno s to metodo se strošek dolga oceni kot vsota netvegane donosnosti in premije za tveganje, ki odraža tveganje neplačila oziroma izostanka plačila obresti in vračila glavnice dolga (angl. *default risk*). Prav tako bi lahko strošek dolga ocenili s CAPM modelom, kjer pa je potrebno poleg podatkov o netvegani donosnosti in tržni premiji za tveganje razpolagati tudi z β koeficientom dolga. Le-to pa je zaradi manj frekventnega trgovanja z obveznicami težje oceniti in so ocene manj zanesljive. Zato se ta način v praksi redkeje uporablja.

5 Referenčne študije

Na področju določanja stroškov kapitala za namene regulacije so na spletu javno dosegljiva gradiva. Je pa relativno omejeno število študij, ki obravnavajo stroške kapitala v dejavnosti (univerzalnih) poštних storitev. Za samo področje ugotavljanja stroškov kapitala poštних storitev smo se dokopali do študije ocene stroška kapitala za nizozemsko družbo PostNL in portugalsko Correios de Portugal (CTT), ki pa sta narejeni v različnih časovnih obdobjih¹, se pa tudi zelo razlikujeta. Kljub temu sta zanimivi zaradi nekaterih ugotovitev, ponudita pa tudi zanimiv vpogled v izbor in argumentacijo parametrov.

Avtorji nizozemske študije za družbo PostNL ugotavljajo izjemno nizko tehtano povprečje stroškov kapitala. Le-ta v letu 2017 znaša zgolj 3,46%. Avtorji izhajajo iz trenutnih tržnih razmer, ki kažejo na izjemno nizke netvegane stopnje donosa, hkrati pa uporabijo zgodovinske podatke donosnosti oz. tržnih premij za tveganja iz vira Credit Suisse Investment Returns Yearbook 2017. Pristop po našem mnenju ni konsistenten, saj avtorji v tej študiji kombinirajo trenutno nizko netvegano stopnja donosa z dolgoročnimi povprečji premije za tveganje delniškega trga. Takšen pristop vsebinsko ni ustrezen. Avtorji te študije postrežejo z empiričnimi dokazi, da so beta koeficienti v dejavnosti opravljanja univerzalne poštne storitve zelo nizki. Dekompozicija β koeficientov glede na strukturo dejavnosti, razdeljeno na opravljanje univerzalnih poštних storitev in opravljanje ostalih storitev, namreč pokaže, da β koeficient z deležem univerzalnih poštних storitev pada. Zaključek je logičen in nudi empirični dokaz, da je pri opravljanju univerzalnih poštних storitev prisotnega zelo malo sistematičnega

¹ Portugalska študija razčlenjuje posamezne parametre in napotuje na njihovo uporabo v letu 2018 in dalje.

tveganja. Bistveno manj, kot pri ostalih storitvah, ki jih poštna podjetja opravljajo poleg univerzalnih poštних storitev.

Metodološka študija WACC za portugalskega izvajalca (univerzalnih) poštних storitev CTT pa napotuje na uporabo povprečij iz nedavne preteklosti za oceno stroškov kapitala v prihodnjih letih. Različne vire avtorji povprečijo. Končni rezultat izračuna WACC po predlaganih parametrih nas pripelje do tehtanega povprečja stroškov kapitala na nivoju 9,5%, kar je skoraj trikratnik stroška, izračunanega za primer nizozemskega izvajalca (univerzalnih) poštних storitev PostNL. Značilnost portugalskega izvajalca je nezadolženost, čeprav bi družba ob zadolžitvi uživala visoke koristi davčnega ščita. Stopnja obdavčenja namreč znaša 28,1%. CTT ima tudi visok β koeficient, ki se giblje na nivoju celotnega trga. Stroški lastniškega kapitala (znašajo 9,6%) so ocenjeni s pomočjo zgodovinskih donosnosti državnih obveznic (kar pomeni, da metodologija preko dejanske donosnosti obveznic implicitno zajame premijo za državno tveganje), in s pomočjo povprečenja treh baz za oceno tržne premije za tveganje. Tehtano povprečje stroškov kapitala je praktično enak (9,5%) kot strošek lastniškega kapitala, saj CTT ne uporablja dolga za financiranje svojih aktivnosti.

Tabela 1: Mednarodna primerjava WACC študij

<i>Ocena WACC</i>	PostNL	CTT
Delež lastniškega kapitala (%)	85	98,6
Delež dolga (%)	15	1,4
Strošek lastniškega kapitala (%)	3,86	9,6
Strošek dolga (%)	1,51	3,3
Efektivna davčna stopnja (%)	25	28,1
WACC (%)	3,46	9,5
<i>Ocena stroška lastniškega kapitala</i>		
Netvegana stopnja donosa (rf) (%)	0,46	2,8
Tržna premija zatveganje (MRP) (%)	5	6,98
<i>Beta koeficient</i>		
Beta koeficient nezadolženega podjetja - ocena (β_u)	0,6	0,98
Beta koeficient zadolženega podjetja - ocena (β)	0,68	0,98
<i>Drugi pribitki</i>		
Pribitek za deželno tveganje (rpcountrisk) (%)	0	0
Drugi pribitki (%)	0	2,0

V pričujoči študiji smo skrbno izbrali vrednost parametrov, ki so med seboj konsistentni in najprimernejši za Pošto Slovenije d.o.o.. Izbor pojasnujemo v naslednjem poglavju

6 Relevantni tržni podatki

Tržni podatki in drugi približki, ki vstopajo v izračun stroškov kapitala, se neprestano spreminjajo in so, kot prikazujemo v nadaljevanju, tudi trenutno, kljub večjim spremembam, še vedno zelo različni od dolgoročnih zgodovinskih povprečij ter odstopajo od normaliziranih nivojev. Kot že omenjeno, pa je glede na namen ocenjevanja in uporabe WACC smiselno v določanju višine stroškov kapitala zajeti vrednost parametrov, ki so pravilni oziroma ustrezni skozi daljše časovno obdobje, in ne nujno v vsakem trenutku vmesnega ocenjevanja. Pri oceni tako sledimo cilju, da morajo stroški kapitala odražati razmere daljšega obdobja in ne samo trenutnih razmer. Pri tem še enkrat poudarjamo, da je potrebno vse parametre, ki vstopajo v modele, določiti na nivojih, ki so medsebojno konsistentni.

Pri pridobivanju in ocenjevanju ustreznih vhodnih podatkov – relevantnih tržnih podatkov, smo se v večini primerov naslonili na podatke primerljivih evropskih poštних podjetij, ki opravljajo univerzalno poštno storitev. V nabor primerljivih podjetij vključili šest (6) evropskih poštних podjetij:

- Deutsche Post (DPW),
- Royal Mail Group (RMG),
- PostNL (PNL),
- Oesterreichische Post (POST),
- Correios de Portugal (CTT) in
- Belgian Post Group (BPOST).

6.1 Struktura kapitala

Kot predlagamo že v poglavju 4, je pri oceni WACC najbolj smiselno glede strukture kapitala izhajati iz optimalne strukture kapitala. Pri ocenjevanju stroška kapitala za družbo Pošta Slovenije d.o.o. lahko uporabimo podatke primerljivih podjetij.

Analiza zadolženosti, ki smo jo opravili na podlagi podatkov primerljivih podjetij in panožnih podatkov dostopnih na spletni strani Damodaran On-line (Damodaran, 2022), pokaže da znaša delež dolga v celotnem kapitalu, ocenjen na podlagi knjigovodskih vrednosti, na koncu leta 2021 v primerljivih podjetjih približno 54%. Zadolženost, ki je relevantna pri ocenjevanju WACC, je bazirana na razmerjih tržnih vrednostih lastniškega kapitala in dolga. Tako definirani povprečni delež dolga v celotnem kapitalu znaša v primerljivih podjetjih 33,1% (glej Tabelo 2).

Pri izračunu WACC je logično uporabiti delež dolga, ki je ocenjen dolg v celotnem kapitalu na podlagi tržnih vrednosti kot povprečje za primerljiva podjetja.

Tabela 2: Delež dolga v celotnem kapitalu (v %) v evropskih primerljivih podjetjih v panogi

	PS	DPW	RMG	PNL	POST	CTT	BPOST	Panoga
Lastniški kapital - knjigovodska vrednost	19.499	5.334	425	672	175	885		
Število delnic	1.224	946	513	68	148	200		
Cena delnice	56,54	360,1	3,83	37,8	4,55	7,67		
Tržna kapitalizacija	69.194	3.407	1.966	2.553	676	1.534		
iz podatkov (na datum oddaje letnega poročila)	68.163	3.239	1.836	2.280	695	1.227		
Dolg	19.897	2.213	1.035	407	479	1.378		
Neto dolg	13.278	1.006	187	291	-468	470		
Delež dolga	53,8	50,5	29,3	70,9	37,7	73,3	60,9	56,4
Delež dolga (neto dolg)	51,9	40,5	15,9	30,6	30,2	159,5	34,7	41,9
Delež dolga (tržne vrednosti)	33,1	22,3	39,4	34,5	13,7	41,5	47,3	43,5
D / E	1,5	1,020	0,415	2,435	0,605	2,744	1,556	1,296
D / E (neto dolg)	-0,1	0,681	0,189	0,440	0,432	-2,681	0,531	0,723
D / E (tržne vrednosti)	0,5	0,288	0,650	0,527	0,159	0,709	0,898	0,770

6.2 Strošek lastniškega kapitala

Strošek lastniškega kapitala je po CAPM modelu sestavljen iz netvegane stopnje donosa, tržne premije za tveganje in β koeficienta. Tako določen strošek lastniškega kapitala pa ne upošteva specifik ocenjevanega podjetja, ki lahko pomenijo precejšen odmik od lastnosti podjetij, ki odsevajo zgoraj zajete tržne podatke. Tako je potrebno ocenjen strošek lastniškega kapitala popraviti za premijo za velikost (majhnost).

V praksi se pri ocenjevanju stroška lastniškega kapitala na trgih, kjer je tveganje večje kot na trgih iz katerih se črpa približke za oceno lastniškega kapitala, na ocenjeno vrednost stroška lastniškega kapitala doda tudi premijo za deželno tveganje.

6.2.1 Netvegana stopnja donosa

Pri oceni stroška lastniškega kapitala se navadno kot približek netvegane stopnje donosa uporablja donosnost dolgoročne državne obveznice, države z visokim kreditnim ratingom, to so npr. nemške ali ameriške obveznice. Zaradi posledic ukrepov monetarne politike namenjenih odpravljanju posledic zadnje finančne krize pa tudi kasnej sprejetih ukrepov zaradi pandemije COVID-19 oziroma zelo ekspanzivne monetarne politike, so obveznice ustvarjale zelo nizke (tudi negativne) donosnosti. Donosnosti so trenutno v porastu, saj centralne banke vsled inflacijskih pritiskov končujejo s programi ekspanzivne denarne politike in pospešeno dvigujejo obrestne mere.

Grabowski (2011) predlaga uporabo normalizirane netvegane stopnje donosa. Kroll (2022), ki redno ocenjujejo normalizirane netvegane stopnje donosa (kot tudi normalizirane tržne

premije za tveganje), navajajo, da je normalizirana netvegana stopnja donosa za evro območje, ki je ocenjena z uporabo nemške državne obveznice, ob koncu leta 2021 znašala 1,5%.

Tabela 3: Netvegana stopnja donosa – različni približki

	31.12. 2021	31.12. 2020	31.12. 2019	31.12. 2018	31.12. 2017	15.09. 2022	30.06. 2022
Donosnost nemške obveznice 10y	-0,198	-0,574	-0,237	0,204	0,418	1,724	1,393
Donosnost ameriške obveznice 10y	1,509	0,922	1,854	2,654	2,433	3,427	3,024
Donosnost slovenske obveznice 10y	0,38	-0,208	0,249	0,993	0,855	2,752	2,365
Normalizirana netvegana stopnja donosa - Eurozone	1,5	2,0	2,0	2,5	2,5	2,0	2,0
Normalizirana netvegana stopnja donosa - US						3,5	3,0

Predlagamo, da je pri oceni stroška lastniškega kapitala po osrednjem scenariju uporabi normalizirana netvegana stopnja donosa ocenjena za evro območje na podlagi nemške obveznice in znaša 1,5%.

6.2.2 Tržna premija za tveganje

Damodaran (2020) v svoji študiji tržne premije za tveganje govori o treh različnih pristopih za ocenjevanje te premije:

1. Ocena, ki temelji na anketah investorjev in managerjev ter akademikov,
2. Ocena, ki temelji na preteklih podatkih, in
3. Ocena pričakovane donosnosti, ki temelji na implicitni premiji (angl. *implied premium*).

Kljub temu, da postajajo ocene tržne premije za tveganje na podlagi anket vedno bolj dostopne, se te ocene manj pogosto uporabljajo v praksi. Tovrstne ocene so namreč pod velikim vplivom trenutnih gibanj cen vrednostnih papirjev, zelo odvisne od tega na koga se naslavlja vprašanja in kako, ter imajo po raziskavah precej nizko prediktivno moč (Damodaran, 2020).

Veliko bolj pogosto se v praksi za oceno tržne premije za tveganje uporabljajo pretekli podatki. Tudi ta pristop ima sicer veliko izzivov, kot so npr. dolžina obdobja za katerega se izračuna povprečje ali povprečje izračunati kot aritmetično ali kot geometrijsko povprečje itd. Damodaran (2022) navaja, da znaša povprečna donosnost ameriških delnic v obdobju 1928-2019 11,57%, donosnost ameriških obveznic 5,15%. Povprečna tržna premija znaša v istem obdobju izračunana kot aritmetično povprečje 6,43% oziroma 4,83%, če se le-ta izračuna kot geometrijsko povprečje. V primeru, da se v izračun vzame obdobje 1970-2019 znašata oceni 4,5% in 3,52%, le-ti pa spet bistveno višje, če se v izračun vzame še krajše obdobje – 2010-2019 (9,67% in 9,31%). Skratka razpon ocenjenih vrednosti je ogromen, velike so tudi

standardne napake ocen. Še manj natančne so ocene za druge trge, kjer so trgi kapitala manj učinkoviti oziroma gre za trge manjših gospodarstev.

Problem ocenjevanja z uporabo preteklih podatkov pa niso samo zgoraj omenjeni izzivi in širok razpon ocen in nenatančnost, ampak tudi, da so to ocene preteklih premij, pri ocenjevanju stroškov kapitala pa navadno gledamo v prihodnost. Zato je vsaj teoretično bolj ustrezno pri ocenjevanju tržne premije za tveganje uporabiti trenutne ali pričakovane premije. Damodaran (2020) navaja sicer tri različne pristope za oceno implicitne tržne premije za tveganje, vendar na svoji spletni strani objavlja rezultate uporabe načina, ki temelji na DCF modelu. Pristop temelji na ideji, da so trenutne tržne cene delnic odvisne pričakovanih donosov in stopnje rasti ter zahtevane donosnosti investorjev. Če so cene znane in poznamo tudi pričakovane donose in stopnje rasti, potem je mogoče izračunati/oceniti zahtevane donosnosti delnic. Če poznamo tudi netvegano stopnjo donosa pa lahko iz teh podatkov izračunamo tudi tržno premijo za tveganje. Na svoji spletni strani Damodaran (2022) objavlja oceno za implicitno tržno premijo za tveganje, do katere pride z uporabo prostega denarnega toka kot približka donosa. Le-ta ob koncu leta 2021 znaša 4,24 odstotne točke. Premija je na sredini leta 2022 nekoliko višja, in sicer 6,01 odstotne točke.

Tabela 4: Tržna premija za tveganje – različne ocene

	31.12. 2021	31.12. 2020	31.12. 2019	31.12. 2018	31.12. 2017	15.09. 2022	30.06. 2022
Implicitna ERP	4,24	4,72	5,20	5,96	5,08	6,01	6,01
2001-20	4,95						
2011-20	5,53						
Normalizirana ERP - Eurozone	5,75	5,75	4,75	n.a.	n.a.	5,75	5,75
Normalizirana ERP - US						5,5	5,5
Anketa Fernandez (2022) - Germany	5,8	5,8	5,7	5,3			5,7
Anketa Fernandez (2022) - US	5,5	5,6	5,6	5,4			5,6
Anketa Campbell and Harvey (2018)	4,42						
Anketa Global Fund Managers (2014)	4,60						

Kot je razvidno, se ocenjene tržne premije za tveganje nekoliko razlikujejo, v povprečju pa znašajo približno 5%. Kot že omenjeno, je bolj pomembno kot to katero oceno uporabimo za oceno stroška lastniškega kapitala, da je pristop za oceno tržne premije za tveganje konsistenten s pristopom za oceno netvegane stopnje donosa. Če se netvegana donosnost oceni kot normalizirana netvegana stopnja donosa, potem je potrebno konsistentno s tem oceniti tudi tržno premijo za tveganje.

Kroll (2022) ocenjujejo, da znaša intervalna ocena za tržno premijo za tveganje za evro območje, ki jo lahko uporabimo ob netvegani stopnji donosa, ocenjeni kot normalizirani netvegani stopnji donosa, 5,5% - 6%.

Skladno s priporočilom Kroll (2022) predlagamo, da se pri oceni stroška lastniškega kapitala uporabi normalizirana tržna premija za tveganje za evro območje v višini 5,75% (t.j. povprečna vrednost predlaganega intervala).

6.2.3 Beta koeficient

β koeficient lahko izračunamo za vsako kotirano podjetje na borzi. Pri analizi in ugotavljanju stroška kapitala lahko bodisi uporabimo panožne β koeficiente ali pa β koeficiente primerljivih podjetij. V konkretnem primeru družbe Pošta Slovenije d.o.o. se je smiselno opreti na izbor primerljivih podjetij, kot smo to storili v primeru analize strukture kapitala oziroma zadolženosti.

Tržni podatki kažejo, da za leto 2021 povprečni β koeficient (za nezadolženo podjetje) v primerljivih podjetjih znaša 0,62. Analizo smo temeljili na dvoletnih β , izračunanih na tedenskem zajemu podatkov.

Tabela 5: Tržna premija za tveganje – različne ocene

	PS	DPW	RMG	PNL	POST	CTT	BPOST
Beta koeficient zadolženega podjetja (2y, weekly)		0,81629	0,91905	0,83414	0,84671	0,88771	0,84909
Beta koeficient zadolženega podjetja (5y, weekly)		1,08654	1,63389	1,36931	0,79735	0,98475	1,54405
Davčna stopnja		23,4	10,9	26,4	29,1	23,0	30,8
D / E		0,288	0,650	0,527	0,159	0,709	0,898
Beta koeficient nezadolženega podjetja		0,67	0,58	0,60	0,76	0,57	0,52
Povprečje	0,62						
Mediana	0,59						

Skladno s priporočilom za uporabo podatkov primerljivih podjetij pri oceni strukture kapitala in zadolženosti, predlagamo, da se pri oceni stroška lastniškega kapitala uporabi povprečni β koeficient izbranih primerljivih podjetij. Le-ta znaša 0,62.

6.2.4 Premija za velikost (majhnost)

Ker so premije za tveganje podane za velika kotirajoča podjetja, seveda izračun zahtevanih donosnosti lastniškega kapitala oziroma stroška lastniškega kapitala za manjše družbe ni primeren. Izračun stroška kapitala je potrebno prilagoditi na način, da se strošek poveča. Manjše družbe so namreč bolj tvegane, pritegnejo manj vlagateljev, le-ti pa zahtevajo premijo za to povečano tveganje.

Običajen pristop pri ugotavljanju premije za velikost sledi analizam donosnosti družb v različnih velikostnih razredih. Renomiran vir za tovrstne podatke je Kroll (2022), ki donosnosti razlikuje med velikostnimi razredi lastniškega kapitala. Vse družbe razdeli na deset decilov, zadnji deseti decil pa deli še podrobneje.

Velikost (vrednost lastniškega kapitala) Pošte Slovenije d.o.o. se po tej študiji uvršča v deveti velikostni decil. V tem razredu znaša premija za majhnost 2,1 odstotne točke. To premijo za prilagoditev stroška lastniškega kapitala za velikost (majhnost) družbe uporabimo tudi v tej študiji.

6.2.5 Premija za deželno tveganje

Damodaran (2022), ki le-to oceni na podlagi podatka o kreditnem razmiku (*default spread*) - torej ga oceni ali preko razlike v kreditnem rating državnih obveznic ali CDS - navaja, da znaša deželna premija tveganje za Slovenijo v letu 2021 0,79 odstotne točke. Ker je to premija na ameriško donosnost, mi pa izhajamo iz evropskih oziroma nemških donosnosti, je potrebno to zmanjšati za ocenjeno deželno tveganje za Nemčijo (ki sicer znaša v 2021 0,00 o.t.). Tako ocenjujemo, da premija za deželno tveganje v primeru Republike Slovenije znaša 0,79 odstotne točke.

6.3 Strošek dolga

Zadnji pomemben vhodni parameter pri ocenjevanju stroškov kapitala WACC pa je strošek dolga. Podobno kot pri lastniškem kapitalu, izhajamo oportunitetnega stroška oziroma iz zahtevane donosnosti primerljivih naložb. Ker so bila obstoječa posojila Pošte Slovenije d.o.o. v preteklem obdobju, ko so bile obrestne mere drugačne od obrestnih mer, k ibi jih bilo potrebno plačati za nova posojila smo najprej naslovili drugi relevanten vir za ocenjevanje stroškov dolga, to je Bilten Banke Slovenije (Banka Slovenije, 2022), v katerem so razvidni podatki o obrestnih merah za posojila nefinančnim družbam v decembru 2021. Po analizi podatkov o obrestnih mer za posojila nefinančnim družbam smo ugotovili, da so obrestne mere na koncu leta 2021 še vedno zelo nizke.

Zato smo skladno z pristopom uporabljenim pri ocenjevanju stroška lastniškega kapitala, pri katerem izhajamo iz normaliziranih stopnej in premij, strošek dolga ocenili iz normalizirane netvegane stopnje donosa za Evro območje (1,5%), le-tej pa dodali še premijo za deželno tveganje (0,79 o.t.). Tako ocenjujemo, da znaša strošek dolga za Pošto Slovenije 2,3%.

7 Izračun WACC

WACC smo ocenili z osrednjim predlogom in dvema alternativnima preverbama. Uporabili smo dve vrsti približkov za posamezne parametre izračuna. V osrednjem izračunu (označen je kot Predlog), uporabimo podatke primerljivih podjetij in normalizirane tržne podatke za evropski trg na dan ocenjevanja vrednosti, t.j. 31.12.2021. Uporabimo ustrezen pribitek za premijo za velikost (majhnost) in premijo za deželno tveganje.

Alternativni varianti sta namenjeni preverbi robustnosti osrednje ocene. Prva alternativna varianta (označena kot Alt. 1) predstavlja oceno vrednosti na osnovi tekočih tržnih podatkov. Varianta temelji na ameriških tržnih podatkih, ki jih tekoče izračunava Damodaran (2022). Uporabimo pribitek za premijo za velikost (majhnost) in premijo za deželno tveganje.

Druga alternativna varianta (označena kot Alt. 2) ravno tako predstavlja oceno vrednosti na osnovi tekočih tržnih podatkov, ki jih tekoče izračunava Damodaran (2022). Razlika od Alt. 1 je v časovnem trenutku. Alt. 2 je namreč podana na dan 30.6.2022, s čimer ponazorimo spremenljivost tržnih razmer v času in njihov vpliv na strošek posameznih komponent kapitala in celotni strošek WACC. Uporabimo pribitek za premijo za velikost (majhnost) in premijo za deželno tveganje.

WACC smo ocenili z uporabo enačbe 4.1, pri čemer smo najprej ocenili strukturo kapitala oziroma delež lastniškega kapitala in delež dolga. V izračunu WACC smo uporabili delež lastniškega kapitala/dolga v celotnem kapitalu v obsegu, kot smo ga z analizo ugotovili za primerljiva podjetja in ga preverili tudi na panožni ravni. V izračunu osrednjega predloga je uporabljen ocenjen strošek lastniškega kapitala v višini 9,4%, ocenjen strošek dolga v višini 2,3% in davčna stopnja 19% (glej tabelo spodaj). Oceno stroška lastniškega kapitala in stroška dolga pojasnjujemo v nadaljevanju. Po alternativnih variantah ne spreminjamo strukture kapitala, ravno tako ne davčne stopnje in stroška dolga, spreminjamo pa tržne parametre (netvegano stopnjo donosa in tržno premijo za tveganje). Na osnovi teh se strošek lastniškega kapitala giblje v intervalu med 8,1% in 11,1%. Alternativni scenarij ocenjevanja WACC na isti dan (t.j. 31.12.2021; Alt. 1) ima strošek lastniškega kapitala nižji kot v osrednjem scenariju. Le-ta znaša 8,1%.

Ocena WACC po osrednjem predlogu znaša 6,9%. V alternativnih scenarijih se tehtani povprečni strošek kapitala WACC giblje v intervalu med 6,0% in 8,1%. Alternativni scenarij ocenjevanja WACC na isti dan (t.j. 31.12.2021; Alt.1) pokaže na nekoliko nižji WACC v primerjavi z osrednjem scenarijem. Znaša namreč 6,0%. To je posledica dejstva, da je uporabljena relativno nižja trenutna implicitna tržna premija za tveganje glede na normalizirano evropsko tržno premijo za tveganje (netvegana stopnja donosa je kljub temu, da izhaja iz drugega približka skoraj enaka stopnji v osrednjem izračunu). V Alt. 2 je (WACC ocenjen na 8,1%) je nekoliko višji WACC posledica tako nekoliko višje implicitne tržne premije

za tveganje, kakor tudi višje netvegane stopnje donosa, kar je posledica dviga splošne ravni obrestnih mer v prvi polovici letošnjega leta.

Strošek lastniškega kapitala smo ocenili s CAPM modelom in uporabo enačbe 4.2. Uporabili smo normalizirano 1,50-odstotno netvegano donosnost za evropski trg, ki je veljala na dan 31.12.2021 (Kroll, 2022) in 5,75-odstotno normalizirano tržno premijo za tveganje, ki je veljala na dan 31.12.2021 (Kroll, 2022).

Pri oceni β koeficienta smo uporabili β koeficiente primerljivih podjetij (glej zgoraj). Analizo smo opravili na dvoletnih β koeficientih s tedenskim zajemom podatkov. Pri izračunu nezadolžene β za posamezno podjetje smo upoštevali zadolženost podjetja (tržno) in njegovo davčno stopnjo. Povprečni beta koeficient za nezadolžena primerljiva podjetja je znašal 0,62. Potem smo glede na ocenjeno optimalno strukturo kapitala (33-odstotni delež dolga) in davčno stopnjo (19%) z uporabo Hamadove formule izračunali β koeficient zadolženega podjetja - Pošta Slovenije d.o.o..² Ocena β koeficienta (za zadolženo podjetje) znaša 0,87.

² $\beta_l = \beta_u[1 + (1 - T)(D/E)]$, kjer T predstavlja davčno stopnjo, D vrednost dolga, in E vrednost lastniškega kapitala.

Tabela 6: Izračun stroškov kapitala WACC

<i>Ocena WACC</i>	(Predlog)	(Alt. 1)	(Alt. 2)
Delež lastniškega kapitala (%)	67	67	67
Delež dolga (%)	33	33	33
Strošek lastniškega kapitala (%)	9,4	8,1	11,1
Strošek dolga (%)	2,3	2,3	2,3
Efektivna davčna stopnja (%)	19	19	19
WACC (%)	6,9	6,0	8,1
<i>Ocena strukture kapitala</i>			
<i>Zadolženost v panogi/študijah</i>			
Delež dolga (%)	53,8	53,8	53,8
Delež dolga - tržne vrednosti (%)	33,1	33,1	33,1
D / E	1,163	1,163	1,163
D / E - tržne vrednosti	0,495	0,495	0,495
<i>Ocena</i>			
Delež dolga	33	33	33
D / E	0,493	0,493	0,493
<i>Ocena stroška lastniškega kapitala</i>			
Netvegana stopnja donosa (rf) (%)	1,50	1,51	3,02
Tržna premija zatveganje (MRP) (%)	5,75	4,24	6,01
<i>Beta koeficient</i>			
Beta koeficient nezadolženega podjetja - ocena (β_u)	0,62	0,62	0,62
Beta koeficient zadolženega podjetja - ocena (β)	0,87	0,87	0,87
<i>Drugi pribitki</i>			
Pribitek za deželno tveganje (rpcountrisk) (%)	0,79	0,79	0,79
Pribitkec za majhnost (%)	2,1	2,1	2,1
Strošek lastniškega kapitala (rs) (%)			
<i>Ocena stroška dolga</i>			
Ocenjena obrestna mera (%)	2,3	2,3	2,3
Strošek dolga (rd) (%)	2,3	2,3	2,3

Pri oceni stroška lastniškega kapitala upoštevamo najprej pribitek za premijo za velikost (majhnost). To premijo smo ocenili na podlagi vira Kroll (2022). Ocenjevana družba se po velikosti uvršča v 9. decil. Sredinska vrednost tega decila znaša 458 mio USD, ocena pribitka za takšno velikost je na dan 31.12.2021 znašala 2,1 odstotne točke. Ta pribitek smo privzeli v vseh variantah izračuna.

Pri oceni stroška lastniškega kapitala upoštevamo tudi premijo za deželno tveganje v višini 0,79 odstotne točke. Le-ta temelji na povprečni ocenjeni premiji za Slovenijo, zmanjšano za premijo za deželno tveganje v Nemčiji, kot jo v preteklem 5-letnem obdobju ocenjuje Damodaran (2022).

Pri oceni stroška dolga izhajamo iz normaliziranih stopenj in le-tega ocenjujemo na 2,3%.

8 Sklep o oceni WACC

Cilji projektne naloge je bil za podjetje Pošta Slovenije d.o.o. oceniti strošek kapitala, t.i. tehtano povprečje stroškov kapitala oz. stopnjo WACC (angl. *weighted average cost of capital*), rikazati postopek in izbor ustreznih približkov. Ocena WACC za Pošto Slovenije d.o.o. na dan 31.12.2021 znaša 6,9%.

Pri izračunu smo na podatkih primerljivih podjetij najprej ocenili strukturo kapitala oziroma delež lastniškega kapitala (67%) in delež dolga v celotnem kapitalu (33%). V izračunu je uporabljen ocenjen strošek lastniškega kapitala v višini 9,4%, ocenjen strošek dolga v višini 2,3% in zakonsko predpisana davčna stopnja 19%.

9 Literatura

1. Banka Slovenije (2022). Bilten.
2. Damodaran (2020).
3. Damodaran (2022). Damodaran Online.
4. Kroll (2022)
5. Kroll (2022). The Size Premium for CRSP Decile (rounded) 31.12.2021 Grabowski (2011) .
6. Kroll (2022). Kroll Reecommended Eurozone Equity Risk Premium (ERP) and Corresponding Risk-Free Rates (Rf); December 2019-Present.
7. Methodology to calculate the cost of capital of CTT – Correios de Portugal, S.A., applicable to 2018 and subsequent financial years, ANACOM
8. Splošni akt o ločenih računovodskih evidencah in prepovedi subvencioniranja (Ur. l. RS, št. 29/10)
9. The WACC for Dutch Postal Services, ACM, 2017
10. Zakon o poštnih storitvah (Ur. l. RS, št. 51/08, 77/10, 40/14 – ZIN-B in 81/15)



**ECON
LAB**

www.econlab.si

Dunajska cesta 106c

1000 Ljubljana

Slovenia