Izračun WACC
v skladu z modelom CAPM
za izvajanje univerzalne poštne storitve za
Pošto Slovenije d.o.o. na dan
31.12.2024

Naročnik:

Agencija za komunikacijska omrežja in storitve Republike Slovenije

Izvajalec projekta vrednotenja:

M.Kabinet, d.o.o.

Datum poročila: 2.7.2025

VSEBINA

1 IZHODIŠČA ZA IZVEDBO PROJEKTA IZRAČUNA WACC ZA IZVAJANJE UNIVERZALNE POŠTNE STORITVE POŠTE SLOVENIJE D.O.O. 3
1.1 PREDMET IZRAČUNA 3
1.2 IDENTIFIKACIJA NAROČNIKA IN DRUGIH UPORABNIKOV IZRAČUNA 3
1.3 IZVAJALEC PROJEKTA IZRAČUNA WACC 3
1.4 NAMEN IZRAČUNA WACC 3
1.5 DATUM IZRAČUNA IN DATUM PRIPRAVE OSNUTKA POROČILA O IZRAČUNANEM WACC 4
1.6 OBSEG DELA 4
1.7 OMEJITVE IZVAJALCA 4
1.8 NARAVA IN VIR INFORMACIJ 4

2 PREDSTAVITEV DRUŽBE POŠTA SLOVENIJA D.O.O. 6

3 ZAKONSKI OKVIR IZVAJANJA UNIVERZALNE POŠTNE STORITVE 8

4 METODOLOGIJA ZA IZRAČUN WACC 9

5 IZRAČUN WACC ZA POŠTO SLOVENIJE D.O.O. NA DAN 31.12.2024 ... 11
5.1 PRISTOP 11
5.2 OPREDELITEV POSAMEZNIH ELEMENTOV DISKONTNE MERE OZIROMA STROŠKA LASTNIŠKEGA KAPITALA 11
5.2.1 NETVEGANA MERA DONOSA 11
5.2.2 TRŽNA PREMIJA ZA TVEGANJE – PRIBITEK ZA KAPITALSKO TVEGANJE 12
5.2.3 KOEFICIENT BETA – MERA SISTEMATIČNEGA TVEGANJA 13
5.2.4 PRIBITEK ZA MAJHNOST PODJETJA 15
5.2.5 PRIBITEK ZA DEŽELNO TVEGANJE 15
5.3 OPREDELITEV STROŠKA DOLGA 16
5.4 IZRAČUN TEHTANEGA POVPREČNEGA STROŠKA KAPITALA (WACC) 16

6 PRIMERJAVA IZRAČUNA WACC NA DAN 31.12.2024 Z IZRAČUNOM NA DAN 31.12.2023 18

7 SKLEP O OCENI STOPNJE WACC NA DAN 31.12.2024 19

TABELE

TABELA 1: IZRAČUN BETE BREZ DOLGA PRIMERLJIVIH PODJETIJ 14
TABELA 2: PRIBITEK ZA DEŽELNO TVEGANJE ZA SLOVENIJO 16
TABELA 3: IZRAČUN WACC NA DAN 31.12.2024 ZA DRUŽBO POŠTA SLOVENIJE D.O.O. 17
TABELA 4: PRIMERJAVA IZRAČUNA WACC NA DAN 31.12.2024 IN NA DAN 31.12.2023. 18

1 IZHODIŠČA ZA IZVEDBO PROJEKTA IZRAČUNA WACC ZA IZVAJANJE UNIVERZALNE POŠTNE STORITVE POŠTE SLOVENIJE D.O.O.

1.1 PREDMET IZRAČUNA

Predmet projektne naloge je izračun stopnje tehtanega povprečnega stroška kapitala - WACC (Weighted Average Cost of Capital) v skladu z modelom CAPM (Capitall Asset Pricing Model) za izvajanje univerzalne poštne storitve Pošte Slovenije d.o.o. na dan 31.12.2024, v skladu s tehničnimi specifikacijami dokumentacije v zvezi z oddajo javnega naročila.

V skladu s tehničnimi specifikacijami razpisa smo:

- podrobno obrazložili razloge za izbiro posameznih parametrov, ki so vključeni v izračun WACC,
- podrobno opredelili in obrazložili vsak posamezni parameter in njegove vrednosti, vključene v izračun WACC,
- obrazložili končni izračun WACC.

1.2 IDENTIFIKACIJA NAROČNIKA IN DRUGIH UPORABNIKOV IZRAČUNA

Naročnik izračuna WACC je Agencija za komunikacijska omrežja in storitve Republike Slovenije (v nadaljevanju: naročnik ali AKOS), Stegne 7, 1000 Ljubljana, ki jo zastopa direktor mag. Marko Mišmaš.

Uporabnik izračuna je naročnik AKOS.

1.3 IZVAJALEC PROJEKTA IZRAČUNA WACC

Izračun WACC sva izdelala:

- Milena Kosi, univ. dipl. ekon., pooblaščena ocenjevalka vrednosti podjetij, ASA BV, ARM,
- Dragan Jovanović, mag. ekon., finančni analitik,
- Jakob Kosi, dipl.ekon., finančni analitik.

Osnovo za izvedbo projekta predstavlja pogodba št. 430-21/2025/20, sklenjena dne 12.6.2025, med družbo M.Kabinet, vrednotenje podjetij in poslovno svetovanje, d.o.o., ki jo zastopa Milena Kosi, direktorica in naročnikom AKOS, ki ga zastopa mag. Marko Mišmaš, direktor, na podlagi s strani naročnika izvedenega postopka oddaje javnega naročila, objavljenega na Portalu javnih naročil pod številko objave JN002165/2025-SL1/01 z dne 31.3.2025, v skladu s 47. členom Zakona o javnem računanju (Uradni list RS, št. 91/15, 14/18, 121/21,10/22, 74/22 – odl. US, 100/22 -ZNUZSZS, 28/23 in 88/23, v nadaljevanju ZJN-3).

1.4 NAMEN IZRAČUNA WACC

Izračun WACC je namenjen naročniku pri izvajanju zakonsko določene regulatorne funkcije na trgu univerzalnih poštnih storitev.

Izračun se je opravil zaradi zagotavljanja skladnosti Stroškovnega modela Pošte Slovenije d.o.o. z Zakonom o poštnih storitvah (Ur. l. RS, št. 51/09, 77/10, 40/14 – ZIN-B in 81/15; v nadaljevanju: ZPSto-2) ter Splošnim aktom o ločenih računovodskih evidencah in prepovedi subvencioniranja (Ur. l. RS, št. 29/2010).

1.5 DATUM IZRAČUNA IN DATUM PRIPRAVE OSNUTKA POROČILA O IZRAČUNANEM WACC

Projekt izračuna WACC je trajal od 10.6.2025 do 2.7.2025.

Datum, na katerega je izračunan WACC, je 31.12.2024.

Datum poročila o izračunanem WACC je 2.7.2025.

1.6 OBSEG DELA

V postopku ocenjevanja smo izvedli naslednje aktivnosti:

- pregledali smo splošne podatke o poslovanju Pošte Slovenije d.o.o. (v nadaljevanju Pošta Slovenije),
- pridobili smo računovodske izkaze za obdobje od 1.1.2020 do 31.12.2024,
- analizirali smo dejavnost Pošte Slovenije,
- podali smo teoretična izhodišča in metodologijo za izračun WACC,
- za namen določitve bete in razmerja med dolgom in kapitalom, ki sta sestavna elementa izračuna WACC, smo identificirali primerljiva podjetja, ki kotirajo na borzi,
- z uporabo CAPM modela smo izračunali ustrezno diskontno stopnjo na dan 31.12.2024,
- pripravili smo komentarje, ki se nanašajo na primerjavo s preteklim izračunom (na dan 31.12.2023), ki ga je prav tako izdelala družba M.Kabinet, d.o.o.,
- izdelali smo poročilo s prilogami.

1.7 OMEJITVE IZVAJALCA

Izračun WACC je pripravljen na podlagi razpoložljive dokumentacije, pisne komunikacije in razgovorov s predstavniki naročnika in na podlagi podatkov, pridobljenih iz podatkovnih baz.

Informacije v tem poročilu izvirajo iz virov, za katere menimo, da so zanesljivi, vendar zanje ne prevzemamo odgovornosti.

Sicer smo pri svojem delu uporabili praktična in teoretična znanja, ki smo jih pridobili v svojem dosedanjem delovanju ocenjevanja podjetij na področju določanja stroškov kapitala posameznih finančnih subjektov.

1.8 NARAVA IN VIR INFORMACIJ

Vri informacij, ki smo jih upoštevali pri pripravi poročila, so:

- informacije in podatki, objavljeni na spletni strani AKOS: www.akos-rs.si,
- finančni izkazi Pošte Slovenije d.o.o. za obdobje od 1.1.2020 do 31.12.2024;
- revidirano letno poročilo Pošte Slovenije d.o.o. na dan 31.12.2024,
- literatura in viri podatkov, na katerih temelji izračun WACC:

- netvegana mera donosa: https://media-cdn.kroll.com/jssmedia/kroll-images/pdfs/kroll-cost-of-capital-european-updates-april-2024.pdf
- pribitek za kapitalsko tveganje: https://media-cdn.kroll.com/jssmedia/kroll-images/pdfs/kroll-cost-of-capital-european-updates-april-2024.pdf
- bete primerljivih podjetij: Capital IQ
- pribitek za majhnost podjetja:
  - A Study of Diferences in Returns Between Large and Small Companies in Europe, April 2019
  - ASA konferenca. »Evidence on Size Effect in Europe«, European Valuation Institute
- pribitek za deželno tveganje: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Spletna stran Kroll: www.kroll.com;
- Valuation Handbook – International Guide to Cost of Capital – 2023 Summary Edition, Kroll, CFA Institute Research Foundation;

- Literatura Slovenskega inštituta za revizijo, European Asociation of Certified Valuation Analysts - EACVA in Ameriškega združenja ocenjevalcev vrednosti za izobraževanja ocenjevalcev vrednosti.

2 PREDSTAVITEV DRUŽBE POŠTA SLOVENIJA D.O.O.

Osebna izkaznica na dan 31.12.2024

Firma:	Pošta Slovenije d.o.o.
Skrajšana firma:	-
Sedež:	Slomškov trg 10, 2000 Maribor
Datum vpisa družbe v sodni register:	22.12.1994
Matična številka:	5881447000
Davčna številka:	SI 25028022
Šifra dejavnosti in stat. dejavnost:	H 53.100 IZVAJANJE UNIVERZALNE POŠTNE STORITVE
Pravno-organizacijska oblika:	Družba z omejeno odgovornostjo
Število zaposlenih iz ur v letu 2024:	5.167
Prihodki od prodaje v EUR v letu 2024:	291.695.344
Osnovni kapital v EUR:	121.472.482
Knjigovodski kapital v EUR:	230.319.692
Sredstva v EUR:	314.083.949
Velikost podjetja:	veliko podjetje
Revizijo opravlja:	Mazars, družba za revizijo, d.o.o.
Direktor družbe.	Marko Cegnar

Vir: Ajpes, Letno poročilo 2024

Pošta Slovenije je izvajalec univerzalnih poštnih storitev v Sloveniji.

Je v 100% lasti Republike Slovenije.

Primarna dejavnost Pošte Slovenije je izvajanje univerzalne poštne storitve.

Univerzalna poštna storitev je trajno, redno in nemoteno izvajanje ene ali več z zakonom določenih poštnih storitev s predpisano kakovostjo na celotnem ozemlju Republike Slovenije ali na njenem delu po cenah, dostopnih za vse uporabnike poštnih storitev.

Kot univerzalna storitev se izvajajo te poštne storitve:

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

Univerzalna storitev se izvaja v notranjem in čezmejnem poštnem prometu.

Izvaja se najmanj pet delovnih dni tedensko, najmanj en sprejem in eno dostavo na dom ali v prostore vsake fizične ali pravne osebe.

Poleg univerzalnih poštnih storitev opravlja tudi druge poštne in kurirske storitve (neuniverzalne poštne storitve), denarne storitve in prodajo blaga.

Družba Pošta Slovenije d.o.o. je obvladujoča družba v Skupini Pošte Slovenije. Skupino sestavljajo:

- EPPS, d.o.o. – 100% lastniški delež
- PS Moj paket d.o.o. – 100% lastniški delež
- IPPS d.o.o.- 100% lastniški delež
- PS Logistika d.o.o. - 100% lastniški delež

- Intereuropa d.d .- 94,31% lastniški delež
- Pridruženo podjetje Športna loterija in igre na srečo, d.d. – 20% lastniški delež.

Družba Posita d.o.o. je bila dne 3.4.2024 pripojena k matični družbi Pošta Slovenije d.o.o.

3 ZAKONSKI OKVIR IZVAJANJA UNIVERZALNE POŠTNE STORITVE

Pošta Slovenije d.o.o. mora v okviru izvajanja dejavnosti poslovati v skladu z Zakonom o poštnih storitvah (Zakon o poštnih storitvah (ZPSto-2).

Izračun WACC se opravlja zaradi zagotavljanja skladnosti Stroškovnega modela Pošte Slovenije d.o.o. z Zakonom o poštnih storitvah (Ur. l. RS, št. 51/09, 77/10, 40/14 – ZIN-B in 81/15; v nadaljevanju: ZPSto-2) ter Splošnim aktom o ločenih računovodskih evidencah in prepovedi subvencioniranja (Ur. l. RS, št. 29/2010).

V okviru priprave poročila o izračunu WACC smo upoštevali 36. člen ZPSto-2, ki določa, da 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.

Notranji računovodski sistemi Pošte Slovenije, morajo delovati na podlagi dosledno uporabljenih in objektivno utemeljenih načel stroškovnega računovodstva, in sicer na način, da računovodski sistemi dodelijo stroške neposredno določeni storitvi ali izdelku. Skupne stroške, kjer to ni mogoče, pa dodelijo posredno preko drugih podlag oz. stroškovnih kategorij. Primer posrednega razporejanja stroškov je izračun stroškov kapitala z metodo tehtanega povprečnega stroška kapitala (WACC), pri katerem izračun njegove vrednosti temelji na podlagi dela kapitala angažiranega v podjetju, s katerimi se zagotavlja regulirana storitev (RAB).

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

36. člen tega zakona obravnava ločene računovodske evidence in prepoved subvencioniranja. Na podlagi tega člena je bil izdan Splošni akt o ločenih računovodskih evidencah in prepovedi subvencioniranja, ki med drugim predpisuje sistem stroškovnega računovodstva in razporejanja stroškov.

4 METODOLOGIJA ZA IZRAČUN WACC

Tehtano povprečje stroškov kapitala oz. WACC predstavlja povprečni strošek investiranega kapitala v podjetje, to je lastniškega kapitala in dolga. Je finančni kazalnik, ki prikazuje povprečne stroške kapitala podjetja, pri čemer vsaka komponenta prispeva v skladu s svojim deležem v celotni kapitalski strukturi podjetja.

Splošni akt o ločenih računovodskih evidencah in prepovedi subvencioniranja ga definira kot donos, ki ga investitorji pričakujejo na celotni kapital, angažiran v podjetju, v finančni teoriji pa je definiran kot stopnja donosa, s katero spremenimo bodoče donose v sedanjo vrednost.

Regulatorji preko WACC določajo takšne cene reguliranih storitev, da bodo regulirani družbi omogočili ustvarjanje ustreznega donosa in nadomestitev izgube vrednosti zaradi inflacije.

Za povrnitev investiranih sredstev bi cena storitev morala odražati tudi obrabo sredstev (amortizacijo).

V okviru WACC je strošek lastniškega kapitala izračunan po modelu CAPM (Capital Asset Pricing Model oziroma Model ocenjevanja dolgoročnih sredstev).

Strošek lastniškega kapitala je enak vsoti donosnosti netvegane mere donosa in pribitka za kapitalsko tveganje, ki je enaka razliki med pričakovano donosnostjo tveganih naložb (navadno delniški indeks) in donosnostjo netvegane naložbe ter tveganja, ki ga posamezna naložba prispeva k tveganju portfelja in ga z razpršitvijo ni mogoče odpraviti (izraža ga koeficient β).

Ker za lastniško zaprta podjetja ni evidenc o spreminjanju njihov cen, moramo pri uporabi CAPM pridobiti beto za izračun stroška lastniškega kapitala lastniško zaprtega podjetja (primer takšnega podjetja je Pošta Slovenije) iz bet podjetij, ki kotirajo na borzi in delujejo v panogi ocenjevanega podjetja.

Strošek lastniškega kapitala s pomočjo CAPM izračunamo po naslednji formuli:

$$Ke = Rf + (Rm - Rf) * \beta$$

pri čemer je:

Ke = zahtevana mera donosa lastniškega kapitala

Rf = netvegana mera donosa

Rm = pričakovana povprečna donosnost trga

ERP = pribitek za kapitalsko tveganje (tržna premija za tveganje), oziroma Rm - Rf

β = beta, mera posebnega tveganja oz. občutljivosti donosa delnice na spremembe povprečnega tržnega donosa

Empirične raziskave so pokazale, da model CAPM ni popolnoma uporaben za izračun stroška kapitala vseh podjetij, posebej manjših, in podjetij zunaj ZDA, zato uporabljamo dopolnjeno formulo CAPM:

$$Ke = Rf + (ERP)*\beta + RPs + RPc$$

pri čemer je:

RPs = pribitek za majhnost ocenjevanega podjetja

RPc = pribitek za deželno tveganje

Ob upoštevanju CAPM in stroška dolga (po davkih), kjer upoštevamo kot uteži delež lastniškega kapitala in delež dolga v optimalni strukturi kapitala, WACC izračunamo po naslednji formuli:

$$WACC = Ke * (E/(D + E)) + Kd * (1-T) * (D/(D + E))$$

pri čemer je:

E = tržna vrednost lastniškega kapitala

D = tržna vrednost dolžniškega kapitala

Kd = zahtevana mera donosa dolžniškega kapitala

T = davčna stopnja.

5 IZRAČUN WACC ZA POŠTO SLOVENIJE D.O.O. NA DAN 31.12.2024

5.1 PRISTOP

WACC za Pošto Slovenije d.o.o. smo izračunali s pomočjo enačbe, navedene v prejšnjem poglavju.

Ker Pošta Slovenije svojo dejavnost financira z lastniškim kapitalom in dolgom, smo temu primerno uporabili tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC), ki se izračuna kot tehtano povprečje stroška lastniškega kapitala in stroška dolga.

5.2 OPREDELITEV POSAMEZNIH ELEMENTOV DISKONTNE MERE OZIROMA STROŠKA LASTNIŠKEGA KAPITALA

Strošek lastniškega kapitala je oportunitetni strošek, ki je enak pričakovani donosnosti alternativne naložbe z enakim tveganjem.

Najpogosteje se ocenjuje z uporabo modela določanja cen dolgoročnih naložb (CAPM – Capital Asset Pricing Model), ki je opisan v točki 4 tega poročila.

Elementi stroška lastniškega kapitala so:

- netvegana mera donosa,
- pribitek za kapitalsko tveganje (tržna premija za tveganje),
- beta ocenjevanega podjetja,
- pribitek za majhnost ocenjevanega podjetja,
- pribitek za deželno tveganje.

Ocena netvegane donosnosti in tržne premije za tveganje lahko temelji na podatkih o gibanju tržne premije v preteklosti, lahko pa poskušamo napovedati gibanja v prihodnosti. V zadnjih časih se poleg teh dveh pristopov uporabljajo tudi normalizirane stopnje donosa, ki temeljijo na normaliziranih preteklih podatkih z delnim upoštevanjem trenutnih razmer. Pri tem pa je ključna konsistentnost izbranega pristopa, ki ga uporabimo za oceno netvegane donosnosti in tržne premije za tveganje.

5.2.1 NETVEGANA MERA DONOSA

Hipotetično je netvegana obrestna mera donos na vrednostni papir ali portfelj vrednostnih papirjev, ki nima tveganja neplačila in je popolnoma nepovezan z donosi česar koli drugega v gospodarstvu.

Teoretično bi bila najboljša ocena netvegane obrestne mere donosnost portfelja z ničelno beta vrednostjo, sestavljenega iz dolgih in kratkih pozicij v lastniških vrednostnih papirjih na način, ki zagotavlja najmanjšo varianco portfelja z ničelno beta vrednostjo. Zaradi stroškov in zapletenosti konstruiranja portfelja z minimalno varianco ničene bete, le ta ni primeren za ocenjevanje netvegane mere donosa.

Sicer pa v ocenjevalski praksi obstajajo tri razumne alternative, ki uporabljajo državne vrednostne papirje: obrestno mero za zakladne menice, obrestno mero za 10-letne zakladne obveznice in obrestno mero za 30-letne zakladne obveznice.

Pri oceni diskontne mere se tako navadno kot približek netvegane mere donosa uporablja donosnost dolgoročne državne obveznice države z visokim kreditnim ratingom, kot npr. nemške obveznice.

Glede na to, da so tudi donosnosti teh vrednostnih papirjev (v primerjavi pred obdobjem leta 2008) zelo spremenljive, je Roger Grabowski v prakso uvedel uporabo normalizirane netvegane mere donosa, ki temelji na normaliziranih preteklih podatkih z delnim upoštevanjem trenutnih razmer.

Roger Grabowski je višji svetovalec v družbi Kroll, ki je organizacija, specializirana za objave stroškov kapitala na ameriškem in mednarodnem trgu. Je soavtor letnega poročila Risk Premium Report - Size and Risk Studies za oceno stroškov lastniškega kapitala, ki je na voljo prek aplikacije Kroll Cost of Capital Navigator.

Družba Kroll je 4.4.2024 znižala priporočeno višino normalizirane netvegane mere donosa za nemške državne obveznice s 3,0% na 2,5%.

Kroll pa prav tako priporoča naslednje: če je zahtevana donosnost 15-letne nemške državne obveznice na datum vrednotenja višja od te vrednosti (2,5%), se kot netvegana mera donosa uporabi dejanska zahtevana donosnost te obveznice na datum vrednotenja (vir: https://media-cdn.kroll.com/jssmedia/kroll-images/pdfs/kroll-cost-of-capital-european-updates-april-2024.pdf).

Glede na dejstvo, da do konca leta 2024 družba Kroll ni izdala novih priporočil ter je na dan 31.12.2024 zahtevana donosnost nemške 15-letne obveznice znašala 2,59%, smo v postopku izračuna WACC izhajali iz navedene vrednosti (vir: https://www.investing.com/rates-bonds/germany-15-year-bond-yield-historical-data).

V kombinaciji z uporabljeno netvegano mero donosa (2,59%), smo določili tudi tržno premijo za tveganje, kar je predstavljeno v nadaljevanju.

Pomembno je namreč, da smo v pristopu izbora netvegane mere donosa in tržne premije za tveganje konsistentni.

5.2.2 TRŽNA PREMIJA ZA TVEGANJE – PRIBITEK ZA KAPITALSKO TVEGANJE

Tržna premija za tveganje (Rm - Rf) je mera donosa, ki jo naložbenik dodatno zahteva nad netvegano mero donosa, če namesto v netvegane vrednostne papirje vlaga v delnice/deleže podjetij.

Premija za tržno tveganje je razlika med pričakovano stopnjo donosa tržnega portfelja in netvegano stopnjo. Tržna premija za tveganje je eno od najbolj zapletenih vprašanj v financah. Temelji lahko na zgodovinskih podatkih, pri čemer se predpostavlja, da bo prihodnost podobna preteklosti, ali na predhodnih ocenah, ki poskušajo predvideti prihodnost. Oba pristopa imata svoje zagovornike in kritike. Kot je navedeno že v točki 5.2.1 se v zadnjem desetletju poleg navedenih pristopov uporabljajo normalizirane stopnje donosa.

Tržna premija za tveganje je spremenljiva kategorija - v obdobju gospodarskega vzpona je nižja, v času recesije pa višja od dolgoročnega povprečja. Določa se sproti na organiziranem trgu lastniških vrednostih papirjev kot razlika med mero donosa določene standardne košare navadnih delnic in mero netveganega donosa.

V okviru ocene WACC za Pošto Slovenije smo pribitek za kapitalsko tveganje ocenili v višini 5,75%, kar predstavlja srednjo vrednost priporočila družbe Kroll (vir: https://media-cdn.kroll.com/jssmedia/kroll-images/pdfs/kroll-cost-of-capital-european-updates-april-2024.pdf).

5.2.3 KOEFICIENT BETA – MERA SISTEMATIČNEGA TVEGANJA

Beta (β) naložbenega vrednostnega papirja (tj. delnice) je merilo nestanovitnosti njegovih donosov v primerjavi s celotnim trgom. Uporablja se kot merilo tveganja in je sestavni del modela vrednotenja kapitalskih naložb (CAPM). Podjetje z višjo beta vrednostjo ima večje tveganje in tudi večje pričakovane donose.

Faktor β izraža tveganje, ki ga posamezna naložba doprinese k tveganju celotnega premoženja in ga z diverzifikacijo ni mogoče odpraviti.

Za podjetja, ki kotirajo na borzah, se beta koeficient ocenjuje z regresijsko analizo, pri podjetjih, ki ne kotirajo ja pa si navadno pomagamo s panožnimi izračuni bet (npr. Damodaran, https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html) ali z betami primerljivih podjetij.

Nestanovitnost donosov posameznega podjetja si preko višine beta koeficientov razlagamo na naslednji način:

β=1 - natančno tako nestanovitni kot trg

β>1 - bolj nestanovitni kot trg

β<1>0 - manj nestanovitni kot trg

β=0 – nepovezani (nekorelirani) s trgom

β<0 - negativno korelirani s trgom.

Pri izračunu zahtevane stopnje donosnosti za Pošto Slovenije oziroma z njo povezanega diskontnega faktorja smo izbrali β primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi.

Gre za naslednja podjetja:

- Deutsche Post AG (DHL) - s sedežem v Bonnu je logistično in poštno podjetje, ki kotira na borzi. 1. januarja 1995 je izšlo iz nekdanje uprave Deutsche Bundespost. Skupina od 1. julija 2023 deluje pod imenom DHL Group. Znotraj skupine deluje družba Deutsche Post, ki na področju Nemčije izvaja univerzalne poštne storitve.
- International Distributions Services (IDS) - je britansko podjetje, ki nudi poštne in kurirske storitve. Vlada Združenega kraljestva je sprva obdržala 30-odstotni delež v podjetju, vendar je leta 2015 prodala preostale delnice. Podjetje je do vključno maja 2025 kotiralo na Londonski borzi in je bilo sestavni del indeksa FTSE 250. Znotraj skupine deluje poštno podjetje Royal Mail, ki na področju Združenega Kraljestva izvaja univerzalne poštne storitve.

  Aprila 2025 je podjetje IDS prevzela skupina EP Group, češko podjetje v lasti Daniela Křetínskega, za vrednost 3,6 milijarde funtov, potem ko je z britansko vlado dosegla pravno zavezujoče dogovore. Posledično družba od junija 2025 naprej več ne kotira na borzi.
- Post NL (PNL) - PostNL N.V. je ponudnik poštnih in paketnih storitev na Nizozemskem. Družba posluje v treh segmentih: Pošta na Nizozemskem (izvaja univerzalno poštno storitev), paketi in mednarodni paketi ter PostNL Other. Geografski segmenti družbe vključujejo Nizozemsko, Nemčijo, Italijo, preostali del Evrope in preostali del sveta. Storitve ponuja s kombinacijo pametnih omrežij, digitalnih aplikacij in komunikacijskih kanalov. Poleg globalnih storitev dostave družba upravlja omrežje za distribucijo pošte in paketov v regiji Beneluks (Belgija, Nizozemska in Luksemburg). V Nemčiji deluje pod blagovno znamko Postcon, v Italiji pa pod imenom Nexive.

- Osterreichische Post (POST) - Österreichische Post je podjetje, odgovorno za poštne storitve v Avstriji (izvaja tudi univerzalne poštne storitve). To podjetje je bilo ustanovljeno leta 1999 po odcepitvi od poštnega oddelka nekdanje državne PTT agencije Post - und Telegraphenverwaltung. Kotira na Dunajski borzi.
- Correios de Portugal (CTT) - Correios de Portugal, S.A. je portugalsko podjetje, ki deluje kot nacionalna poštna služba Portugalske (izvaja univerzalne poštne storitve) in komercialna skupina s podružnicami, ki delujejo na področju bančništva, e-trgovine in drugih poštnih storitev.
- Belgian Post Group (BPOST) - je belgijsko podjetje, ki na domačem trgu zagotavlja izvajanje univerzalnih poštnih storitev. Je eden največjih civilnih delodajalcev v Belgiji. Zagotavlja vrsto poštnih, kurirskih, neposrednih, trženjskih, bančnih, zavarovalniških in elektronskih storitev na zelo konkurenčnem evropskem trgu. Sedež je v Bruslju.

Iz podatkovne baze Capital IQ smo pridobili podatke o 2-letni in 5-letni beti za posamezno primerljivo podjetje. Za izračun bete z zadolženostjo (βl) za posamezno primerljivo podjetje smo uporabili metodologijo kot jo uporablja profesor Damodaran, ki uporablja kombinacijo dveletne regresijske bete in petletne regresijske bete, pri čemer prvo uteži dvotretjinsko, drugo pa tretjinsko:

βl = (2/3) x 2-letna regresijska beta + (1/3) x 5-letna regresijska beta

nato smo βl prilagodili na beto brez zadolženosti (βu). Pri tem smo uporabili sledečo formulo:

$$\beta u = \frac{\beta l}{1 + (1-T) \times (D/E)}$$

Pri tem smo ugotovili, da se je razmerje D/E pri Belgijski pošti (BPOST) v letu 2024 močno poslabšalo na 647% (rezultat slabitev in prevzema francoskega logističnega podjetja Staci preko zadolžitve), kar je rezultiralo v izjemno nizki vrednosti βu (0,10). Posledično smo navedeno podjetje iz statistične analize izločili.

Izračunali smo povprečje in mediano bet brez zadolženosti (βu) in ugotovili, da povprečna βu (brez upoštevanja BPOST) znaša 0,45:

Tabela 1: Izračun bete brez dolga primerljivih podjetij

Ime družbe	Država	Tržna kapitalizacija	Dolg	Market D/E	Zakon. davč.st.*	2-letna βl	5-letna βl	βl	βu
PostNL N.V. (ENXTAM:PNL)	Netherlands	523,2	905,0	173%	25,8%	0,7	1,0	0,8	0,34
International Distribution Services plc (LSE:IDS)	UK	4.096,5	3.483,4	85%	25%	0,7	1,5	1,0	0,59
Deutsche Post AG (XTRA:DHL)	Germany	39.182,9	24.209,0	62%	15,8%	1,0	1,1	1,0	0,68
Österreichische Post AG (WBAG:POST)	Austria	1.945,5	745,3	38%	23%	0,4	0,4	0,4	0,32
CTT - Correios De Portugal, S.A. (ENXTLS:CTT)	Portugal	735,3	485,6	66%	20%	0,3	1,0	0,5	0,34
bpost NV/SA (ENXTBR:BPOST)	Belgium	394,0	2.547,6	647%	25%	0,4	0,9	0,6	0,10

Povzetek (brez BPOST)	Tržna kapitalizacija	Dolg	Market D/E	Zakon. davč.st.	2-letna βl	5-letna βl	βl	βu
High	39.182,9	24.209,0	173%	25,8%	1,0	1,5	1,0	0,68
Low	523,2	485,6	38%	15,8%	0,3	0,4	0,4	0,32
Mean	9.296,7	5.965,7	85%	21,9%	0,62	1,0	0,7	**0,45**
Median	1.945,5	905,0	**66%**	23,0%	0,7	1,0	0,8	0,34

Vir: Capital IQ in lastni izračuni

Za slovenske razmere smo faktor βu (0,45) prilagodili davčni stopnji, ki smo jo upoštevali v zakonsko določeni višini 22% (velja do vključno leta 2028) in ciljni zadolženosti, kjer je razmerje D/E upoštevano v višini 66% kot znaša mediana primerljivih podjetij (brez

upoštevanja BPOST). Na ta način smo izračunali koeficient beta s ciljno zadolženostjo Pošte Slovenije po naslednji formuli:

$$\beta l_{pošta} = \beta u \times (1 + (1-T) \times (D/E))$$

kjer je:

- $\beta l_{pošta}$ = ocenjena beta Pošte Slovenije d.o.o. s ciljno zadolženostjo
- ßu = povprečna beta brez zadolženosti za primerljiva podjetja (0,45)
- T = zakonska davčna stopnja (22,0%).
- D/E = ciljno razmerje dolg/lastniški kapital (66%).

Beta Pošte Slovenije d.o.o. s ciljno zadolženostjo tako znaša 0,69.

5.2.4 PRIBITEK ZA MAJHNOST PODJETJA

Tako na podlagi podatkov iz študij kot v praksi - investitorji zahtevajo višjo stopnjo donosa za vlaganje v majhna kot v velika podjetja.

Ker je Pošta Slovenije v primerjavi s kotirajočimi družbami relativno majhna, smo pregledali različne študije.

Ena izmed njih je »A Study of Differences in Returns Between Large and Small Companies in Europe«, ki jo je izdelal Erik Peek, Rotterdam School of Management. Z upoštevanjem podatkov s katerimi razpolagamo (zadnji za leto 2019), smo pribitek izračunali z uporabo logaritemske funkcije za 4 finančne kategorije Pošte Slovenije d.o.o., in sicer:

- Poslovni prihodki v letu 2024 - 295 mio EUR.
- Stanje celotnih sredstev na 31.12.2024 - 314 mio EUR.
- Število zaposlenih iz ur v letu 2024 – 5.167 zaposlenih.
- Knjigovodska vrednost lastniškega kapitala na 31.12.2024 - 230 mio EUR.

Tako ocenjeni pribitek za majhnost znaša 2,17%.

Podobno nakazujejo tudi rezultati študije »Evidence on Size Effect in Europe«, opravljene s strani European Valuation Institute (EVI), ki so pokazale, da je bil pribitek za majhnost podjetja v Evropi prisoten skozi celotno opazovano obdobje. Prva stopnja raziskave implicitne premije za velikost ki jo je izvedel Evropski inštitut za vrednotenje (EVI), je bila osredotočena na nefinančna podjetja in je uporabljala implicirano ERP in podatke o prihodnjih napovedih.

Učinek velikosti je bil izmerjen kot razlika med premijami za tveganje v 1. in 4. kvartilu. Rezultati kažejo, da učinek velikosti v Evropi obstaja in je je bil v zadnjih letih vztrajen. V vzorcu se je učinek velikosti gibal med 1% in 5%.

Na podlagi zgoraj naštetih virov smo pribitek za majhnost, ki smo ga upoštevali v izračunu WACC, ocenili v višini 2,17%.

5.2.5 PRIBITEK ZA DEŽELNO TVEGANJE

Pribitek za deželno tveganje smo ocenili na podlagi podatkov iz baze Damodarana.

Damodaran uporablja dva pristopa, in sicer: izračun deželnega tveganja preko razlike v kreditnem ratingu države in preko podatkov o kreditni zamenjavi – CDS (ang. credit default

swap). V primeru izračuna smo se odločili za uporabo pristopa, ki upošteva podatke o kreditni zamenjavi (CDS) za Slovenijo.

Kreditna zamenjava je privatna pogodba med kupcem in prodajalcem kreditne zaščite, kjer kupec plačuje periodične premije v zameno za poravnavo obveznosti prodajalca v primeru določenega kreditnega dogodka (kot je npr. stečaj) na instrumentu (npr. posojilo), ki je predmet pogodbe.

Navedeno pomeni, da z nakupom CDS za slovenske obveznice, izdajatelj CDS poravna obveznosti namesto Republike Slovenije, v primeru bankrota države.

Bolj tvegane države imajo seveda večji CDS »spread«, saj je verjetnost za njihov stečaj večja in so premije za CDS posledično večje.

Tabela 2: Pribitek za deželno tveganje za Slovenijo

Country	Moody's rating	*Rating-based Default Spread*	*Country Risk Premium*	*Sovereign CDS, net of US CDS*	*Sovereign CDS, net of German CDS*	*Country Risk Premium3*
Slovenia (Damodaran, 2024)	A3	1,19%	1,60%	0,31%	0,44%	**0,59%**

Vir: Damodran, https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Pribitek za deželno tveganje, ki temelji na CDS pogodbah za Slovenijo, na dan 31.12.2024 znaša 0,59%.

Pri tem smo CDS spread za Slovenijo (0,72%) znižali za CDS spread za Nemčijo (0,28%), kar je odstopanje od pristopa, ki ga uporablja Damodaran (Damodaran za znižanje uporabi CDS spread za ZDA).

5.3 OPREDELITEV STROŠKA DOLGA

Strošek dolga (zahtevana mera donosa dolžniškega kapitala) smo določili na sledeči način:

- upoštevali smo vrednost 6-mesečnega EURIBOR na dan 31.12.2024 (2,568%);
- upoštevali smo, da se zahtevani pribitki za financiranje družbe kot je Pošta Slovenije gibljejo okoli 1%.

Tako smo ocenili, da strošek dolga (Kd) znaša 3,57% (2,57%+1,00%).

5.4 IZRAČUN TEHTANEGA POVPREČNEGA STROŠKA KAPITALA (WACC)

Tehtano povprečje stroškov kapitala smo izračunali z uporabo enačbe:

WACC = Ke * (E/(D + E)) + Kd * (1-T) * (D/(D + E))

Zgoraj navedeni vhodni podatki, navedeni v točkah 5.2 in 5.3 tega poročila so podani v naslednji tabeli:

Tabela 3: Izračun WACC na dan 31.12.2024 za družbo Pošta Slovenije d.o.o.

Elementi stroška kapitala	31.12.2024	Vir
Beta brez dolga (βu)	0,45	Bete primerljivih podjetij
Davčna stopnja (T)	22,0%	Zakonska stopnja DDPO
D / E podjetja	66,04%	Razmerje D/E primerljivih podjetij
βlpošta = βu*(1+(1-T)*D/E)	0,69	
Netvegana mera donosa	2,59%	Kroll recommendation
Pribitek za kapitalsko tveganje	5,75%	Kroll recommendation
Beta Podjetja	0,69	
Temeljna diskontna mera	6,55%	
Pribitek za majhnost	2,17%	Kroll (Erik Peek)
Pribitek za deželno tveganje - Slovenija	0,59%	Damodaran (based on CDS)
Pribitek za posebna tveganja podjetja	0,00%	
Zahtevana donosnost lastniškega kapitala (Ke)	9,31%	
WACC podjetja	**6,71%**	
Strošek lastniškega kapitala (Ke)	9,31%	
Strošek dolga pred davki (Kd)	3,57%	Ciljna obrestna mera
Delež dolga v celotnem kapitalu	39,77%	Razmerje D/E primerljivih podjetij
Delež LK v celotnem kapitalu	60,23%	Razmerje D/E primerljivih podjetij
Davčna stopnja (T)	22,00%	

Vir: Lastni izračuni

Iz tabele je razvidno, da izračunana stopnja WACC za izvajanje univerzalne poštne storitve Pošte Slovenije d.o.o., na dan 31.12.2024, znaša:

6,71%.

6 PRIMERJAVA IZRAČUNA WACC NA DAN 31.12.2024 Z IZRAČUNOM NA DAN 31.12.2023

Oba izračuna WACC (na dan 31.12.2024 in 31.12.2023) je izvedla družba M.Kabinet d.o.o.

Primerjava posameznih komponent izračuna na dan 31.12.2024 in na dan 31.12.2023 je podana v naslednji tabeli:

Tabela 4: Primerjava izračuna WACC na dan 31.12.2024 in na dan 31.12.2023

	avtor: družba M.Kabinet d.o.o.		avtor: družba M.Kabinet d.o.o.	
Elementi stroška kapitala	31.12.2024	Vir:	31.12.2023	Vir:
Beta brez dolga (βu)	0,45	Bete primerljivih podjetij	0,56	Bete primerljivih podjetij
Davčna stopnja (T)	22,0%	Zakonska stopnja DDPO	22,0%	Zakonska stopnja DDPO
D / E podjetja	66,04%	Razmerje D/E primer.podjetij	99,28%	Razmerje D/E primer.podjetij
βlpošta = βu*(1+(1-T)*D/E)	0,69		1,00	
Netvegana mera donosa	2,59%	Kroll recommendation	3,00%	Kroll recommendation
Pribitek za kapitalsko tveganje	5,75%	Kroll recommendation	6,00%	Kroll recommendation
Beta Podjetja	0,69		1,00	
Temeljna diskontna mera	6,55%		9,00%	
Pribitek za majhnost	2,17%	Kroll (Erik Peek)	2,16%	Kroll (Erik Peek)
Pribitek za deželno tveganje - Slovenija	0,59%	Damodaran (based on CDS)	0,24%	Damodaran (based on CDS)
Pribitek za posebna tveganja podjetja	0,00%		0,00%	
Strošek lastniškega kapitala (Ke)	9,31%		11,40%	
WACC podjetja	**6,71%**		**7,61%**	
Strošek lastniškega kapitala (Ke)	9,31%		11,40%	
Strošek dolga pred davki (Kd)	3,57%	Ciljna obrestna mera	4,86%	Ciljna obrestna mera
Delež dolga v celotnem kapitalu	39,77%	Razmerje D/E primer.podjetij	49,82%	Razmerje D/E primer.podjetij
Delež LK v celotnem kapitalu	60,23%	Razmerje D/E primer.podjetij	50,18%	Razmerje D/E primer.podjetij
Davčna stopnja (T)	22,00%		22,00%	

Vir: Lastni izračuni

Numerična razlika v izračunih dveh zaporednih let znaša 0,90 odstotne točke.

V obeh izračunih smo izhajali iz enake metodologije (uporabljeni so bili enaki viri podatkov), tako da je navedena razlika izključna posledica spremenjenih tržnih razmer.

Zahtevana donosnost lastniškega kapitala (Ke) je na dan 31.12.2024 znašala 9,31%, kar je za 2,09 odstotne točke manj kot je znašala na dan 31.12.2023. Navedena razlika je posledica več elementov, in sicer:

- Zaradi zniževanja inflacijskih pritiskov se je priporočena višina normalizirane netvegane mere donosa znižala iz 3,00% na 2,59%.
- Zaradi rekordnih vrednotenj evropskih delniških indeksov se je priporočena višina pribitka za kapitalsko tveganje znižala iz 6,00% na 5,75%.
- 2-letne bete primerljivih podjetij so bile na dan 31.12.2024 občutno nižje kot na dan 31.12.2023. Navedeno pomeni, da so bila gibanja vrednosti delnic primerljivih poštnih družb v zadnjem času precej bolj stabilna od gibanja povprečnega evropskega indeksa.

6-mesečni Euribor je bil na dan 31.12.2024 za 1,29 odstotne točke nižji kot na dan 31.12.2023, kar je bistveno znižalo strošek zadolževanja družbe Pošta Slovenija in posledično tudi WACC družbe.

7 SKLEP O OCENI STOPNJE WACC NA DAN 31.12.2024

V skladu s projektno nalogo Izračun stopnje tehtanega povprečnega stroška kapitala (WACC) v skladu z modelom CAPM za izvajanje univerzalne poštne storitve Pošte Slovenije d.o.o. smo prikazali metodologijo in izračunali WACC za Pošto Slovenije dan 31.12.2024.

Ob upoštevanju vhodnih podatkov smo ocenili, da znaša WACC 6,71%.

V izračunu smo uporabili strukturo kapitala na podlagi primerljivih podjetij (v postopku izračuna smo iz analize izločili družbo BPOST), kjer smo upoštevali delež lastniškega kapitala v višini 60,23% in delež dolga v višini 39,77%.

V izračunu smo uporabili zakonsko davčno stopnjo, ki je na dan 31.12.2024 znašala 22%.

Prav tako smo izvedli primerjavo z izračunom WACC v letu 2023 in ugotovili, da je ocenjeni WACC v letu 2024 za 0,90 odstotne točke nižji kot v letu 2023.

Na podlagi pregledanih predhodnih izračunov WACC bi izpostavili, da vsi izvajalci uporabljamo podobno metodologijo, pri čemer pa črpamo podatke za izračun iz različnih virov, kar lahko pripelje do večjih razlik.

Menimo, da bi bilo smiselno razmisliti o uporabi enotnih podlag za izračun WACC, četudi delo opravljamo različni izvajalci.

Ljubljana, 2.7.2025

M.Kabinet,
vrednotenje podjetij in poslovno svetovanje, d.o.o.

Milena Kosi, univ. dipl. ekon., pooblaščena ocenjevalka vrednosti podjetij, ASA BV in ARM

Milena Kosi

Digitally signed by Milena Kosi
Date: 2025.07.02 14:33:59 +02'00'