

KLASA: UP/I-344-01/19-05/02

URBROJ: 376-05-1-19-4

Zagreb, 26. kolovoza 2019.

Na temelju članka 12. stavka 1. točke 3. i članka 62. Zakona o elektroničkim komunikacijama (NN br. 73/08, 90/11, 133/12, 80/13, 71/14 i 72/17), radi provođenja regulatorne obveze nadzora cijena i vođenja troškovnog računovodstva za usluge u javnoj nepokretnoj i pokretnoj komunikacijskoj mreži, Vijeće Hrvatske regulatorne agencije za mrežne djelatnosti je na sjednici održanoj 26. kolovoza 2019. donijelo

### **ODLUKU**

- I. Određuje se stopa povrata uloženog kapitala u iznosu od 6,28% u svrhu provođenja regulatorne obveze nadzora cijena i vođenja troškovnog računovodstva za usluge u javnoj nepokretnoj komunikacijskoj mreži.
- II. Određuje se stopa povrata uloženog kapitala u iznosu od 6,38% u svrhu provođenja regulatorne obveze nadzora cijena i vođenja troškovnog računovodstva za usluge u javnoj pokretnoj komunikacijskoj mreži.
- III. Stopa povrata uloženog kapitala iz točke I. izreke ove odluke uvećava se za dodatnu premiju rizika u iznosu od 1,97% za usluge putem FTTH/FTTB pristupa.
- IV. Stope povrata uloženog kapitala iz točaka I., II. i III. izreke ove odluke primjenjuju se od 1. siječnja 2020. do 31. prosinca 2022., osim u slučaju značajnih promjena jednog ili više parametara koje bi zahtijevale reviziju izračuna i određivanje novih vrijednosti stopa povrata uloženog kapitala.
- V. Trgovačko društvo Hrvatski Telekom d.d. je obvezno u regulatornim financijskim izvještajima za 2019., 2020. i 2021. godinu primjenjivati stopu povrata uloženog kapitala iz točke I. izreke ove odluke uz mogućnost uvećanja za dodatnu premiju rizika iz točke III. izreke ove odluke.

### ***Obrazloženje***

Hrvatska regulatorna agencija za mrežne djelatnosti (dalje: HAKOM) je odlukom od 31. svibnja 2016. (KLASA: UP/I-344-01/16-05/03, URBROJ: 376-11-16-9) odredila vrijednost stope povrata uloženog kapitala (dalje: WACC-a) za nepokretnu mrežu u Republici Hrvatskoj u iznosu od 8,73% i vrijednost WACC-a za pokretnu mrežu u iznosu od 9,13%. Istom odlukom, HAKOM je odredio da se WACC za nepokretnu mrežu uvećava za dodatnu premiju rizika u iznosu od 3,33% za usluge na temelju FTTH/FTTB koncepta. Navedene vrijednosti WACC-a primjenjuju se od 1. siječnja 2017. do 1. siječnja 2020.

Vrijednosti WACC-a primjenjuju se u izračunu troškovno usmjerenih cijena usluga za koje operatori sa značajnom tržišnom snagom na pojedinim mjerodavnim tržištima imaju regulatornu obvezu nadzora cijena, kao i u drugim slučajevima kada su operatori obvezni primjenjivati načelo troškovne usmjerenosti na temelju odredbi ZEK-a i/ili odluke HAKOM-a.

HAKOM je po službenoj dužnosti pokrenuo ovaj postupak kako bi ažurirao vrijednosti WACC-a za usluge u nepokretnoj i pokretnoj mreži za buduće razdoblje. Za izračun budućih vrijednosti WACC-a HAKOM je kao i u odluci od 31. svibnja 2016. koristio povijesne podatke za razdoblje od tri godine, od 1. siječnja 2016. do 31. prosinca 2018.

O prijedlogu odluke u ovom postupku HAKOM je proveo javnu raspravu od 19. lipnja do 10. srpnja 2019. tijekom koje su komentare dostavili: Hrvatski Telekom d.d. (dalje: HT) i A1 Hrvatska d.o.o. (dalje: A1). Odgovori HAKOM-a na komentare operatora sadržani su u Pravitku 4 ove odluke.

### **Ad I. - II. - Izračun WACC-a**

Izračun WACC-a temelji se na metodologiji izrade i primjene troškovnih modela za nepokretnu i pokretnu mrežu i univerzalnu uslugu koje je Vijeće HAKOM-a donijelo 29. veljače 2012. (KLASA: UP/I-344-01/11-09/08, URBROJ: 376-11-12-13; dalje: Metodologija). U poglavlju 5.2.4. Metodologije definiran je način izračuna stope povrata uloženog kapitala, odnosno troška kapitala primjenom formule prosječnog ponderiranog troška kapitala (eng. *Weighted Average Cost of Capital* - WACC) koja glasi:

$$WACC_{pre-tax} = C_D \cdot G + \frac{C_E}{(1-t)} (1-G)$$

U nastavku odluke slijede pojašnjenja te korišteni iznosi svih parametara izračuna WACC-a prema gore navedenoj formuli. Kao i u odluci od 31. svibnja 2016., HAKOM je pri razmatranju pojedinih parametara koristio i usporedive vrijednosti operatora u pokretnoj i nepokretnoj elektroničkoj komunikacijskoj mreži, koji imaju sjedište u EU i kotiraju na burzi. Budući da je RH članica EU, HAKOM smatra opravdanim da odabranu grupu operatora čine operatori drugih EU članica, tim više što matične kompanije operatora koji posluju u Republici Hrvatskoj imaju sjedište u EU. Za sve parametre koristio se isti popis operatora (kako za nepokretnu tako i za pokretnu mrežu), ali su se u konačnici podaci pojedinog operatora koristili u onoj mjeri u kojoj su isti bili dostupni. Pojedini parametri izračunati su na temelju prosjeka različitih metoda kako bi se izbjegli nedostaci pojedinačnih pristupa.

#### **a) Omjer zaduženosti (G)**

Omjer zaduženosti mjeri odnos duga poduzeća podijeljenog s ukupnim dugom poduzeća ( $V_D$ ) i dioničkim kapitalom ( $V_E$ ) i definira se kao:

$$G = V_D / (V_D + V_E)$$

S obzirom da se poduzeće financira iz vlastitog kapitala i duga, omjer zaduženosti koristi se kao težinski faktor (ponder) u izračunu WACC-a kako bi se odredila optimalna struktura kapitala, odnosno optimalni udio vlastitog kapitala i udio duga u ukupnom kapitalu poduzeća.

Kod optimalnog omjera zaduženosti uzeti su u obzir omjeri zaduženosti operatora elektroničkih komunikacija na europskom tržištu, pri čemu se za izračun duga koriste knjigovodstvene vrijednosti, a za izračun dioničkog kapitala tržišne vrijednosti. Popis operatora korištenih u izračunu omjera zaduženosti za pokretnu i nepokretnu mrežu nalazi se u Priritku 1 ove odluke.

Navedenim pristupom, HAKOM je izračunao aritmetičku sredinu i medijan vrijednosti omjera zaduženosti operatora nepokretnih i pokretnih mreža na usporedivim tržištima te je konačnu vrijednost za omjer zaduženosti koju je koristio u svom izračunu odredio kao prosjek izračunatih aritmetičkih sredina i medijan vrijednosti.

Konačna vrijednost omjera zaduženosti za nepokretnu mrežu iznosi **37,26%**, dok za pokretnu mrežu ista iznosi **31,92%**.

#### ***b) Trošak duga (CD)***

Prema Metodologiji, trošak duga odražava trošak zaduživanja operatora (odnosno trošak koji operator mora podnijeti kako bi dobio sredstva za financiranje svojih aktivnosti, bilo od financijskih institucija ili putem zajmova drugih trgovačkih društava). Trošak duga se izračunao na temelju zbroja prinosa na nerizična ulaganja ( $r_F$ ) i premije na specifični rizik kompanije (DP).

##### *Nerizična stopa ( $r_F$ )*

HAKOM je za izračun nerizične stope koristio metodu:

- prinosa na hrvatske državne obveznice sa desetogodišnjim dospeljem.

Vrijednost koja je korištena temeljem ove metode u izračunu iznosi **2,80%**. Navedeni parametar određen je na temelju indeksa iz Thomson Reuters Data.

##### *Premija na specifični rizik kompanije (DP)*

Premija na specifični rizik kompanije (eng. *Debt Premium*) izračunata je na temelju prosjeka dviju različitih metoda:

- a) zamjene za kreditni rizik (eng. *Credit Default Swap - CDS*) europskih operatora i
- b) razlike između indeksa obveznica europskih operatora s dospeljem od 10 godina (Markit Iboxx indeks) i prinosa na njemačke državne obveznice s dospeljem od 10 godina.

Na temelju prve metode, HAKOM je izračunao aritmetičku sredinu i medijan CDS vrijednosti europskih operatora za nepokretnu i pokretnu mrežu na temelju dostupnih podataka o CDS-u pojedinih operatora te je vrijednost za CDS odredio kao prosjek izračunatih vrijednosti aritmetičkih sredina i medijana. Tako izračunata CDS vrijednost za nepokretnu mrežu iznosi **1,17%**, dok za pokretnu mrežu ista iznosi **1,23%**. Popis operatora korištenih u izračunu CDS-a za pokretnu i nepokretnu mrežu nalazi se u Priritku 2 ove odluke.

Temeljem druge metode, HAKOM je vrijednost premije na specifični rizik kompanije izračunao kao razliku između:

- indeksa obveznica europskih operatora s dospijećem od 10 godina, a koji je izračunat na temelju trogodišnje aritmetičke sredine Markit Iboxx indeksa (1,37%),
- prinosa na njemačke državne obveznice s dospijećem od 10 godina (0,30%).

Vrijednost premije na specifični rizik kompanije temeljem ove metode iznosi **1,06%**.

Konačna vrijednost premije na specifični rizik kompanije izračunata je kao prosjek dobivenih vrijednosti temeljem dviju gore navedenih metoda te iznosi **1,12%** za nepokretnu mrežu, odnosno **1,14%** za pokretnu mrežu.

Na temelju zbroja izračunatih vrijednosti za nerizičnu stopu na ulaganja i premije na specifični rizik kompanije, HAKOM je izračunao ukupnu **vrijednost troška duga ( $C_D$ )** u iznosima od **3,92%** za nepokretnu mrežu te **3,94%** za pokretnu mrežu.

### **c) Trošak dioničkog kapitala ( $C_E$ )**

Za izračun troška dioničkog kapitala, HAKOM je sukladno Metodologiji koristio cjenovni model vrednovanja kapitalne imovine (eng. *Capital Asset Pricing Model - CAPM*). CAPM je model koji nacionalna regulatorna tijela najčešće koriste za procjenu troška dioničkog kapitala jer ima jasnu teoretsku osnovu i provedba mu je jednostavna. Trošak dioničkog kapitala se prema navedenom modelu računa na sljedeći način:

$$C_E = r_F + \beta_E \times (r_M - r_F)$$

*Nerizična stopa ( $r_F$ )*

Način na koji je HAKOM izračunao nerizičnu stopu je pojašnjen ranije u dijelu koji se odnosi na trošak duga te se ovdje koristi ista vrijednost koja iznosi **2,80%**.

*Premija tržišnog rizika ( $r_M - r_F$ )*

Premija tržišnog rizika predstavlja dodatni povrat iznad nerizične stope koju ulagači traže kao naknadu za rizik kojem se izlažu ulažući na tržištu kapitala. S obzirom da tržište dionica u Republici Hrvatskoj nije dovoljno veliko niti dovoljno likvidno te nema dovoljno dugačku tradiciju za procjenu premije tržišnog rizika direktnim promatranjem, HAKOM je za izračun premije tržišnog rizika koristio usporedive vrijednosti premije tržišnog rizika iz mjerodavnih međunarodnih studija.

HAKOM je za potrebe ovog izračuna analizirao podatke iz nekoliko mjerodavnih studija (kao što su Dimson, Marsh & Staunton, Fernandez, Damodaran) koje koriste i drugi europski regulatori te, sukladno najboljoj europskoj praksi, Dimson, Marsh & Staunton studiju smatra odgovarajućom studijom za izračun premije rizika.

Kao i u prethodnoj odluci, HAKOM je za izračun premije tržišnog rizika koristio podatke iz Dimson, Marsh & Staunton studije izdane 2011., i to podatke o prosječnom povratu na obveznice u Europi temeljem aritmetičke sredine i geometrijske sredine (tablica 3. *Worldwide risk premiums relative to bonds, 1900–2010*). S obzirom da trenutno nema jasnog pravila za odabir metode kojom se računa prosječna vrijednost, HAKOM je, kao i u prethodnim

izračunima WACC-a, konačnu vrijednost za premiju rizika odredio kombinacijom obje metode, na temelju prosjeka aritmetičke i geometrijske sredine.

Prema navedenoj studiji premija rizika za europsko tržište iznosila je 5,2% ukoliko se ista računa temeljem aritmetičke sredine, odnosno 3,9% ukoliko se vrijednost određuje na temelju geometrijske sredine. Stoga, konačna vrijednost za premiju rizika koja ulazi u izračun WACC-a dobivena je na temelju prosjeka aritmetičke i geometrijske vrijednosti, u iznosu od **4,55%**. Navedena vrijednost se koristi i za nepokretnu i za pokretnu mrežu.

Budući da u novijim izdanjima studije Dimson, Marsh & Staunton postoje objavljeni jedino podaci o geometrijskoj sredini premije rizika kapitala u Europi u odnosu na obveznice, a s obzirom da HAKOM za izračun premije tržišnog rizika koristi vrijednosti i aritmetičke i geometrijske sredine, HAKOM je odlučio i dalje koristiti podatke iz studije Dimson, Marsh & Staunton 2011. u kojoj su postojali navedeni podaci. Naime, navedeni podaci mogu se smatrati relevantnima i u narednom trogodišnjem razdoblju, budući da se izračun temelji na dugačkoj vremenskoj seriji podataka za razdoblje od 1900. do 2010. te se može smatrati da je prosječna premija tržišnog rizika ostala približno jednaka.

### *Beta koeficijent ( $\beta_E$ )*

Beta koeficijent je mjera rizika rizične imovine u odnosu na tržišni rizik. U teoriji je jedini rizik obuhvaćen Beta koeficijentom sistemski rizik, a to je rizik koji ulagač diversifikacijom portfelja ne može ukloniti. Beta koeficijent odražava stupanj do kojeg se očekuje da će se budući povrati mijenjati s očekivanim povratom na široki portfelj imovine tj. stupanj kretanja između povrata operatora i tržišnog povrata. Što je viša vrijednost Beta koeficijenta, to je veći sistemski rizik s kojim se suočavaju dioničari operatora.

Sukladno Metodologiji, HAKOM je odredio vrijednost Beta koeficijenta metodom usporedivih vrijednosti Beta koeficijenata europskih operatora primjenjujući potrebne prilagodbe vrijednosti Beta koeficijenta, odnosno koristeći tzv. "odozdo prema gore" pristup. Pri određivanju konačne vrijednosti Beta koeficijenta, HAKOM je promatrao mjesečne i tromjesečne vrijednosti Beta koeficijenata europskih operatora te izračunao aritmetičku sredinu i medijan vrijednosti Beta koeficijenta za nepokretnu i pokretnu mrežu. U ovom izračunu korišteni su mjesečni i tromjesečni podaci za Beta koeficijent jer dnevne i tjedne vrijednosti koje su korištene u prošlom izračunu WACC-a nisu bile dostupne na Thomson Reuters bazi. Mjesečni podaci uprosječeni su s tromjesečnim podacima kako bi se zadržala ista logika uprosječivanja dvije različite vremenske serije.

Popis operatora korištenih u izračunu vrijednosti Beta koeficijenta za nepokretnu i pokretnu mrežu nalazi se u Pravitku 3 ove odluke.

Konačne vrijednosti Beta koeficijenata za nepokretnu i pokretnu mrežu određene su na temelju prosjeka aritmetičkih sredina i medijan vrijednosti mjesečnih i tromjesečnih Beta koeficijenata u iznosima od **0,77** za nepokretnu mrežu te **0,74** za pokretnu mrežu.

Na temelju izračunatih vrijednosti za nerizičnu stopu na ulaganja, premije rizika i Beta koeficijenta, koristeći ranije spomenuti CAPM model, HAKOM je izračunao **trošak dioničkog kapitala ( $C_E$ )** u iznosu od **6,30%** za nepokretnu mrežu te **6,17%** za pokretnu mrežu.

#### d) Stopa poreza na dobit (t)

Sukladno Metodologiji, HAKOM je pri izračunu WACC-a za nepokretnu i pokretnu mrežu koristio zakonsku poreznu stopu u iznosu od 18%.

Na temelju svih prethodno opisanih parametra te koristeći ranije spomenutu formulu za izračun WACC-a, HAKOM je odredio konačnu vrijednost WACC-a za nepokretnu mrežu u iznosu od **6,28%** te konačnu vrijednost WACC-a za pokretnu mrežu u iznosu od **6,38%**.

Slijedom navedenog, određeno je kako se navodi u točkama I. i II. izreke ove odluke.

Izračun WACC-a prikazan je u tablici niže.

	Nepokretna mreža	Pokretna mreža
<b>Trošak duga = <math>R_F + DP</math></b>		
Nerizična stopa ( $R_F$ )	2,80%	2,80%
Premija na specifični rizik kompanije (DP)	1,12%	1,14%
<b>Trošak duga (<math>C_D</math>)</b>	<b>3,92%</b>	<b>3,94%</b>
<b>Trošak dioničkog kapitala = <math>R_F + \beta * ERP</math></b>		
Nerizična stopa ( $R_F$ )	2,80%	2,80%
Beta ( $\beta$ )	0,77	0,74
Premija rizika (ERP)	4,55%	4,55%
<b>Trošak dioničkog kapitala (<math>C_E</math>)</b>	<b>6,30%</b>	<b>6,17%</b>
<b>Ostali parametri</b>		
<b>Stopa poreza (t)</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>
<b>Omjer zaduženosti (G)</b>	<b>37,26%</b>	<b>31,92%</b>
<b>WACC</b>		
<b>Nominalni WACC prije oporezivanja</b>	<b>6,28%</b>	<b>6,38%</b>

Smanjenje WACC-a prvenstveno je uzrokovano smanjenjem nerizične stope ( $r_F$ ), koja je u odnosu na prethodni izračun smanjena s 4,41% na 2,80%. Smanjenje nerizične stope je bitna promjena na hrvatskom tržištu koja se dogodila između dva izračuna i posljedično uvelike utječe na WACC, budući da je nerizična stopa parametar koji se koristi i kod troška duga i kod troška dioničkog kapitala. Glavni razlog pada nerizične stope je opći pad kamatnih stopa na tržištu u promatranom razdoblju. HAKOM je provjerio utjecaj na izračun nerizične stope ukoliko bi se izračun temeljio na petogodišnjim podacima, odnosno utjecaj uzimanja u obzir dužeg promatranog razdoblja na stabilnost cijena. S obzirom da bi u tom slučaju u izračun dodatno ušli samo podaci o trgovanju od srpnja do prosinca 2015. (prije toga nije bilo trgovanja hrvatskim državnim obveznicama u petogodišnjem razdoblju), utjecaj na nerizičnu stopu nije značajan (umjesto 2,80% iznosi 3,01%). S druge strane, ako promotrimo dostupne podatke o prinosima u 2019., prinosi su niži od prosječnog prinosa. Slijedom navedenog, HAKOM je odlučio zadržati pristup prema kojem se WACC računa na temelju trogodišnjih podataka.

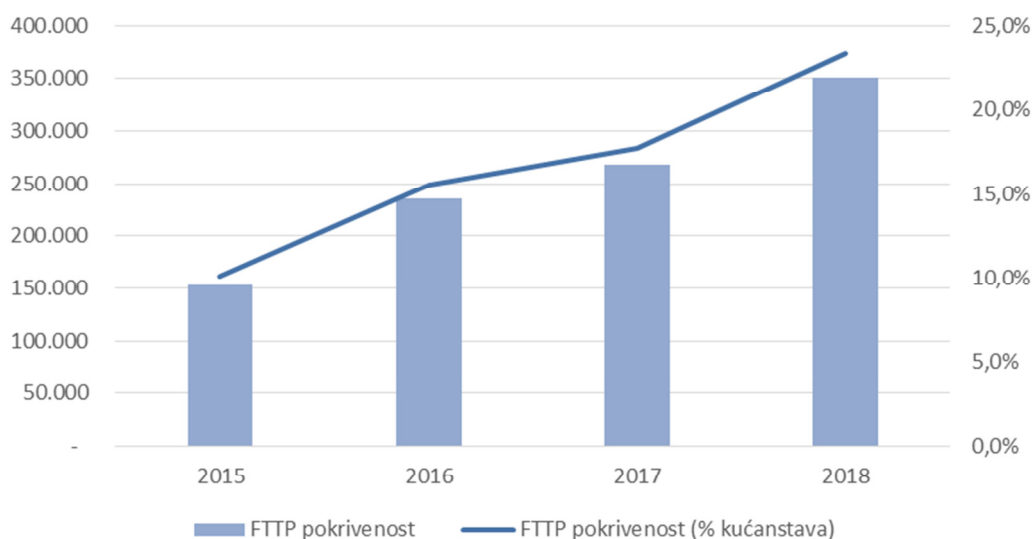
#### Ad III. - Dodatna premija rizika

Prema preporuci Europske komisije od 20. rujna 2010. o reguliranom pristupu mrežama sljedeće generacije (eng. *Next Generation Access, NGA*): "Kod određivanja cijena pristupa izdvojenoj petlji na temelju svjetlovodne niti, nacionalna regulatorna tijela bi trebala uključiti veću

premiju rizika radi odražavanja dodatnog i kvantificiranog rizika ulaganja koji snosi operator sa značajnom tržišnom snagom." HAKOM je u prethodnim odlukama o vrijednosti WACC-a odlučio omogućiti veću premiju rizika za pristupne mreže na temelju FTTH (eng. *Fiber to the home*)/FTTB (eng. *Fiber to the building*) pristupa, radi davanja daljnjeg poticaja za ulaganje u navedene pristupne mreže. Dosadašnja premija rizika bila je definirana u iznosu od 3,33%. Navedena uvećana premija rizika ne primjenjuje se na postojeću imovinu koja s razvojem pristupnih mreža nove generacije neće biti zamijenjena novom imovinom, kao što je, na primjer, postojeća kabelska kanalizacija, dok se u slučaju potrebe za izgradnjom nove kabelske kanalizacije uvećana premija rizika primjenjuje.

Prema podacima iz studije *Broadband coverage in Europe*, FTTP pokrivenost (eng. *Fibre to the premises*) je u RH porasla s 150 000 kućanstava (15,6%) u 2016. na 350 771 kućanstava (23,4%) u 2018. (slika 1.), ali je još uvijek ispod EU prosjeka.

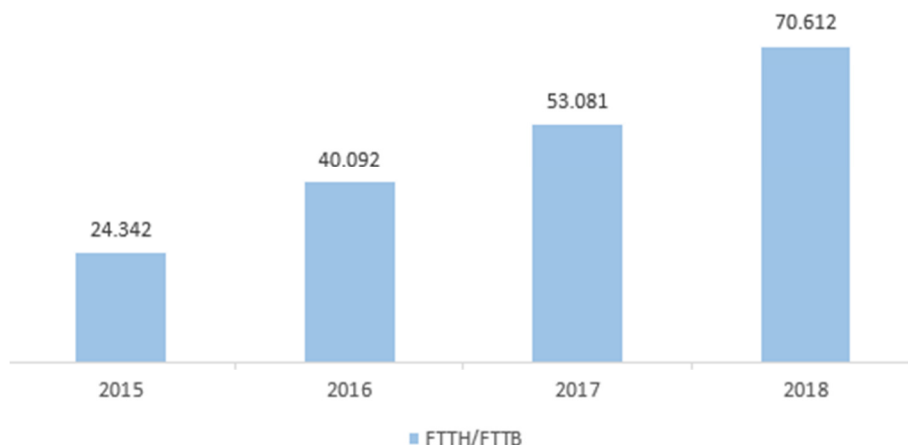
Slika 1. FTTP pokrivenost u Republici Hrvatskoj (DESI - Broadband coverage in Europe Study)



Broj FTTH/FTTB priključaka je u posljednje tri godine u porastu (slika 2.), međutim, FTTH/FTTB priključci su još uvijek najslabije zastupljeni u ukupnim širokopoljnim priključcima (oko 5%).



Slika 2. Broj FTTH/FTTB priključaka



Stoga, kako bi se potaknula daljnja ulaganja u FTTH/FTTB pristupne mreže, HAKOM smatra opravdanim omogućiti da se i dalje primjenjuje veća premija rizika za usluge putem FTTH/FTTB pristupa.

Sukladno Metodologiji, HAKOM je u prethodnim odlukama o WACC-u premiju rizika odredio korištenjem metode usporedivih vrijednosti (*benchmark*) na temelju dostupnih podataka o dodatnoj premiji rizika definiranoj u drugim zemljama članicama Europske unije. S obzirom da trenutno nema jedinstvene metodologije koja bi se primjenjivala za izračun NGA premije rizika te da bi kvantificiranje NGA premije rizika koja bi kompenzirala rizik ulaganja u NGA mreže u RH zahtijevalo izradu kompleksnog financijskog modela temeljenog na brojnim pretpostavkama, uzevši u obzir raspoložive resurse HAKOM-a s jedne strane i dodanu vrijednost ukoliko bi se izračun temeljio na takvom financijskom modelu s druge strane, HAKOM je i u ovoj odluci odlučio temeljiti vrijednost za dodatnu premiju rizika na temelju *benchmarka*.

Prema dostupnim podacima prikupljenim unutar BEREC-a, korištenjem prethodno navedene metode, prosječna dodatna premija rizika iznosi 1,97% (Francuska 2%, Italija 3,20%, Danska 2%, Češka Republika 1,41%, Slovenija 2,50%, Luksemburg 2,50%, Nizozemska 2%, Poljska 1,25%)<sup>1</sup>. HAKOM je odlučio koristiti metodu usporedivih vrijednosti koristeći vrijednosti koje primjenjuju sve zemlje članice EU s obzirom da bi bilo vrlo teško izdvojiti zemlje koje bi odgovarale specifičnostima RH. Naime, zemlje koje su definirale premiju rizika se razlikuju po NGA pokrivenosti, FTTP pokrivenosti, korištenju FTTH/FTTB priključaka, korištenju NGA brzina, razini konkurencije i makroekonomskoj situaciji, a što sve može imati utjecaja na definiranje vrijednosti premije rizika.

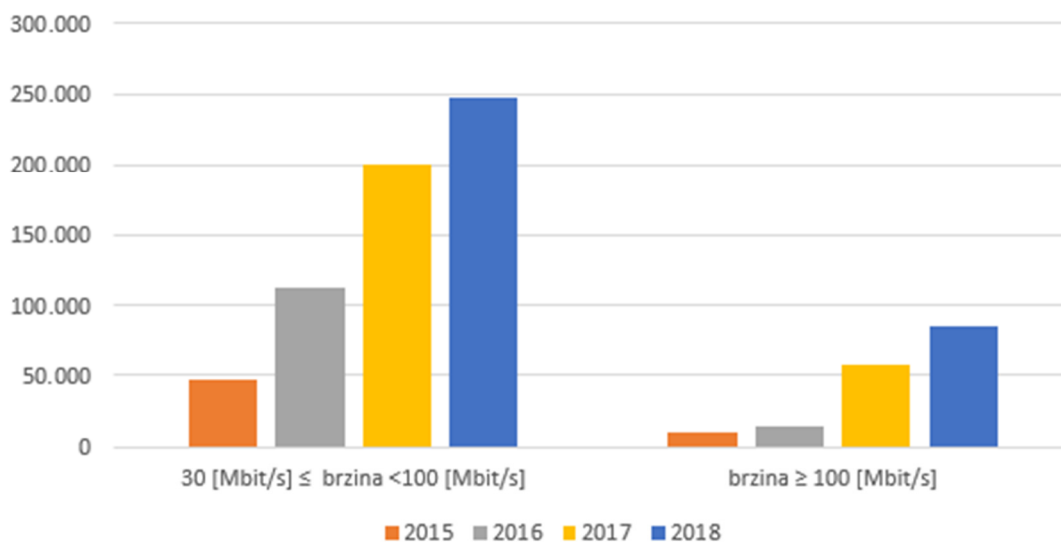
Iako je dobivena vrijednost za dodatnu premiju rizika niža u odnosu na prethodno određenu vrijednost, HAKOM smatra da je s obzirom na kretanja na tržištu za naredno razdoblje opravdano primijeniti nižu vrijednost dodatne premije rizika. Naime, dodatna premija rizika treba odražavati i rizike povezane s potražnjom, odnosno vezane uz korištenje usluga širokopojasnog pristupa NGA brzina (brzine veće od 30 Mbit/s). Na slici niže vidljiv je značajan

<sup>1</sup> U odnosu na prijedlog odluke koji je bio na javnoj raspravi, HAKOM je u *benchmark* uključio Sloveniju koja također primjenjuje dodatnu premiju rizika. Međutim, HAKOM je isključio Španjolsku s obzirom da cijene u Španjolskoj više nisu troškovno usmjerene, već trebaju zadovoljiti test ekonomske replikacije (test istiskivanja marže), što znači da se premija rizika u Španjolskoj zapravo ne primjenjuje u praksi.



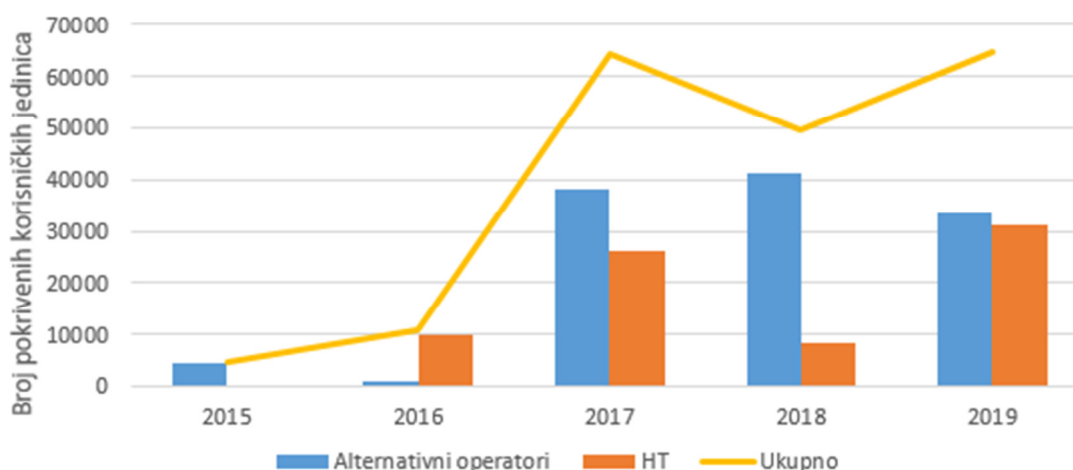
porast korištenja NGA brzina u RH - krajem 2018. oko 330.000 korisnika u RH koristi NGA brzine, što predstavlja značajan porast u posljednje tri godine (više od pet puta).

Slika 3. Broj priključaka širokopojasnog pristupa NGA brzina



Nadalje, niža premija rizika od dosadašnje je opravdana uzevši u obzir da su i drugi operatori spremni ulagati u svjetlovodne pristupne mreže, a što je vidljivo iz znatnog povećanja objava namjera postavljanja svjetlovodnih distribucijskih mreža alternativnih operatora u posljednje dvije godine (slika 4.).

Slika 4. Objave namjera postavljanja svjetlovodnih distribucijskih mreža



Slijedom navedenog, HAKOM je odredio da dodatna premija rizika za usluge putem FTTH/FTTB pristupa za naredno razdoblje iznosi **1,97%**.

#### Ad IV. i V. - Primjena WACC-a

Nadalje, kako bi se osigurala stabilnost cijena i regulatorna predvidivost, HAKOM je u točki IV. izreke ove odluke odlučio da će se navedene vrijednosti WACC-a primjenjivati od 1. siječnja 2020. do 31. prosinca 2022. Sukladno navedenom, cijene reguliranih veleprodajnih usluga potrebno je uskladiti s novim vrijednostima WACC-a od 1. siječnja 2020. HAKOM će u roku 20 dana od dana donošenja konačne odluke u ovom postupku poslati obavijest operatorima o novim veleprodajnim cijenama koje trebaju ugraditi u svoje standardne/minimalne ponude.

U slučaju značajnih promjena na tržištu koje bi dovele do velikog odstupanja od izračunatih vrijednosti jednog ili više parametra koji utječu na konačni iznos WACC-a, HAKOM može, po službenoj dužnosti ili na zahtjev operatora, pokrenuti postupak revizije navedenih vrijednosti te predložiti nove vrijednosti WACC-a za nepokretnu i pokretnu mrežu. Navedeni postupak se može pokrenuti ukoliko je došlo do takvih promjena na tržištu na temelju kojih bi nove vrijednosti WACC-a odstupale za više od 10% u odnosu na vrijednosti iz točaka I. i II. izreke ove odluke.

Nadalje, HAKOM je u točki V. izreke ove odluke odredio da je trgovačko društvo Hrvatski Telekom d.d. obvezno u regulatornim financijskim izvještajima za 2019., 2020. i 2021. primjenjivati novu vrijednost WACC-a za nepokretnu mrežu uz mogućnost uvećanja za dodatnu premiju rizika za usluge na temelju FTTH/FTTB koncepta.

Slijedom navedenog, HAKOM je temeljem članka 12. stavka 1. točke 2. i članka 62. ZEK-a odlučio kao u izreci ove odluke.

Sukladno članku 23. ZEK-a ovaj prijedlog se dostavlja Europskoj komisiji radi provođenja postupka usklađivanja u donošenju odluke.

***PREDSJEDNIK VIJEĆA***

***Tonko Obuljen***

**Privitak 1 - Popis operatora korištenih u izračunu omjera zaduženosti (G)  
za pokretnu i nepokretnu mrežu**

**Tablica 1 – Popis operatora pokretne mreže**

Operator pokretne mreže	Omjer zaduženosti (kroz 3 godine)	Thomson-Ticker
GO P.L.C.	16,85%	MLTAC.MT
TELEKOM SLOVENIJE, d.d.	43,00%	TLSG.LJ
SONAECOM - S.G.P.S. S.A.	0,87%	SNC.LS
Hrvatski Telekom d.d.	2,49%	HT.ZA
Elisa Corporation	16,70%	ELISA.HE
MOBISTAR S.A.	23,20%	OBEL.BR
Magyar Telekom Telecommunications Public Limited Company	36,48%	MTEL.BU
O2 Czech Republic	10,30%	SPTT.MB
TDC A/S	52,21%	TDC.CO
Orange Polska	50,94%	OPL.WA
Tele2 AB	25,19%	TEL2B.ST
Telekom Austria Aktiengesellschaft	38,82%	TELA.VI
HELLENIC TELECOMMUNICATIONS ORGANIZATION S.A.	29,90%	OTEr.AT
Proximus S.A.	21,47%	PROX.BR
Swisscom Ltd.	24,56%	SCMN.S
TeliaSonera Aktiebolag	30,74%	TELIA.ST
TELENOR ASA	25,61%	TEL.OL
Koninklijke KPN N.V.	39,85%	KPN.AS
BT GROUP PLC	31,57%	BT.L
Telecom Italia SpA	67,88%	TLIT.MI
Orange S.A.	48,46%	ORAN.PA
VODAFONE GROUP PUBLIC LIMITED COMPANY	44,63%	VOD.L
Telefonica S.A.	55,18%	TEF.MC
Deutsche Telekom AG	47,58%	DTEGn.DE
<b>Prosjek</b>	<b>32,69%</b>	
<b>Medijan</b>	<b>31,16%</b>	

Izvor: Thomson Reuters Market Capitalization („MCAP“) and Total debt (according to balance sheet „BAL“)

**Tablica 2 – Popis operatora nepokretne mreže**

Operator nepokretne mreže	Omjer zaduženosti (kroz 3 godine)	Thomson-Ticker
GO P.L.C.	16,85%	MLTAC.MT
TELEKOM SLOVENIJE, d.d.	43,00%	TLSG.LJ
Hrvatski Telekom d.d.	2,49%	HT.ZA
Magyar Telekom Telecommunications Public Limited Company	36,48%	MTEL.BU
TDC A/S	52,21%	TDC.CO
Orange Polska	50,94%	OPL.WA
Telekom Austria Aktiengesellschaft	38,82%	TELA.VI
HELLENIC TELECOMMUNICATIONS ORGANIZATION S.A.	29,90%	OTEr.AT
Proximus S.A.	21,47%	PROX.BR
Swisscom Ltd.	24,56%	SCMN.VX
TeliaSonera Aktiebolag	30,74%	TLSN.ST
TELENOR ASA	25,61%	TEL.OL
Koninklijke KPN N.V.	39,85%	KPN.AS
BT GROUP PLC	31,57%	BT.L
Telecom Italia SpA	67,88%	TLIT.MI
Orange S.A.	48,46%	ORAN.PA
Telefonica S.A.	55,18%	TEF.MC
Deutsche Telekom AG	47,58%	DTEGn.DE
<b>Prosjek</b>	<b>36,87%</b>	
<b>Medijan</b>	<b>37,65%</b>	

Izvor: Thomson Reuters Market Capitalization („MCAP“) and Total debt (according to balance sheet „BAL“)

**Privitak 2 - Popis operatora korištenih u izračunu CDS-a za pokretnu i nepokretnu mrežu**

**Tablica 3 – Popis operatora pokretne mreže**

Operator pokretne mreže	CDS (aritmetička prosječna vrijednost) kroz 3 godine	CDS (geometrijska prosječna vrijednost) kroz 3 godine	Thomson- Ticker	S&P's dugoročni rejting	Moody's dugoročni rejting
TDC A/S	1,77%	1,77%	TDC-KO	BBB	N/A
Telekom Austria Aktiengesellschaft	0,85%	0,85%	TKA-VI	BBB	A3
HELLENIC TELECOMMUNICATIONS ORGANIZATION S.A.	2,81%	2,81%	HTO-AT	B	WR
Swisscom Ltd.	0,67%	0,67%	SCMN-VX	A	A2
TeliaSonera Aktiebolag	0,83%	0,83%	TLSN-SK	A-	N/A
TELENOR ASA	0,69%	0,69%	TEL-OS	A-	N/A
Koninklijke KPN N.V.	1,15%	1,15%	KPN-AE	BBB+	N/A
BT GROUP PLC	1,19%	1,19%	BT.A-LN	BBB	N/A
Telecom Italia SpA	2,59%	2,59%	TIT-MI	BBB	N/A
FRANCE TELECOM S.A.	0,92%	0,92%	FTE-FR	A-	A3
VODAFONE GROUP PUBLIC LIMITED COMPANY	1,23%	1,23%	VOD-LN	A-	N/A
Telefonica S.A.	1,52%	1,52%	TEF-MC	BBB+	N/A
Deutsche Telekom AG	0,72%	0,72%	DTE-XE	BBB+	N/A
<b>Prosjek</b>	<b>1,30%</b>	<b>1,30%</b>			
<b>Medijan</b>	<b>1,15%</b>	<b>1,15%</b>			

Izvor: Markit Iboxx

**Tablica 4 – Popis operatora nepokretne mreže**

Operator nepokretne mreže	CDS (aritmetička prosječna vrijednost) kroz 3 godine	CDS (geometrijska prosječna vrijednost) kroz 3 godine	Thomson- Ticker	S&P's dugoročni rejting	Moody's dugoročni rejting
TDC A/S	1,77%	1,77%	TDC-KO	BBB	N/A
Telekom Austria Aktiengesellschaft	0,85%	0,85%	TKA-VI	BBB	A3
HELLENIC TELECOMMUNICATIONS ORGANIZATION S.A.	2,81%	2,81%	HTO-AT	B	WR
Swisscom Ltd.	0,67%	0,67%	SCMN-VX	A	A2
TeliaSonera Aktiebolag	0,83%	0,83%	TLSN-SK	A-	N/A
TELENOR ASA	0,69%	0,69%	TEL-OS	A-	N/A
Koninklijke KPN N.V.	1,15%	1,15%	KPN-AE	BBB+	N/A
BT GROUP PLC	1,19%	1,19%	BT.A-LN	BBB	N/A
Telecom Italia SpA	2,59%	2,59%	TIT-MI	BBB	N/A
FRANCE TELECOM S.A.	0,92%	0,92%	FTE-FR	A-	A3
Telefonica S.A.	1,52%	1,52%	TEF-MC	BBB+	N/A
Deutsche Telekom AG	0,72%	0,72%	DTE-XE	BBB+	N/A
<b>Prosjek</b>	<b>1,31%</b>	<b>1,31%</b>			
<b>Medijan</b>	<b>1,04%</b>	<b>1,04%</b>			

**Izvor: Markit Iboxx**

**Privitak 3** - Popis operatora korištenih u izračunu Beta koeficijenta za pokretnu i nepokretnu mrežu

**Tablica 5 – Popis operatora pokretne mreže**

Operator pokretne mreže	Beta (mjesečne vrijednosti)	Beta (tromjesečne vrijednosti)
GO P.L.C.	0,92	0,92
SONAECOM - S.G.P.S. S.A.	0,73	0,73
Hrvatski Telekom d.d.	0,95	0,94
Elisa Corporation	0,67	0,67
MOBISTAR S.A.	0,70	0,70
Magyar Telekom Telecommunications Public Limited Company	0,52	0,52
O2 Czech Republic	0,64	0,63
TDC A/S	0,66	0,66
Orange Polska	0,62	0,62
Tele2 AB	0,91	0,91
Telekom Austria Aktiengesellschaft	0,81	0,81
HELLENIC TELECOMMUNICATIONS ORGANIZATION S.A.	0,99	0,99
Proximus S.A.	0,73	0,72
Swisscom Ltd.	0,69	0,69
TeliaSonera Aktiebolag	0,77	0,77
TELENOR ASA	0,90	0,91
Koninklijke KPN N.V.	0,63	0,62
BT GROUP PLC	0,73	0,73
Telecom Italia SpA	0,66	0,66
Orange S.A.	0,68	0,68
VODAFONE GROUP PUBLIC LIMITED COMPANY	0,79	0,79
Telefonica S.A.	0,80	0,80
Deutsche Telekom AG	0,70	0,70
<b>Prosjek</b>	<b>0,75</b>	<b>0,75</b>
<b>Medijan</b>	<b>0,73</b>	<b>0,72</b>

Izvor: Thomson Reuters Eikon



**Tablica 6 – Popis operatora nepokretne mreže**

Operator nepokretne mreže	Beta (mjesečne vrijednosti)	Beta (tromjesečne vrijednosti)
GO P.L.C.	0,96	0,96
Hrvatski Telekom d.d.	1,00	0,99
Magyar Telekom Telecommunications Public Limited Company	0,54	0,54
TDC A/S	0,68	0,68
Orange Polska	0,65	0,65
Telekom Austria Aktiengesellschaft	0,84	0,84
HELLENIC TELECOMMUNICATIONS ORGANIZATION S.A.	1,03	1,04
Proximus S.A.	0,75	0,75
Swisscom Ltd.	0,72	0,72
TeliaSonera Aktiebolag	0,81	0,81
TELENOR ASA	0,94	0,95
Koninklijke KPN N.V.	0,65	0,65
BT GROUP PLC	0,76	0,76
Telecom Italia SpA	0,68	0,69
Orange S.A.	0,70	0,70
Telefonica S.A.	0,83	0,83
Deutsche Telekom AG	0,72	0,72
<b>Prosjek</b>	<b>0,78</b>	<b>0,78</b>
<b>Medijan</b>	<b>0,75</b>	<b>0,75</b>

Izvor: Thomson Reuters Eikon

## Privitak 4 - Odgovori na komentare

Zaprimljeni komentari:			
Br.	Autor	Komentar	Odgovor
1.	HT d.d.	<p>Oba HAKOM-ova izračuna WACC-a prije oporezivanja za nepokretnu i pokretnu mrežu od 6,28% i 6,38%, upućuju na WACC nakon oporezivanja od 5,27% i 5,23% što je nerealno i prenisko za očekivati posebice sa stajališta tržišta kapitala odnosno potencijalnog investitora koji želi uložiti svoj novac u dionice na hrvatskom tržištu. Izračunate stope su nerealne iz razloga što WACC nakon oporezivanja predstavlja povrat na uloženi kapital koji očekuje strani investitor u hrvatsko tržište kapitala.</p> <p>Ključne pretpostavke prilikom računanja WACC-a su očekivani budući dugoročni omjer duga i vlasničkog kapitala te očekivani budući dugoročni prosječni trošak duga i vlasničkog kapitala. Nije realno za očekivati da su trenutne niske razine kamatnih stopa dugoročno održive. Kamatne stope i prinosi na državne obveznice su na povijesno niskim razinama stoga nije razumna pretpostavka da će se održati na istim razinama u dugom roku zbog toga što neće biti u mogućnosti pokriti stopu inflacije, odnosno realni prinosi u dužničke instrumente bili bi negativni. Povijesni prosječni 10-godišnji prinos na S&amp;P 500, najpoznatiji svjetski dionički indeks koji je iznimno likvidan i dostupan najširem krugu investitora, iznosi 10,77% što sugerira da u svakom slučaju potencijalni ulagač u vlasnički kapital treba zahtijevati sličan prinos u usporedbi s onim kojeg ostvaruje S&amp;P 500.</p> <p>Nije jasno zašto regulator svrstava RH u rang sa najrazvijenijim ekonomijama Europe vrhunskog kreditnog rejtinga koji se kreće u rasponu od AAA do AA+ poput Austrije, Norveške, Švedske, Finske i Ujedinjenog Kraljevstva, a koje imaju slični ili viši iznos WACC-a od onog koji se ovim Prijedlogom odluke predviđa za RH. Kreditni rating RH je BBB- koja se nalazi 7-8 razina ispod gore navedenih država, te u kalkulaciji prosječnog ponderiranog troška kapitala zahtjeva korekciju od 1,75 – 2,00% kreditnog spread-a zbog veće izloženosti riziku države. Ova činjenica ukazuje da su predloženi iznosi WACC-a preniski za tržište RH, te bi stoga iznos WACC-a trebao biti znatno viši od predloženog. Predloženi izračun WACC-a sugerira određene omjere duga i vlasničkog kapitala koji nisu primjenjivi na HT s obzirom da se</p>	<p>Smanjenje WACC-a prvenstveno je uzrokovano smanjenjem nerizične stope (RF), koja je u odnosu na prethodni izračun smanjena s 4,41% na 2,80%. Smanjenje nerizične stope je bitna promjena na hrvatskom tržištu koja se dogodila između dva izračuna i posljedično uvelike utječe na WACC, budući da je nerizična stopa parametar koji se koristi i kod troška duga i kod troška dioničkog kapitala. Glavni razlog pada nerizične stope je opći pad kamatnih stopa na tržištu u promatranom razdoblju.</p> <p>HAKOM je za izračun nerizične stope koristio metodu prinosa na hrvatske državne obveznice s desetogodišnjim dospeljem. Navedeni pristup je korišten i u odluci iz 2013. Međutim, prilikom izračuna WACC-a u odluci iz 2016. HAKOM nije koristio istu metodologiju iz razloga što je u promatranom razdoblju samo bilo jedno izdanje obveznica RH s desetogodišnjim dospeljem kojim se trgovalo od srpnja do prosinca 2015. Stoga je HAKOM smatrao da ne bi bilo primjereno koristiti prosječni prinos hrvatskih obveznica s desetogodišnjim dospeljem za to izdanje jer je to tek šestomjesečni prosjek. U odluci EK (HR/2016/1856-1857), EK se složila da šestomjesečni prosjek nije primjeren, ali je podsjetila kako je korištenje državnih obveznica najčešći pristup nacionalnih regulatornih tijela pri određivanju nerizične stope. Iako EK ne tvrdi da bi se procjena nerizične stope trebala temeljiti isključivo na prinosima na hrvatske državne obveznice s desetogodišnjim dospeljem (zbog ograničenja u izdavanju koja je HAKOM naveo), navodi kako nije primjeren potpuno zanemariti te informacije. Stoga je HAKOM kombinirao dva pristupa: prinosa na njemačke državne obveznice uvećanog za premiju rizika za RH i prinosa na hrvatske državne obveznice sa desetogodišnjim dospeljem.</p> <p>S obzirom da za razdoblje na koje se odnosi ova odluka za WACC postoje hrvatske državne obveznice s desetogodišnjim dospeljem HAKOM je za izračun nerizične stope koristio podatke o prinosima na hrvatske državne obveznice s desetogodišnjim dospeljem, što je u skladu s Metodologijom. Dodatno, HAKOM je provjerio utjecaj na izračun nerizične stope ukoliko bi se izračun temeljio na</p>

		<p>financira uglavnom vlasničkim kapitalom koji je skuplji od duga te, shodno tome povećava li se udjel vlasničkog kapitala u predloženoj kalkulaciji, konačni izračun WACC-a će biti viši.</p>	<p>petogodišnjim podacima kako bi se provjerio utjecaj uzimanja u obzir dužeg promatranog razdoblja. S obzirom da bi u tom slučaju u izračun dodatno ušli samo podaci o trgovanju od srpnja do prosinca 2015. (prije toga nije bilo trgovanja), utjecaj na nerizičnu stopu nije značajan (umjesto 2,80% iznosi 3,01%). S druge strane, ako promotrimo dostupne podatke o prinosima u 2019., prinosi su niži od prosječnih. Slijedom navedenog, HAKOM je odlučio zadržati pristup prema kojem se WACC računa na temelju trogodišnjih podataka.</p> <p>U odnosu na komentar HT-a u kojem navodi kako nije realno za očekivati da su trenutne niske razine kamatnih stopa dugoročno održive, te kako su kamatne stope i prinosi na državne obveznice na povijesno niskim razinama, HAKOM napominje kako u odluci o visini WACC-a stoji da u slučaju značajnih promjena na tržištu koje bi mogle dovesti do velikog odstupanja od izračunatih vrijednosti jednog ili više parametra koji utječu na konačni iznos WACC-a, HAKOM može, po službenoj dužnosti ili na zahtjev operatora, pokrenuti postupak revizije navedenih vrijednosti te predložiti nove vrijednosti WACC-a za nepokretnu i pokretnu mrežu. Navedeni postupak se može pokrenuti ukoliko je došlo do takvih promjena na tržištu na temelju kojih bi nove vrijednosti WACC-a odstupale za više od 10% u odnosu na vrijednosti iz odluke.</p> <p>U odnosu na komentar HT-a da predloženi izračun WACC-a ne uzima u obzir HT-ov omjer duga i vlasničkog kapitala, HAKOM ističe da se u izračunu pretpostavljaju ulaganja na temelju optimalne strukture duga i vlasničkog kapitala. Stoga se ne pretpostavlja da su ulaganja uglavnom vlasničkim kapitalom.</p> <p>Izveštaj Brattle-a preporuča nacionalnim regulatornim tijelima da samostalno definiraju razinu omjera zaduženosti, imajući na umu dvije stvari, a to je da ciljana razina omjera zaduženosti ne smije biti 10% viša ili niža od prosječne razine omjera zaduženosti peer grupe koja se koristi za procjenu bete, bez ikakvog obrazloženja zašto je regulator odabrao baš takvu razinu omjera zaduženosti, i drugo, da bez obzira na prvu točku, treba postojati maksimalna razina omjera zaduženosti. Naime, Brattle izveštaj je analizirao razine omjera zaduženosti telekomunikacijskih kompanija u EU-u, tijekom trogodišnjeg razdoblja (podaci iz rujna 2015.). Analiza pokazuje da je manje od jedne trećine, ili pet od osamnaest tvrtki, imalo trogodišnji prosječni omjer zaduženosti iznad 50%. Stoga je u izvještaju istaknuto kako ciljana</p>
--	--	---	---

			razina omjera zaduženosti koji definira regulator ne smije prelaziti raspon od 50%-55%.
2.	HT d.d.	<p>Analiza omjera zaduženosti kod popisa usporedivih kompanija koje su navedene u Tablici 1. i Tablici 2. prijedloga odluke upućuje da je HAKOM pri izračunu omjera zaduženosti koristio metodologiju podatka i formulu baziranu na kombinaciji knjigovodstvene vrijednosti duga i tržišne kapitalizacije društva, kako slijedi: (Ukupan kratkoročni + dugoročni dug)/ Ukupna vrijednost tržišne kapitalizacije društva ).</p> <p>U studiji <i>Review of approaches to estimate a reasonable rate of return for investments in telecoms networks in regulatory proceedings and options for EU harmonization</i> provedenoj od strane Brattle Group-a (2016.) za Europsku komisiju na str. 80 pod točkom VI.F. Gearing preporuča se primjena formule u izračunu omjera zaduženosti: Neto dug/Ukupna vrijednost poduzeća)</p> <p>tj. detaljnije razrađeno  (Ukupan kratkoročni + dugoročni dug – Novac i novčani ekvivalenti)/  (Ukupna vrijednost tržišne kapitalizacije društva + Ukupan kratkoročni + dugoročni dug – Novac i novčani ekvivalenti).</p> <p>Stoga, kod izračuna omjera zaduženosti, predlažemo primjenu standardnog izračuna temeljenog na tržišnim principima koji je također prihvaćen i primjenjiv od strane investicijskih banaka i konzultantskih kuća.</p>	<p><b>Ne prihvaća se.</b></p> <p>HAKOM je prilikom izračuna omjera zaduženosti koristio formulu koja se temelji na kombinaciji knjigovodstvene vrijednosti duga i tržišne vrijednosti kapitala. Prema podacima iz 2017.<sup>2</sup> koje je prikupio BEREC, većina nacionalnih regulatornih tijela koristi knjigovodstvenu vrijednost za komponentu duga i tržišnu vrijednost za komponentu kapitala. HAKOM smatra da prilikom izračuna omjera zaduženosti ne treba koristiti neto dug iz razloga što je osnovna ideja korištenja neto duga ta da se novčana sredstva tvrtke uvijek koriste za otplatu duga, što nije točno. U stvarnosti se višak novca ne koristi za otplatu duga, već za vođenje poslovanja tvrtke.</p>
3.	HT d.d.	<p>Grupa usporedivih kompanija u Tablici 1. – Popis operatora pokretne mreže (24 kompanije) i u Tablici 2. – Popis operatora nepokretne mreže (18 kompanija) prijedloga odluke, nije u skladu s načelima metodologije odabira usporedivih kompanija.</p> <p>U obje tablice navedene kompanije predstavljaju većinski dio statističkog uzorka telekomunikacijskih operatora EU, dok bi sukladno metodologiji odabira usporedivih kompanija bilo potrebno razvrstati kompanije koje su usporedive s telekomunikacijskim kompanijama na hrvatskom tržištu.</p> <p>Uvjeti odabira usporedivih kompanija na prethodno opisani način bi trebali biti sljedeći: a) veličina kompanije (ukupni prihod + ukupan broj zaposlenih), b) tržišna kapitalizacija kompanije, c) dionica kompanije mora kotirati na burzi i d) rast kompanije je organski (povezan s osnovnom djelatnošću</p>	<p><b>Ne prihvaća se.</b></p> <p>Izbor Peer grupe u potpunosti je u skladu s metodologijom. Peer grupa izabrana je sukladno sljedećim kriterijima: 1. da je riječ o telekomunikacijskom poduzeću (fiksnom ili mobilnom operatoru), 2. da ima sjedište u EU i 3. da je izlistan na burzi. U peer grupi se nalaze sva poduzeća koja je i HT stavio u svom prijedlogu. Budući da je RH članica EU, HAKOM smatra opravdanim da peer grupu čine operatori drugih članica EU, tim više što je Deutsche Telekom vlasnik HT-a.</p> <p>Dodatno, HAKOM dosljedno primjenjuje Peer grupu kao i u prethodna dva izračuna WACC-a. Promjena metodologije za definiranje Peer grupe dovela bi do neujednačenosti WACC vrijednosti.</p>

<sup>2</sup> [https://bereg.europa.eu/eng/document\\_register/subject\\_matter/bereg/download/1/7316-bereg-report-regulatory-accounting-in-pr\\_1.pdf](https://bereg.europa.eu/eng/document_register/subject_matter/bereg/download/1/7316-bereg-report-regulatory-accounting-in-pr_1.pdf) (page 44)

		telekomunikacijskih operatora), ne putem projekata spajanja i pripajanja (M&A) ili barem do određene granice (ne više od 3 mlrd USD ukupnih M&A transakcija u zadnjih 5 godina) a što je realno primjenjivo na hrvatsko tržište. Sukladno gore navedenim uvjetima, predlaže se smanjiti broj usporedivih kompanija za 50% s već dostavljene liste i za pokretnu (12) i nepokretnu mrežu (9). Primjenom takve grupe usporedivih kompanija smanjiti će se omjer zaduženosti koji u tom slučaju više odražava omjer zaduženosti primjenjiv na HT.	Nadalje, HAKOM ne zna koje izvore je HT koristio za odabir Peer grupe, ali veličina kompanije (ukupni prihod + ukupan broj zaposlenih) uglavnom nije kriterij koji se koristi za odabir Peer grupe <sup>3</sup> .
4.	HT d.d.	U izračun HAKOM-a potrebno je uključiti jedan od specifičnih rizika kompanije –tj. premiju rizika na veličinu (Size risk premium). Naime, valja imati na umu da je HT peta najmanja kompanija po tržišnoj kapitalizaciji u usporedivoj grupi pokretne i na četvrtom mjestu u usporedivoj grupi nepokretne mreže, te da su manje kompanije izložene većem riziku za razliku od većih kompanija. Samim time potrebna je prilagodba u metodologiji izračuna dodavanjem premije rizika na veličinu kako bih ista odražavala rizik manje kompanije. Temeljem Duff & Phelps – 2017 Valuation handbook – Guide to cost of capital, Appendix 3-1 (tablica u nastavku, a i prosjeka tržišne kapitalizacije HT-a u 2017., premija rizika na veličinu iznosi 1,72% (sedmi decil), te smatramo da je istu potrebno primijeniti u izračunu troška dioničkog kapitala (Cost of Equity).	<b>Ne prihvaća se.</b>  BEREC u svojim smjernicama ( <i>IRG/ERG Regulatory Accounting, Principles of Implementation and Best Practice for WACC Calculation</i> , February 2007.) ne preporučuje korištenje premije rizika na veličinu kompanije (size risk premium).  Dodatno, EK je izrazila ozbiljne sumnje vezano uz iznos premije za veličinu kompanije koja je uključena u izračun WACC-a, te je u 2018. tri puta otvorila fazu II u procesu notifikacije. Sva tri slučaja odnosila su se na odluke o WACC-u koje su uključivale premije rizika za veličinu kompanije (size risk premium). EK je istaknula da većina regulatora ne uključuje premiju rizika za veličinu kompanije u izračun WACC-a, te smatra da uobičajeni parametri WACC formule (bazirani na CAPM modelu za procjenu troška kapitala, a što ne uključuje premiju rizika za veličinu kompanije) omogućavaju da se u potpunosti uzme u obzir sistemski rizik kompanije. U svaki taj proces je bio uključen i BEREC dajući svoje mišljenje (Case SI/2018/2050 <sup>4</sup> ; Case SK/2018/2051 <sup>5</sup> i Case HU/2018/2107 <sup>6</sup> ).  Slijedom navedenog, kao i u prethodna dva izračuna, HAKOM ne smatra opravdanim uključiti premiju za veličinu kompanije u izračun WACC-a.

<sup>3</sup> [https://brattlefiles.blob.core.windows.net/files/7177\\_review\\_of\\_approaches\\_to\\_estimate\\_a\\_reasonable\\_rate\\_of\\_return\\_for\\_investments\\_in\\_telecoms\\_networks\\_in\\_regulatory\\_proceedings\\_and\\_options\\_for\\_eu\\_harmonization.pdf](https://brattlefiles.blob.core.windows.net/files/7177_review_of_approaches_to_estimate_a_reasonable_rate_of_return_for_investments_in_telecoms_networks_in_regulatory_proceedings_and_options_for_eu_harmonization.pdf) (page 58)

<sup>4</sup> [BEREC Opinion on Phase II investigation Case SI/2018/2050](#)

<sup>5</sup> [BEREC Opinion on Phase II investigation Case SK/2018/2051](#)

<sup>6</sup> [BEREC Opinion on Phase II investigation \(Article 7\) Case HU/2018/2107](#)

5.	HT d.d.	<p>Ukoliko se grupa usporedivih kompanija korigira sukladno komentarima pod točkom 3. posljedično će se i izračunata prosječna beta za grupu usporedivih kompanija izmijeniti i to za pokretnu mrežu umjesto predloženih 0,74 će iznositi 0,77 dok za nepokretnu mrežu umjesto predloženih 0,77 će iznositi 0,90.</p>	Vidjeti odgovor na komentar pod 3.
6.	HT d.d.	<p>Premija rizika za ulaganje u NGA – predložena stopa niska u odnosu na trenutnu razinu ulaganja u NGA strukturu</p> <p>Novi prijedlog iznosa premije rizika za NGA od strane HAKOM je 2,23% što predstavlja pad od 33% u odnosu na trenutno važeću premiju rizika od 3,33%.</p> <p>Prema Metodologiji izrade troškovnih modela razlog uvođenja premije rizika je poticanje ulaganja u NGA: <i>“HAKOM smatra da bi se mogla omogućiti premija rizika za pristupne mreže nove generacije (NGA) radi davanja daljnjeg poticaja za ulaganje u NGA.”</i></p> <p>Iz predloženog smanjenja vrijednosti premije rizika za NGA moglo bi se zaključiti da je RH postigla zadovoljavajuće razine ulaganja u NGA infrastrukturu, ali uvidom u Posebno izvješće EK točnije u podatke o dostupnost širokopojasnog pristupa internetu od 30Mbps u članicama EU koji pokazuju upravo suprotno, tj. RH je na samom začelju i ispod prosjeka EU.</p> <p>Logičan trend premija rizika za usluge pristupnih mreža nove generacije (NGA) trebao bi biti rast ili zadržavanje na postojećim razinama kako bi se dodatno potaknula i ubrzala ovakva vrsta ulaganja. Tako npr. Italija ima najveći napredak u promatranom periodu uz premiju od 3,2%.</p> <p>Dodatno, prema Metodologiji „U nedostatku jasnog i praktičnog pristupa izračunu premije rizika za NGA, HAKOM smatra da bi trebalo koristiti metodu usporedivih vrijednosti premije rizika.“ premija rizika za NGA se računa kao prosjek premije sljedećih članica EU: Francuska, Danska, Nizozemska, Poljska, Velika Britanija, Španjolska, Italija, Luxemburg i Češka. Smatramo da ova grupa država nije usporediva jer neke od njih imaju 90-95% dostupnost NGA tehnologija.</p>	<p><b>Ne prihvaća se.</b></p> <p>HAKOM je prilikom izračuna premije rizika za ulaganje u NGA koristio <i>benchmark</i> dostupnih vrijednosti EU zemalja koje primjenjuju dodatnu premiju rizika, s obzirom da trenutno nema jedinstvene metodologije koja bi se primjenjivala za izračun NGA premije rizika te da bi kvantificiranje NGA premije rizika koja bi kompenzirala rizik ulaganja u NGA mreže u RH zahtijevalo izradu kompleksnog financijskog modela temeljenog na brojnim pretpostavkama.</p> <p>HAKOM je odlučio koristiti metodu usporedivih vrijednosti koristeći vrijednosti koje primjenjuju sve zemlje članice EU s obzirom da bi bilo vrlo teško izdvojiti zemlje koje bi odgovarale specifičnostima RH. Naime, zemlje koje su definirale premiju rizika se razlikuju po NGA pokrivenosti, FTTP pokrivenosti, korištenju FTTH/FTTB priključaka, korištenju NGA brzina, razini konkurencije i makroekonomskoj situaciji, a što sve može imati utjecaja na definiranje vrijednosti premije rizika. Podaci su prikupljeni unutar radne grupe BEREC-a za Remedies (REM EWG), a koji su podaci za 2019. te će biti objavljeni u <i>Report on Regulatory Accounting in practice 2019</i> (RAP).</p> <p>Nastavno na komentar HT-a u okviru javne rasprave i dodatne provjere, HAKOM je utvrdio da u tablicu za izračun <i>benchmark</i> vrijednosti treba dodati i NGA premiju za Sloveniju u iznosu 2,5%. Međutim, utvrđeno je i kako Španjolska zapravo ne primjenjuje dodatnu premiju rizika u praksi, s obzirom da cijene u Španjolskoj više nisu troškovno usmjerene, već trebaju zadovoljiti test ekonomske replikacije (test istiskivanja marže. Stoga je Španjolska isključena iz benchmarka. Prosjek tako promatranih zemalja iznosi 1,97%. Podaci o visini NGA premije u Češkoj (3,3%) i UK (1%) koje navodi HT su podaci s Cullen-a<sup>7</sup>, a koji nisu ažurirani u skladu s odlukama regulatora<sup>8</sup> iz kojih je vidljivo da NGA premija u Češkoj iznosi 1,14%, a u UK 0,9%.</p>

<sup>7</sup> <https://www.cullen-international.com/product/documents/CTTEEU20190088>

<p>pa država koja ulazi u izračun prosjeka premije rizika pina država koje imaju dostupnost NGA tehnologija ve kao npr. Nizozemska ili Velika Britanija koje imaju ost širokopojasnog pristupa internetu putem NGA aže sljedeće usporedive države: Slovenija 2,5%, 3,2% i Češka 3,3%. Uvažavajući navedene države, u NGA bi iznosila 3,46%.</p>	<p>HAKOM se slaže s HT-om kako premija rizika predstavlja jedan od poticaja ulaganja u NGA mreže, radi čega je odlučio i dalje primjenjivati dodatnu premiju rizika.</p> <p>Iako je dobivena vrijednost za dodatnu premiju rizika niža u odnosu na prethodno određenu vrijednost, HAKOM smatra da je s obzirom na kretanja na tržištu za naredno razdoblje opravdano primijeniti nižu vrijednost dodatne premije rizika. Naime, dodatna premija rizika treba odražavati i rizike povezane s potražnjom, odnosno vezane uz korištenje usluga širokopojasnog pristupa NGA brzina (brzine veće od 30 Mbit/s). U posljednje tri godine vidljiv je značajan porast korištenja NGA brzina u RH (slika 3.). Nadalje, niža premija rizika od dosadašnje je opravdana uzevši u obzir da su i drugi operatori spremni ulagati u svjetlovodne pristupne mreže, a što je vidljivo iz znatnog povećanja objava namjera postavljanja svjetlovodnih distribucijskih mreža alternativnih operatora u posljednje dvije godine (slika 4.).</p> <p>Stoga, HAKOM smatra opravdanim koristiti prethodno spomenuti <i>benchmark</i> te za buduće razdoblje iznos dodatne premije rizika odrediti na razini 1,97%.</p>
<p>odajnih usluga koje će biti ažurirane po usvajanju C-a treba uskladiti s primjenom cijena koje će biti lice ažuriranja BU troškovnih modela od strane koji nekoliko razloga koji proizlaze iz parametara koje del koristi u izračunu veleprodajnih cijena. WACC je tara koji se koristi u formuli za određivanje CAPEX bitno ažurirati dodatne elemente koji su direktno rice trend za svaku vrstu imovine te 2. broj aktivnih ku tehnologiju u modelu.</p> <p>model kojim su izračunate cijene veleprodajnih načelo zbog kojih smatra da je bitno primijeniti</p>	<p><b>Ne prihvaća se.</b></p> <p>HAKOM se slaže s HT-om kako je WACC samo jedan od parametara koji se koristi u formuli za određivanje CAPEX troškova. Međutim, s obzirom da će projekt izrade novih troškovnih modela započeti u rujnu 2019., veleprodajne cijene na temelju novog troškovnog modela neće biti u primjeni prije kraja 2020. Naime, radi značajnih promjena u mreži potrebna je opsežnija izmjena troškovnog modela.</p> <p>S obzirom na utjecaj novog WACC-a na veleprodajne cijene (smanjenje 13-20%) i činjenicu da je postojećom odlukom HAKOM-a trenutni WACC na snazi do 1. siječnja 2020., HAKOM smatra da je opravdano, s ciljem razvoja djelotvornog tržišnog natjecanja, novi WACC primijeniti bez odgode, odnosno od 1. siječnja 2020.</p>



		<p>novi model i nove parametre u njemu, a to su: cijena ULL-a za koju nisu definirana i NBSA područja, te greške u OPEX modelu zbog kojih model ne uzima u obzir ukupan OPEX. S obzirom da se prethodnim ažuriranjem greške nisu uspjele otkloniti, smatramo da je jedino ispravno definirati novi troškovni model i kroz novi model ažurirati parametre i veleprodajne cijene uključujući i novi WACC.</p>	
8.	A1 Hrvatska d.o.o.	<p>A1 nema primjedbi na metodologiju izračuna WACC-a koju je HAKOM primijenio, kao ni na konačne iznose WACC-a za usluge u javnoj nepokretnoj i pokretnoj komunikacijskoj mreži koje je HAKOM izračunao primjenjujući navedenu metodologiju.</p>	<p>S obzirom da u ovom dijelu A1 podržava HAKOM, HAKOM nije komentirao navedeno.</p>
9.	A1 Hrvatska d.o.o.	<p>A1 predlaže HAKOM-u da po donošenju konačne odluke u ovom postupku, u najkraćem mogućem roku donese i odluke o novim iznosima cijena veleprodajnih usluga HT-a koje bi HT trebao ugraditi u svoje standardne ponude i početi primjenjivati najkasnije od 1. siječnja 2020. u skladu s novim iznosima WACC-a i dodatne premije rizika. Što ranije određivanje novih iznosa veleprodajnih cijena omogućit će operatorima korisnicima pravovremeno planiranje korištenja veleprodajnih usluga HT-a i pripadajućih troškova za 2020. te će omogućiti i HT-u da na vrijeme prilagodi svoje sustave za nove veleprodajne cijene.</p>	<p><b>Djelomično se prihvaća.</b></p> <p>Nastavno na komentar A1, HAKOM je dopunio obrazloženje odluke na način da je pojašnjeno da je cijene reguliranih veleprodajnih usluga potrebno uskladiti s novim vrijednostima WACC-a od 1. siječnja 2020. HAKOM će u roku 20 dana od dana donošenja odluke u ovom postupku poslati obavijest operatorima o novim cijenama.</p>