



AKOS

AGENCIJA ZA KOMUNIKACIJSKA
OMREŽJA IN STORITVE
REPUBLIKE SLOVENIJE

Številka: 38230-12/2014/3

Datum: 12.12.2014

Zadeva: Odgovori na mnenja in pripombe zainteresirane javnosti na objavljeni predlog izračuna WACC za dva hipotetična operaterja v telekomunikacijski panogi (v nadaljevanju: Predlog izračuna) s predlaganimi ukrepi

Agencija je na podlagi 106. člena Zakona o elektronskih komunikacijah (Ur. l. RS, št. 109/2012, 110/2013; v nadaljevanju: ZEKom-1) pripravila predlog izračuna WACC za dva hipotetična operaterja v telekomunikacijski panogi (v nadaljevanju: Predlog izračuna).

Agencija je zadevni Predlog izračuna WACC dne 5.11.2014 javno objavila na svoji spletni strani¹ ter pozvala zainteresirano javnost k posredovanju morebitnih pripomb. V okviru tega poziva je Agencija dne 17.11.2014 prejela pripombe družbe Vahta d.o.o., podane v dokumentu »Izračun WACC za dva hipotetična operaterja v telekomunikacijski panogi – PREDLOG IZRAČUNA; PRISPEVEK VAHTA² d.o.o.« (v nadaljevanju tudi: Prispevek).

V okviru tega dokumenta izhajajoč iz komentarjev družbe Vahta d.o.o. Agencija podaja pojasnila ter dodatne obrazložitve k zadevnemu Predlogu izračuna WACC. Pri tem zaradi lažje sledljivosti poročilo sledi vrstnemu redu pripomb družbe Vahta d.o.o., kot so podane v Prispevku.

Poudarjamo, da v vsebinskem smislu nekatere posamezne pripombe osvetljujejo isto problematiko z različnih vidikov. Pri svojem delu smo si v želji po zagotovitvi čim večje preglednosti prizadevali, da bi posamezne opredelitve ponavljali v čim manjši meri, zato je za pridobitev celovite slike smiselno podane odgovore obravnavati kot celoto. V nadaljevanju predstavljamo naša pojasnila na postavljene pripombe in priporočila.

1.1 Komentar 1: definicija NGA omrežij

1.1.1 Pripomba

¹ Glej: <http://www.akos-rs.si/izracun-wacc-za-dva-hipoteticna-operaterja-v-telekomunikacijski-panogi>

² Glej: <http://www.akos-rs.si/pripombe-na-predlog-izracuna-wacc-za-dva-hipoteticna-operaterja-v-telekomunikacijski-panogi>



»Glede na trenutne diskusije v Sloveniji je pomenljivo, da bo v uradnem dokumentu pri Agenciji zapisana definicija NGA omrežij (ki sicer izhaja iz EU dokumenta), ki ne ustreza trenutnemu tolmačenju taistega termina s strani Agencije same.«

1.1.2 Odgovor Agencije

Definicija NGA omrežja je v Predlogu izračuna enaka kot je objavljena na strani³ Agencije: »dostopovna omrežja naslednje generacije (omrežja NGA) – so žična dostopovna omrežja, ki so v celoti ali delno sestavljena iz optičnih elementov in ki v primerjavi s storitvami prek obstoječih bakrenih omrežij zagotavljajo storitve širokopasovnega dostopa z izboljšanimi lastnostmi (npr. večji pretok). V večini primerov so omrežja NGA rezultat nadgradnje že obstoječega bakrenega ali koaksialnega dostopovnega omrežja.

1.2 Komentar 2: določanje povprečne stopnje dobička v panogi

1.2.1 Pripomba

»V Shemi državne pomoči N172/2009 za izgradnjo širokopasovnih omrežij v Sloveniji (v nadaljevanju tudi: Shema) je v pojasnilu št. 14 navedeno: "Povprečne stopnje dobička v tej panogi spremlja nacionalni regulativni organ".

Glede na odgovor pristojnega ministrstva »Stališče glede 18. točke Sheme državne pomoči N172/09-Slovenija«, št. 430-49/2010-MVZT/891, z dne 7.5.2014:

»Glede vprašanja donosnosti je v navodilih za področje telekomunikacij in IKT navedena srednja – visoka pričakovana običajna donosnost. Drugih navedb o pričakovani stopnji donosnosti na področju telekomunikacij v sklopu kohezijske politike nismo zasledili. Smiselno se lahko uporablja tudi povprečna stopnja donosnosti naložbe (WACC), katere višino AKOS redno izračunava:« Izhaja, da AKOS določi povprečno stopnjo dobička v panogi.

Razumeti gre torej, da bo predlagana metodologija izračuna WACC uporabljena tudi za namen regulacije stopnje primerne donosa upravljavcev OŠO omrežij. Zahtevan bo seveda ponovne izračun, z uporabo ustreznih izhodišč, ki so v Predlogu jasno zastavljena.«

1.2.2 Odgovor Agencije

Agencija bo izračunani WACC, ki se kot dinamična ekonomska kategorija uporablja v stroškovnih modelih, uporabila v okviru svojih nalog in pristojnosti na reguliranih trgih. Vrednost posameznih parametrov bo glede na zadnje razpoložljive informacije na trgu po potrebi spreminjala in o tem obveščala zainteresirano javnost.

³ <http://www.akos-rs.si/slovar-izrazov>



1.3 Komentar 3: navajanje virov za pripravo Predloga izračuna

1.3.1 Pripomba

»V poglavju 1.3 je navedeno, da je svetovalna družba izvedla analizo in izključno priporočil, ki jih je v proučitev predlagala AKOS, brez preverjanja podatkov iz drugih virov. Za tehnično popolnost dokumenta bi bilo potrebno v dokumentu jasneje navesti (kot vire) vse dokumente in vsa priporočila, ki so bila izdelovalcu predlagana v proučitev s strani naročnika (Agencije), poleg navedenih ostalih virov.«

1.3.2 Odgovor Agencije

V poglavju 1.3 Predloga izračuna jasno piše, da je bil izračun WACC za dva hipotetična operaterja v telekomunikacijski panogi pripravljen na podlagi razpoložljive dokumentacije, podatkov in razgovorov z zaposlenimi Agencije in drugimi pristojnimi osebami s strani izvajalca, ki so bili dosegljivi v času pregleda. Vsi uporabljeni viri podatkov so v poročilu posebej navedeni. Podlaga za opravljene analize pa so bila, med ostalim, tudi priporočila, ki jih je Agencija predpisala že v samem naročilu ter so določena v izvajalski pogodbi med Agencijo in KPMG, kot tudi navedena v Predlogu izračuna.

1.4 Komentar 4: javna objava Predloga izračuna

1.4.1 Pripomba

»V poglavju 1.4 je navedeno, da je poročilo namenjeno izključno naročniku, kar je v neskladju že s tem, da je Agencija osnutek poročila objavila na svoji spletni strani.«

1.4.2 Priporočilo

»Da se dokument pripravi in objavi kot tak, da bo v prihodnosti popolnoma dostopen javnosti. Dokument bo osnova za pomembne nadaljnje odločitve AKOS, ki bodo vplivale na ceno elektronskih komunikacijskih storitev v Sloveniji. Dokument bo sicer vsekakor javnosti dostopen preko postopkov dostopa do informacij javnega značaja, vendar ker menimo, da ne vsebuje popolnoma nič takega, česar širša javnost ne bi smela ali mogla vedeti, predlagamo, da se omejitev namembnosti »izključno naročniku« iz poglavja 1.4 umakne.«

1.4.3 Odgovor Agencije

Agencija odgovarja, da je družba KPMG poslovno svetovanje, d.o.o. poročilo izdelala izključno za neposrednega naročnika (torej Agencijo), ki v okviru izvajalske pogodbe sama razpolaga z uporabo poročila. V točki 1.4 je ravno tako omenjeno, da je poročilo dovoljeno kopirati ali razdeljevati, a ne v nasprotju z določili pogodbe brez predhodnega pisnega soglasja družbe KPMG poslovno



svetovanje, d.o.o. Ocenjujemo, da z objavo poročila na internetni strani Agencije do neskladja ni prišlo, saj je Agencija razpolagala s poročilom skladno z določili predmetne izvajalske pogodbe, v okviru katerih je družba KPMG poslovno svetovanje, d.o.o. s tako objavo poročila izrecno soglašala.

1.5 Komentar 5: zajem vhodnih podatkov za izračun WACC

1.5.1 Pripomba

»V Predlogu je navedeno da: »kar ustreza dejavnosti hipotetičnega operaterja obstoječe infrastrukture bakrenih omrežij« in »kar ustreza dejavnosti hipotetičnega operaterja omrežja naslednje generacije«. V osnutku dokumenta nikjer ne najdemo, da bi bili pri izračunu, oziroma pri izbiri podatkov (glej tudi predhodno poglavje o namembnosti izračuna WACC) dejansko uporabljena izhodišča in podatki o operaterju infrastrukture oz. operaterju omrežja. Navedeni podatki (čeprav so navedeni brez jasnih, sledljivih in navedenih virov), ki so podlaga za izračune v dokumentu, so namreč podatki vertikalno integriranih operaterjev (ki v isti družbi združujejo tako dejavnost operaterja omrežja kot dejavnost operaterja storitve – service providerja). Da to drži, je razvidno tudi iz Priloge 3 v Predlogu, kjer je navedena vrsta operaterjev, ki so bili uporabljeni za izračun faktorja Beta. Nobeden (NITI EDEN) od teh operaterjev ni samo operater infrastrukture. Celo več, večina navedenih podjetij je tako vertikalno integriranih, da v svoji dejavnosti vključujejo celo brezžična omrežja, kar je tudi glede na definicijo NGA omrežij (2010/572/EU) nesporno izven trga, ki ga je potrebno za pravičen izračun tveganja upoštevati. Dejstvo, da je tveganost (in posledično donos in posledično WACC) dejavnosti ponudnika storitve bistveno višja od tveganosti dejavnosti operaterja omrežja, v Predlogu ni upoštevano, kar po našem mnenju vodi h previsoko izračunanemu Ke (mera donosa lastniškega kapitala), in posledično WACC.«

1.5.2 Priporočilo

»Potrebno je jasno opredeliti tveganosti dejavnosti operaterja omrežij, ločeno od tveganosti operaterja storitev, in uporabiti pravilni beta faktor v izračunih. Pridobitev ustreznega Beta faktorja, ki bo odražal le tveganje infrastrukture, je ključni izziv, ki ga mora dokument bolj nasloviti (ali pa v izogib bodočim nesporazumom jasno povedati, da tega ne naslavlja). Za pravičen izračun faktorja Beta je potrebno uporabiti izhodiščne podatke podjetij, ki so izključno infrastrukturni operaterji. Ker se zavedamo, da takih družb (razen BT Openreach, Stokab in še katere) v EU ni, oziroma da je v zbirkah podatkov nemogoče pridobiti zadostne časovne serije za statistično pravičen izračun, menimo, da je potrebno do ustreznega Beta faktorja priti z metodo obratnega izračuna, in sicer da od skupnega faktorja tveganja »odvzamemo« komponento, ki izhaja iz naslova ponujanja storitev. Tak pristop je v danem primeru možen, saj podatki za ponudnike storitev obstajajo. Kot vodilo izdelovalcu Predloga: kjer je v bazah podatkov napisano »Integrated«, to pomeni, da je znotraj istega podjetja



združena tako dejavnost infrastrukture, kot dejavnost storitev, zato teh podatkov ne moremo brez ustreznih preračunov neposredno uporabiti pri izračunu WACC za potrebe regulacije infrastrukturnih operaterjev.«

1.5.3 Odgovor Agencije

Zadevni predlog izračuna WACC ne naslavlja dveh hipotetičnih »čistih« operaterjev infrastrukture/omrežja, temveč dva hipotetična vertikalno integrirana operaterja storitev in infrastrukture/omrežja. Razlog za tak pristop je nedosegljivost podatkov za »čiste« operaterje infrastrukture/omrežja, kakor tudi nedosegljivost podatkov za »čiste« operaterje storitev. Namreč, za izračun koeficienta beta v okviru določitve WACC so bili uporabljeni vsi relevantni, na spletnem informacijskem portalu Bloomberg dosegljivi, podatki družb iz panoge. Pri tem vzorec družb vključuje vse operaterje, ki ustrezajo izbirnim kriterijem, brez dodatnih izločitev. V vzorcu proučevanih družb tako ni »čistih« operaterjev infrastrukture/omrežja ali »čistih« operaterjev storitev. Tudi, če bi bili prisotni v našem vzorcu, pa izvedba metode obratnega izračuna po naši oceni ne bi bila primerna, saj je na voljo razmeroma omejen vzorec podatkov o družbah z NGA omrežjem, ki bi se v primeru izvedbe izračuna po metodi obratnega izračuna še dodatno zmanjšal (ker bi ga bilo potrebno razdeliti na družbe, ki so »čisti« operaterji storitev, in na druge), kar pa bi povzročilo težavo z reprezentativnostjo vzorca. Poleg navedenega je smiselno upoštevati tudi realen položaj podjetij iz telekomunikacijske panoge v Sloveniji, kjer se med pomembnejšimi operaterji »čisti« operaterji infrastrukture/omrežja ne pojavljajo. V končni predstavitvi izvedenega izračuna WACC bo to pojasnilo podano na bolj jasen način.

1.6 Komentar 6: teoretične predpostavke modela CAPM

1.6.1 Pripomba

»V Predlogu so povzeta izhodišča izračuna K_e , od katerih moramo komentirati vsaj dve:

»vsi investitorji vlagajo kapital za časovno neomejeno obdobje«, kar je v nasprotju z javno izraženimi pričakovanji velikih operaterjev na trgu, ki pričakujejo povrnitve investicij v infrastrukturo v do 8 letih.

»trg je popolnoma transparenten in likviden«, kar seveda že iz osnovnega razloga za pripravo Predloga ne drži. WACC bo namreč Agencija uporabljala za regulacijo trga, ki ne ustreza navedenim izhodiščem. In ravno zato ta trg rabi regulacijo.«

1.6.2 Odgovor Agencije

Navedeno so teoretične predpostavke, na katerih temelji CAPM model, kar pa še ne pomeni, da je to tudi odraz realnega stanja v gospodarstvu. CAPM model je v ekonomski stroki sicer na mednarodni ravni najbolj pogosto uporabljen model izračuna WACC, a je vseeno (kot vsak model) podvržen



določenim kritikam. Med slednjimi so tudi kritike glede posameznih uporabljenih predpostavk. Ne glede pa se je potrebno zavedati, da so, izhajajoč iz uporabljenega modela, v zadevnem procesu izračuna WACC bile narejene potrebne prilagoditve, ki približajo njegovo uporabnost dejanskim razmeram na reguliranem trgu.

1.7 Komentar 7: določitev bete

1.7.1 Pripomba

»V Predlogu je napisano, da »smo dobljeno beto brez vpliva zadolženosti prilagodili z upoštevanjem mediane stopnje zadolženosti vzorca. Ta korak, torej prilagoditev bete z mediano zadolženosti, je tehnično nepravilen! Upošteva namreč, da bo regulirani trg (oziroma podjetja) v Sloveniji imel D/E enak ali primerljiv z mediano vzorca, kar je absolutno daleč od resnice. Celo več, vedeti moramo, da razmerje zadolženosti nikakor ne sme in ne more vplivati na regulacijo. Za pravilen izračun WACC za potrebe regulacije je potrebno uporabiti Beta unlevered, brez prilagoditve na mediano zadolžitve.«

1.7.2 Priporočilo

»Nujno potrebno, in tehnično pravilno, glede na namembnost Predloga je, da se za izračun WACC uporablja Beta brez vpliva zadolženosti, brez dodatnih prilagoditev na stopnje zadolženosti. Na tak način dobimo pravilni beta unlevered, ki odraža donosnost vloženega kapitala, neodvisno od vira njegovega financiranja. Neustrezno bi namreč bilo, da bi morala dejanja Agencije slediti spremembi stopnje zadolženosti reguliranega podjetja, še manj ustrezno pa bi bilo, da bi zaradi uporabe »na povprečno zadolženost družb v industriji« korigiranega WACC silili družbo v smeri enake stopnje zadolženosti, ne glede na razmere na posameznem trgu. Oboje sta dolgoročni posledici uporabe ponderiranega faktorja tveganja industrije, namesto čistega faktorja tveganja dejavnosti same.«

1.7.3 Odgovor Agencije

Zadevna pripomba in priporočilo terjata pojasnilo z dveh vidikov:

- Agencija, kot regulator trga, je izvajalcu naročil izdelavo izračuna WACC za hipotetično družbo kot reprezentativno povprečno družbo na trgu. Od tu izhaja, da bo povprečna družba na trgu imela tudi svoj koeficient beta in povprečno stopnjo zadolženosti. Hipotetično bi bilo, za namen regulacije družb na trgu, »najbolj pravilno« računati WACC za vsako obstoječo družbo na trgu in to za vsak mesec. Praktično to ni izvedljivo in je zato bolj smiselno privzeti izračun za hipotetično podjetje na trgu. Ker beta brez vpliva zadolženosti odraža le tveganost dejavnosti, beta z upoštevanjem zadolženosti pa odraža tveganost podjetja (v našem primeru hipotetičnega), ki se s to dejavnostjo ukvarja, ocenjujemo, da je izbira bete z upoštevanjem zadolženosti pravilna.

- Trditev, da mediana zadolženosti vzorca ni popolnoma primerljiva z ravniyo zadolženosti slovenskih podjetij, je delno pravilna. To je posledica nedosegljivosti podatkov in majhnosti slovenskega trga, zato bi bilo metodološko vprašljivo uporabiti povprečno zadolženost slovenskih podjetij. V kolikor pa izračunane povprečne bete ne bi popravili za zadolženost družb, bi bila vrednost tako pridobljene bete enaka vrednosti bete za družbo, ki je popolnoma nezadolžena, kar pa je še dlje od realnega stanja na trgu. Ob tem je potrebno dodati, da uporabljen vzorec razpoložljivih vhodnih podatkov za panogo v mednarodnem merilu predstavlja najboljši približek standarda »dobro delujočega podjetja« iz panoge, k značilnostim katerega naj bi se v svojem delovanju približevali tudi lokalni operaterji.

Predlog izračuna je narejen skladno z načeli IRG, ki so mednarodno priznana. Ta načela nacionalnim regulatorjem v zvezi s pristopom k izračunu WACC svetujejo uporabo bete z zadolženostjo.

1.8 Komentar 8: zadolženost in davčni ščit

1.8.1 Pripomba

»Dodatno, glede na prejšnjo točko, je v Predlogu, v poglavju »Stopnja zadolženosti« še enkrat poudarjeno, kakšne so povprečne stopnje zadolženosti D/E, iz katerih je jasno, da ne odražajo slovenskih razmer. Dejstvo je namreč, da stopnja zadolženosti v velikih podjetjih odraža po CAPM modelu tudi efekt davčnega ščita (ki se deloma omenja v Predlogu na strani 7), ki se razlikuje od države do države.«

1.8.2 Odgovor Agencije

Skladno s teoretičnimi izhodišči CAPM modela stopnja zadolženosti odraža tudi učinek davčnega ščita, v kolikor računamo WACC po davkih. V primeru Predloga izračuna je WACC izračunan pred davki (oziroma z aplikacijo davka po stopnji 0 %), zaradi česar vpliva davčnega ščita ni. Pojasnilo v povezavi s primerljivostjo stopenj zadolženosti je podano v odgovoru na pripombo v okviru Komentarja 7.

1.9 Komentar 9: pribitek za tveganje velikosti

1.9.1 Pripomba

»Zanimivo je, da se v izračunu uporabi pribitek za tveganje majhnega podjetja. Glede na predhodno napisano v poglavju o namembnosti izračuna WACC, je uporaba tega pribitka odvisna od namembnosti rabe izračunanega WACC. V izračunu je pojasnjeno, da je glede na predvideno



dimenzijo reguliranega podjetja uporabljen minimalni možni pribitek glede na uporabljeno metodologijo. Posledično to pomeni, da bo potrebno, pri uporabi WACC za regulacijo OŠO omrežij (glej predhodna poglavja) WACC preračunati z drugačno stopnjo pribitka (ker je dimenzija podjetij drugačna).«

1.9.2 Odgovor Agencije

Kot je Agencija že poudarila, so si družbe na trgu med seboj različne, in v kolikor bi želeli prilagajati WACC glede na velikost družbe, bi bilo to potrebno storiti tudi glede na vse ostale parametre. Kot je razloženo v odgovoru na pripombo iz Komentarja 7, bi bilo »najbolj pravilno« računati WACC za vsako obstoječo družbo na trgu in to za vsak mesec. Ker to praktično ni izvedljivo, je WACC izračunan za hipotetično (povprečno) družbo v panogi in že v osnovi ne more biti popolnoma prilagojen značilnostim položaja vsake od družb na trgu (razen, če bi vse družbe na trgu bile identične v vseh parametrih, vendar takšnega stanja na trgu seveda ni).

1.10 Komentar 10: uporaba izračunanega WACC v regulaciji

1.10.1 Pripomba

»Na osnovi Predloga se postavi zanimivo vprašanje, in sicer, ali se bo, zaradi na novo izračunanega WACC za operaterja bakrenih omrežij, ki je bistveno nižji od do sedaj uporabljenega v modelu LRAIC za izračun cene razvezave bakrene zanke, regulirana cena teh storitev znižala? In še bolj zanimivo vprašanje je, glede na to, da nam predstavljena metodologija to omogoča, ali bo Agencija poskusila preračunati pravi WACC tudi »za nazaj«, in z regulativnim aktom ustrezno korigirala tudi že zaračunane in pobrane zneske? In pozor, ob po našem mnenju pravilneje izračunanem WACC (»unlevered« namesto »unlevered s korekcijo na zadolženost«) bi bil izračunani % še nižji...«

1.10.2 Odgovor Agencije

Agencija je v lastnih stroškovnih modelih vedno uporabila zadnji razpoložljiv WACC, katerega je Agencija v preteklosti večkrat izračunala in ga tudi vedno upoštevala v regulatornih odločbah ter tako ni potrebe po preračunavanju WACC »za nazaj« in korigiranju že zaračunanih in pobranih zneskov. Poudariti je potrebno, da se WACC skozi obdobje spreminja in je vedno usmerjen v prihodnost.

1.11 Komentar 11: pribitek za deželno tveganje

1.11.1 Pripomba

»Pribitek na deželno tveganje je nepravilno izračunan, oziroma je za njegov izračun vzeta neustrezna osnova! Če je namreč za izračun pribitka za kapitalsko tveganje v Predlogu vzeti pribitek, ki izhaja iz svetovnih (oziroma EU) gibanj, potem je potrebno tudi za izračun pribitka na deželno



tveganje uporabiti podatke za enako območje. Neustrezno je, da za deželno tveganje uporabimo primerjavo donosa slovenskih in nemških državnih obveznic, ampak bi morali zaradi koherentnosti s prejšnjimi izračuni uporabiti povprečno donosnost državnih obveznic na nivoju EU, v primerjavi s slovenskimi, če smo za sistemsko tveganje uporabili podatek o širšem trgu! V nasprotnem primeru seštevamo jabolka in hruške.«

1.11.2 Odgovor Agencije

V zvezi z gornjim očitkom Agencija pojasnjuje, da pribitek za kapitalsko tveganje v Predlogu izračuna ni določen le na podlagi svetovnih in evropskih gibanj, ampak je bil ustrezno prilagojen na podlagi študij, ki so našteje v samem poročilu. Skladno z izsledki navedenih študij je mera netveganega donosa pogosto enaka ali primerljiva tisti, ki se uporablja pri izračunu deželnega tveganja, kar pomeni, da imata kapitalsko tveganje in deželno tveganje podobno osnovo.

Sicer pa metodološko ni smiselno primerjati kapitalskega tveganja in deželnega tveganja, ker je metodologija izračuna drugačna. Na eni strani je metoda izračuna deželnega tveganja splošno sprejeta. Na izračun deželnega tveganja pa vplivajo še drugi dejavniki, kot sta npr. tudi ročnost in obdobje zajema podatkov (v našem primeru smo primerjali dolgoročne obveznice Slovenije in Nemčije s podobno, najmanj petletno ročnostjo, v zadnjih 2 letih). Na drugi strani pa je k temu potrebno dodati, da v ekonomski teoriji ne obstaja enotna, splošno sprejeta metoda izračuna kapitalskega tveganja.⁴

1.12 Komentar 12: sistematičen pristop k dinamični regulaciji

1.12.1 Priporočilo

»Predlagamo, da se na spletni strani Agencije oblikuje razdelek, v katerem se bodo sistemsko zbirala vsa izhodišča za izračune različnih WACC, in da se vzpostavi na osnovi tega mehanizem, ki bo tržne pogoje (cene) čimbolj dinamično prilagajal razmeram na trgu.«

1.12.2 Odgovor Agencije

V kolikor bo agencija presodila, da je potrebno vrednosti posameznih parametrov glede na zadnje razpoložljive informacije na trgu spremeniti, bo določene informacije in podatke sproti objavila na svoji spletni strani ter s tem zagotovila transparentno obveščanje.

⁴ Za več na to temo glej Fernandez, P. 2013. The Equity Premium in 150 Textbooks. Journal of Financial Transformation, 27, 14-18.

1.13 Zaključek

Ne glede na navedeno menimo, da navedene prilagoditve ne vplivajo na same rezultate izračuna in tako nominalni stopnji tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC) pred davki, določeni na podlagi vhodnih podatkov, pridobljenih s primerjalno analizo primerljivih družb iz panoge, za leto 2014 ostajata:

- **10,15 %** za hipotetičnega operaterja v telekomunikacijski panogi, za obstoječo infrastrukturo bakrenih omrežjih; in
- **10,76 %** za hipotetičnega operaterja v telekomunikacijski panogi, za omrežja naslednje generacije (NGA).