

Naša št.: K2/ /1-2022/AK  
Vaša št.:  
Datum: 15. 12. 2022

**Pošta Slovenije d.o.o.**  
Kontroling  
Slomškov trg 10  
2500 MARIBOR  
T: (02) 449 2132  
E: info@posta.si  
www.posta.si

**Agencija za komunikacijska omrežja  
in storitve Republike Slovenije**  
[info.box@akos-rs.si](mailto:info.box@akos-rs.si)

## **Izračun tehtanega povprečnega stroška kapitala na dan 31. 12. 2021 – pripombe, predlogi in mnenja**

Uvodoma pozivamo Agencijo za komunikacijska omrežja in storitve RS (v nadaljevanju: Agencija), da v bodoče, ob dejstvu, da gre za izračun tehtanega povprečnega stroška kapitala (v nadaljevanju: WACC) družbe Pošta Slovenije d.o.o., kakršenkoli izračun, pa tudi dejstvo, da je ta v pripravi, pošlje oziroma o tem neposredno obvesti samo družbo. Pošta Slovenije namreč v predmetni zadevi ne more predstavljati zainteresirane javnosti, temveč je lahko zgolj stranka postopka.

V skladu z javnim pozivom na spletni strani Agencije za komunikacijska omrežja in storitve RS (v nadaljevanju: Agencija) z dne 15. 11. 2022, v nadaljevanju pošiljamo pripombe, predloge in mnenja v povezavi z izračunom tehtanega povprečnega stroška kapitala (WACC) za poštne storitve na dan 31. 12. 2021.

V evrskem območju, tudi v Sloveniji, je bila prva polovica leta 2022 zaznamovana s posledicami ruske vojaške agresije na Ukrajino. Ta je omejeno vplivala na gospodarsko aktivnost, kjer smo še naprej beležili ugodne rasti. Močno pa se je odražala v krepitvi inflacije. Obeti za nadaljevanje leta so manj spodbudni; negotovost je visoka, zaupanje podjetij in potrošnikov pa se znižuje.

UMAR je v jesenski napovedi septembra 2022 sporočil, da je bila jesenska napoved pripravljena v razmerah velike negotovosti, povezane predvsem z razmerami na energetskih trgih, ki se z nadaljevanjem vojne v Ukrajini zaostrojujejo in vplivajo na poslabšanje gospodarskih obetov v naših najpomembnejših trgovinskih partnericah. Gospodarska rast bo letos še visoka predvsem zaradi ugodnih gibanj v prvi polovici leta. V drugi polovici leta pa pričakujemo občutnejšo umiritev gospodarske rasti. Ob zaostrovanju energetske krize in s tem povezanim umiranjem gospodarske aktivnosti v glavnih trgovinskih partnericah se bo proti koncu leta zmanjšala aktivnost izvoznega dela gospodarstva. Predvsem zaradi zmanjševanja kupne moči prebivalstva v razmerah visoke inflacije pričakujemo tudi upad zasebne potrošnje. Zaradi visoke negotovosti in rastočih obrestnih mer prav tako ne predvidevamo močnejše krepitve investicij. Naslednje leto se bo gospodarska rast umirila, podobna gibanja kot v drugi polovici letošnjega leta naj bi se nadaljevala tudi v prvi polovici leta 2023, nato bi ob predpostavljeni odsotnosti šokov v mednarodnem okolju in umiritvi rasti cen sledilo okrevanje.

Ob občutnejši upočasnitvi do konca leta 2022 UMAR v jesenski napovedi predvideva 5,0 % rast BDP. Zaostrene razmere se bodo nadaljevale v prvi polovici prihodnjega leta, ob okrevanju v



Pošta Slovenije d.o.o.

Okrožno sodišče v Mariboru. Matična številka družbe: 5881447000. Šifra dejavnosti: 53.100. Predsednica nadz. sveta: dr. Urška Kežmah.  
Osnovni kapital 121.472.482 €. TRR: SI56 0451 5000 1110 867. TRR: SI56 0228 0001 6990 351. TRR: SI56 0312 1100 0930 916.  
TRR: SI56 1010 0005 8717 393. Id. številka: SI25028022

drugem polletju se bo BDP v letu 2023 povečal za 1,4 %, leta 2024 pa se bo v odsotnosti šokov pospešila rast na 2,6 %. Rast zasebne potrošnje bo bistveno nižja kot letos, na to bodo vplivale še vedno visoke cene, ki bodo omejevale kupno moč, ter previdnost pri potrošnji za nenujne dobrine in storitve. Tudi investicijska aktivnost zasebnega sektorja bo ostala zadržana, saj bodo še naprej prisotne negotovost, visoke cene investicijskih dobrin in gradbenega materiala ter rast obrestnih mer.

Rast cen življenjskih potrebščin se je do jeseni stopnjevala in se bo kljub predvideni upočasnitvi do konca leta ohranila na visoki ravni. K rasti cen življenjskih potrebščin so največ prispevale cene energentov, ki so bile višje predvsem zaradi zaostrenih geopolitičnih razmer, pa tudi zaradi večjega povpraševanja ob ugodnih gospodarskih gibanjih. Vse to je vplivalo tudi na rast cen hrane, ki se je začela zviševati konec preteklega leta. Leta 2023 bo razmeroma visoka ostala rast cen hrane in storitev, prispevek cen energentov pa bo predvidoma nižji kot letos, vendar pa pri slednjem obstajajo velika tveganja. Ob okrepljenem povpraševanju, težavah v dobavnih verigah in pomanjkanju delovne sile ter povezanih pritiskih na rast plač, zlasti v nekaterih storitvenih dejavnostih, se je okrepila tudi rast cen neenergetskega industrijskega blaga in storitev. V nadaljevanju leta pričakujemo upočasnitev rasti cen življenjskih potrebščin, na kar bodo vplivali predvsem sprejeti ukrepi za blaženje posledic visokih cen energentov, visoka lanska osnova in tudi predvideno zmanjšanje trošenja gospodinjstev. Ob predpostavki umirjanja cenovnih pritiskov naj bi se dvema odstotkoma približala šele konec leta 2024.

Napoved rasti cen življenjskih potrebščin:

- leta 2022: 8,9 % (povprečna letna); 9,8 % (dec.22/dec.21);
- leta 2023: 6,0 % (povprečna letna); 3,9 % (dec.23/dec.22);
- leta 2024: 2,9 % (povprečna letna); 2,2 % (dec.24/dec.23);

Negotovost v mednarodnem okolju je velika, tveganja za napoved so pretežno negativna ter ostajajo močno odvisna od poteka vojne v Ukrajini in razmer na energetskih trgih, pa tudi epidemičnih razmer. Popolna zaustavitev dobave ruskega plina evropskim državam bi povišala cene energentov in vodila v izrazitejšo racionalizacijo, kar bi negativno vplivalo zlasti na industrijo, prizadelo pa bi tudi druge dejavnosti. Ocene vpliva popolne prekinitve dobave ruskega plina za države evrskega območja se gibljejo v razponu nekaj odstotnih točk. V kolikor bi do tega prišlo že letos ali v zimskih mesecih, bi bil učinek močnejši zaradi pritiska vhodnih stroškov energije in/ali dodatnih omejitev pri proizvodnji, saj na kratek rok hitro nadomeščanje ruskega plina v velikem obsegu ni mogoče. (Vir: Umar: Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2022).

Glede na trenutno, hitro spreminjajočo se situacijo pa ugotavljamo, da npr. izračunan WACC za leto 2021, ki ga lahko uporabimo šele pri vlogi za spremembo cen v sredini leta 2023 ni več najprimernejši. Zgolj za ilustracijo navajamo obdobje spremembe v višini netvegane stopnje donosa in tržne premije za tveganje, ki se uporabljata za izračun zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala med 31.12.2021 in 30.6.2022 ter zahtevana stopnja donosa dolžniškega kapitala, ki se uporabi pri izračunu WACC:

- netvegana stopnja donosa 31.12.2021 = 1,5 %; 30.6.2022 = 2,0 %
- tržna premija za tveganje 31.12.2021 = 4,24 %; 30.6.2022 = 6,01 %
- zahtevana stopnja donosa dolžniškega kapitala 31.12.2021 = 2,3 %; v Pošti Slovenije upoštevan 6-mesečni EURIBOR med 2,2 in 3,3 %. ([EURIBOR blizu 2,5%. Kakšna je napoved za 2023 in 2024? \(finance.si\)](#))

Posledično se seveda poviša tudi zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala, ki je ena izmed spremenljivk, ki se uporabijo pri izračunu WACC.

Glede na to, da želimo kljub ex-ante regulaciji doseči čim realnejši prikaz vseh stroškov, predlagamo, da se parametri v izračunu WACC čim bolj približajo dejanskemu stanju, torej se upoštevajo podatki vključno s 30.6.2022 in se tako uporabijo zadnje znane netvegane stopnje donosa, tržne premije za tveganje in zahtevane stopnje donosa dolžniškega kapitala. Tako bomo sledili cilju, da bodo vsi parametri, ki vstopajo v model, določeni na nivojih, ki so medsebojno konsistentni.

V skladu z navedenim menimo, da višina izračunanega WACC za USO segment ni ustrezna in pozivamo Agencijo, da izračun ustrezno spremeni, upoštevajoč predhodno podane pripombe.

Pripravila:

Anica Kirbiš, univ. dipl. ekon.

Pregledala:

Sandra Planinc, univ. dipl. ekon.  
direktor Kontrolinga

Jože Kreševič

svetovalec za pravne zadeve