



PRIJEDLOG ZA NOTIFIKACIJU

KLASA: UP/I-344-01/23-05/02

URBROJ: 376-05-1-23-3

Zagreb, 13. listopada 2023.

Na temelju članka 107. stavka 1. i stavka 3. Zakona o elektroničkim komunikacijama (NN br. 76/22), radi provođenja regulatorne obveze nadzora cijena i vođenja troškovnog računovodstva za usluge u javnoj komunikacijskoj mreži, Vijeće Hrvatske regulatorne agencije za mrežne djelatnosti je na sjednici održanoj 13. listopada 2023. donijelo

ODLUKU

- I. Određuje se stopa povrata uloženog kapitala u iznosu od 4,82% u svrhu provođenja regulatorne obveze nadzora cijena i vođenja troškovnog računovodstva za usluge u javnoj komunikacijskoj mreži.
- II. Stopa povrata uloženog kapitala iz točke I. izreke ove odluke uvećava se za dodatnu premiju rizika u iznosu od 1,59% za ulaganja u nove mreže koje se temelje na svjetlovodnoj tehnologiji (FTTH/FTTB/FTTDP pristupne mreže).
- III. Stope povrata uloženog kapitala iz točaka I. i II. izreke ove odluke primjenjuju se u postupcima donošenja svih relevantnih odluka u koje je potrebno implementirati WACC, na način da će se ažurirani WACC koristiti u svim novim ili izmijenjenim odlukama o cijenama reguliranih veleprodajnih usluga. Trgovačko društvo Hrvatski Telekom d.d. je obvezno u regulatornim financijskim izvještajima primjenjivati stopu povrata uloženog kapitala iz točke I. i II. izreke ove odluke.

Obrazloženje

Hrvatska regulatorna agencija za mrežne djelatnosti (dalje: HAKOM) je odlukom od 22. studenog 2022. (KLASA: UP/I-344-01/22-05/05, URBROJ: 376-05-1-22-16) odredila vrijednost stope povrata uloženog kapitala (dalje: WACC-a) za usluge u javnoj komunikacijskoj mreži u iznosu od 4,71%. Istom odlukom, HAKOM je odredio da se WACC za nepokretnu mrežu uvećava za dodatnu premiju rizika u iznosu od 1,55% za usluge na temelju FTTH/FTTB/FTTDP koncepta. Stope povrata uloženog kapitala iz točaka I. i II. izreke ove odluke primjenjuju se od 1. siječnja 2023. do primjene novog ažuriranog WACC-a, s time da će se ažuriranje WACC-a provoditi jednom godišnje.

Vrijednosti WACC-a primjenjuju se u izračunu troškovno usmjerenih cijena usluga operatora koji su proglašeni operatorima sa značajnom tržišnom snagom na mjerodavnim tržištima i kojima je određena regulatorna obveza nadzora cijena, kao i u drugim slučajevima kada su operatori obvezni primjenjivati načelo troškovne usmjerenosti cijena na temelju odredaba Zakona o elektroničkim komunikacijama (dalje: ZEK) i/ili odluke HAKOM-a.

Izračun WACC-a

WACC se primjenjuje 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.

Europska komisija (dalje: EK) je uočila znatne razlike u metodologiji procjene vrijednosti parametara za izračun WACC-a za usluge koje se pružaju putem elektroničkih komunikacijskih mreža te je primijećen nedostatak dosljednosti primjene metodologije. Iz tih razloga EK je smatrala da bi takve metodološke nedosljednosti mogle narušiti poticaje za ulaganja na jedinstvenom digitalnom tržištu i ugroziti razvoj unutarnjeg tržišta sprečavanjem stvaranja konvergentnih uvjeta za ulaganja u elektroničke komunikacijske mreže¹.

Radi toga je EK u studenom 2019. donijela Obavijest o izračunu troška kapitala za postojeću infrastrukturu u kontekstu preispitivanja nacionalnih obavijesti u sektoru elektroničkih komunikacija EU-a² (dalje: Obavijest).

EK detaljno opisuje metodologiju za izračun vrijednosti parametara za WACC u odjeljcima 2. do 6. Obavijesti. U odjeljku 3. opisane su specifikacije o zajedničkim pretpostavkama izračuna WACC parametara, dok je u odjeljku 7. navedeno kako je Tijelo europskih regulatora za elektroničke komunikacije (dalje: BEREC) odgovorno za godišnji izračun parametara i njihovu objavu. HAKOM je u ovoj Odluci koristio metodologiju opisanu u Obavijesti, te stoga u ovom dokumentu neće biti detaljnije opisane pretpostavke koje je već usvojila EK.

BEREC u godišnjem izračunu procjenjuje

- i. parametre koji odražavaju opće gospodarske uvjete i
- ii. parametre specifične za društva za skupinu istovrsnih društava.

Kad je riječ o parametrima koji odražavaju opće gospodarske uvjete BEREC procjenjuje nerizičnu kamatnu stopu za svaku državu članicu te jedinstvenu premiju rizika vlasničkog kapitala na razini EU-a. U pogledu parametara specifičnih za društva BEREC je u svom izvješću pripremio popis društava koja se mogu uvrstiti u skupinu istovrsnih društava te procijenio beta koeficijente vlasničkog kapitala, stupanj zaduženosti, premiju duga i trošak duga za svako društvo s popisa.

Obavijest predviđa da se BEREC izvješće, a time i parametri sadržani u njemu, ažuriraju svake godine.

HAKOM je po službenoj dužnosti pokrenuo postupak kako bi ažurirao vrijednosti WACC-a za buduće razdoblje. Za izračun budućih vrijednosti WACC-a HAKOM je koristio podatke iz BEREC-ovog izvješća za WACC (BoR (23)90)³ (dalje u tekstu: Izvješće o parametrima WACC 2023.) objavljenog 08. lipnja 2023.

¹ U skladu s ciljevima iz članka 8. stavka 2. točke (b) i članka 8. stavka (2) točke (c) Okvirne direktive

² Obavijest Komisije o izračunu troška kapitala za postojeću infrastrukturu

³ [BEREC wacc parameters report 2023](#)

WACC se računa po donjoj formuli:

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

U nastavku odluke slijede pojašnjenja te korišteni iznosi svih parametara izračuna WACC-a prema gore navedenoj formuli.

a) *Trošak duga C_D*

Trošak duga (*eng. Cost of Debt*) može se mjeriti izravno kao kamata koju društvo plaća za svoja dugovanja ili neizravno kao premija na nerizičnu kamatnu stopu. Premija duga može se procijeniti kao razlika između domaće nerizične kamatne stope i prinosa dugoročnih korporativnih obveznica (što je moguće bliže 10 godišnjem roku dospijeca koji se primjenjuje za nerizičnu kamatnu stopu).

Trošak duga se izračunao kao zbroj nerizične kamatne stope (r_f) i premije duga (DP).

Nerizična stopa r_f

Dosadašnja praksa većine nacionalnih regulatornih tijela bila je izračunavanje nerizične stope korištenjem prinosa na 10-godišnje domaće državne obveznice.

HAKOM je za izračun nerizične stope koristio metodu prinosa na hrvatske državne obveznice sa desetogodišnjim dospelom. Dakle, nerizična stopa korištena na temelju prosjeka mjesečnih prinosa promatranih tijekom posljednjih 5 godina (od travnja 2018. do ožujka 2023.) za hrvatske državne obveznice s preostalim dospelom od 10 godina iznosi 1,56%.

Vrijednost koja je korištena u izračunu iznosi **1,56%**.

Premija duga (DP)

Premija duga (*eng. Debt Premium*) je dodatni povrat koji zajmodavci ili investitori zahtijevaju za tvrtku iznad nerizične stope. Razina premije duga u velikoj mjeri ovisi o uočenom kreditnom riziku i kreditnom rejtingu. Premija duga može se procijeniti korištenjem prinosa na korporativne obveznice iznad kamatne stope na dugoročne državne obveznice. Premija duga izračunava se na sljedeći način:

$$\text{Premija duga } (DP) = \text{trošak duga } (C_D) - \text{stopa bez rizika } (R_f)$$

Za izračun premije duga BERIC procjenjuje, u skladu s ustaljenom praksom, prinos na dugoročne korporativne obveznice iznad nerizične stope. Izvor podataka korišten za izračun premije duga je *Bloomberg*, koji se uvelike koristi u financijskom i korporativnom sektoru.

Prema Obavijesti, specifični rizik kompanije (premija duga) izračunat je kao razlika između prinosa na 10-godišnje obveznice svake od usporedivih tvrtki i prinosa na 10-godišnje državne obveznice zemlje u kojoj je sjedište tvrtke. Nakon toga je izračunata aritmetička sredina vrijednosti ove razlike za svaku tvrtku. Popis usporedivih operatora nalazi se u Pravitku 1 ove odluke.

Premija duga koja će se koristiti u izračunu je 148 baznih bodova, odnosno **1,48%**.

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 iznosu od **3,04%**.

b) Trošak dioničkog kapitala (C_E)

Za izračun troška dioničkog kapitala (*eng. Cost of Equity*), HAKOM je sukladno Obavijesti 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 jednostavnu provedbu. 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 **1,56%**.

Beta koeficijent (β_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.

Beta se procjenjuje korištenjem regresijske analize, odnosno procjene korelacije između prinosa dionica tvrtke i prinosa tržišnog indeksa. BEREC je procijenio beta imovinu i odgovarajuću razinu zaduženosti 15 tvrtki u grupi. Beta vlasnički kapital, zaduženost i beta imovina procjenjuju se iz sirovih podataka o cijenama dionica dobivenih na tjednoj bazi za svaku kompaniju iz skupine usporedivih društava i odgovarajućeg burzovnog indeksa europskih dionica (STOXX). Sirovi podaci dobiveni su iz *Bloomberg* baze podataka.

Vrijednost beta koeficijenta i zaduženosti pojedine tvrtke u grupi izračunava se kao prosjek petogodišnjeg razdoblja (od 1. travnja 2018. do 1. travnja 2023.) na temelju tjednih vrijednosti. Zaduzenost je procijenjena na temelju knjigovodstvene vrijednosti neto duga poduzeća, uključujući vrijednost financijskih najмова. Nezaduzena (aktivna) beta, koja omogućuje nultu korporativnu zaduzenost, i zaduzena (vlasnička) beta, koja uzima u obzir korporativnu zaduzenost, preračunate su prema formuli:

$$\beta_a = (E/D+E) \cdot \beta_E + (D/D+E) \cdot \beta_d$$

gdje je:

β_a – beta imovine

β_d – beta duga

β_e – beta kapitala

D – dug poduzeća

E – vlasnički kapital

HAKOM je pri izračunu vrijednosti bete bez i sa zaduzenošću te stupnja zaduzenosti uzeo u obzir prosjeke svih 15 društava u *peer* grupi, pri čemu je izračunata beta bez zaduzenja (*equity beta*) 0,38, beta sa zaduzenošću (*asset beta*) 0,64, a stopa zaduzenosti 45,37%. Srednja vrijednost koeficijenta beta duga od 0,1 definirana je u Obavijesti.

Na temelju ovih prosječnih vrijednosti, vrijednost beta koeficijenta od **0,61** određena je prema gornjoj formuli i korištena je u kalkulaciji izračuna vrijednosti WACC-a.

Premija tržišnog rizika (ERP)

Premija tržišnog rizika (*eng. Equity risk premium*) predstavlja dodatni povrat iznad nerizične stope koju ulagači traže kao naknadu za rizik kojem se izlažu ulažući na tržištu kapitala. Poput nerizične stope povrata, premija rizika kapitala (dalje: ERP) je parametar koji odražava opću gospodarsku situaciju. ERP je očekivani povrat na kapital (dionice), koja je viša od nerizične stope prinosa (prinos na državne obveznice) i sadrži očekivanu dodatnu premiju za posjedovanje dionica. Premija rizika kapitala namijenjena je pokrivanju dodatnih rizika kojima su ulagači izloženi prilikom ulaganja u kapital.

EK smatra prikladnim izračunati jedinstvenu ERP vrijednost za cijelu EU koristeći povijesne serije tržišnih premija u državama članicama EU. Prema EK, procjena jedinstvene vrijednosti ERP u cijeloj EU u skladu je s empirijskim dokazima da su financijska tržišta EU-a sve više integrirana i stoga imaju konvergentne ERP-ove.

Za izračun jedinstvenog ERP-a, BEREC je koristio podatke Morningstar 2022 (dalje: DMS), koji sadrži podatke o globalnim povratima DMS-a za razdoblje od 1900. do 2022. za 13 zemalja država članica EU. Za ostalih 14 država članica EU koje nisu uključene u skup podataka Morningstara (Bugarska, Hrvatska, Cipar, Češka, Estonija, Mađarska, Latvija, Litva, Luksemburg, Malta, Poljska, Rumunjska, Slovačka i Slovenija) BEREC je koristio podatke Bloomberga, i izračunao je vrijednosti prema metodi koju koristi CFA Institut. Cjelokupni proces izračuna konačne vrijednosti premije rizika kapitala detaljnije je opisan u Izvješće o parametrima WACC 2023.⁴ (str. 40- 64).

U izračunu je HAKOM koristio premiju tržišnog rizika u iznosu od **5,92%**.

Na temelju izračunatih vrijednosti za nerizičnu stopu za ulaganja, premije tržišnog rizika i Beta koeficijenta, koristeći ranije spomenuti CAPM model, HAKOM je izračunao **trošak dioničkog kapitala (C_E)** u iznosu od **5,16%**.

c) Stopa poreza na dobit (t)

Sukladno Metodologiji, HAKOM je pri izračunu WACC-a koristio zakonsku poreznu stopu u Republici Hrvatskoj u iznosu od 18%.

d) Omjer zaduženosti (G)

Omjer zaduženosti (*eng. Gearing*) 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.

⁴ [BEREC wacc parameters report 2023](#)

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. Prema Metodologiji definiranoj u Obavijesti, omjer zaduženosti se izračunava na temelju podataka o prosječnoj strukturi kapitala grupe usporedivih društava odabranih za razdoblje od 5 godina.

U tu svrhu BEREC je izračunao prosječne tjedne vrijednosti dugoročnog duga i tržišne kapitalizacije za razdoblje od 1. travnja 2018. do 1. travnja 2023. na temelju *Bloombergovih* podataka. Nakon toga je izračunata vrijednost aritmetičke sredine za svaku tvrtku.

Popis operatora korištenih u izračunu omjera zaduženosti nalazi se u Prilozku 2 ove odluke. Vrijednost omjera zaduženosti korištena u izračunu WACC-a je **45,37%**.

Na temelju svih prethodno opisanih parametra, te koristeći ranije spomenutu formulu za izračun WACC-a, HAKOM je odredio konačnu vrijednost WACC-a u iznosu od **4,82%**.

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

Izračun WACC-a prikazan je u tablici niže.

Trošak duga = $R_F + DP$	
Nerizična stopa (R_F)	1,56%
Premija na specifični rizik kompanije (DP)	1,48%
Trošak duga (C_D)	3,04%
Trošak dioničkog kapitala = $R_F + \beta \cdot ERP$	
Nerizična stopa (R_F)	1,56%
Beta (β)	0,61
Premija rizika (ERP)	5,92%
Trošak dioničkog kapitala (C_E)	5,16%
Ostali parametri	
Stopa poreza (t)	18%
Omjer zaduženosti (G)	45,37%
WACC	
Nominalni WACC prije oporezivanja	4,82%

Ad II. - Dodatna premija rizika

Prema preporuci Europske komisije od 20. rujna 2010. o reguliranom pristupu mrežama sljedeće generacije (eng. *Next Generation Access*)⁵: "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*)/FTTDP (eng. *Fiber to the Distribution Point*) pristupa, radi davanja daljnjeg poticaja za ulaganje u navedene pristupne mreže. Dosadašnja premija rizika bila je definirana u iznosu od 1,55%. Navedena uvećana premija rizika ne primjenjuje se na postojeću imovinu koja s razvojem pristupnih

⁵ [Commission recommendation on regulated access to Next Generation Access Networks \(NGA\)](#)

mreža nove generacije neće biti zamijenjena novom imovinom, kao što je, na primjer, postojeća kabelaška kanalizacija, dok se uvećana premija rizika primjenjuje u slučaju izgradnje nove kabelaške kanalizacije.

HAKOM je i u ovoj odluci, kao i u prethodnim odlukama o WACC-u, dodatnu premiju rizika odredio korištenjem metode usporedivih vrijednosti (*benchmark*) na temelju dostupnih podataka u drugim zemljama članicama EU, koristeći vrijednosti koje je prikupio iz baze podataka Cullen International⁶ i temeljem IRG upitnika. Dodatnu premiju rizika za VHCN mrežu koristi 7 europskih država. Popis država koje koriste dodatnu premiju rizika za VHCN mrežu nalazi se u Pravitku 5 ove odluke.

Slijedom navedenog, HAKOM je odredio da dodatna premija rizika za usluge putem FTTH/FTTB/FTTDP pristupne mreže za naredno razdoblje iznosi **1,59%**.

Ad III. - Primjena WACC-a

Vezano uz učestalost preispitivanja WACC-a, a u skladu s Obavijesti EK, HAKOM smatra da je primjereno ažurirati vrijednosti WACC-a najmanje jedanput godišnje kako bi se uzeli u obzir najnoviji gospodarski uvjeti čime bi se osigurala stabilnost cijena i regulatorna predvidivost.

HAKOM će provoditi ažuriranje WACC-a godišnje, a isti će se primijeniti u postupku donošenja svih relevantnih odluka u koje je potrebno implementirati WACC, na način da će se ažurirani WACC koristiti u svim novim ili izmijenjenim odlukama o cijenama.

HAKOM je u točki III. izreke odlučio da će se navedene vrijednosti WACC-a iz točaka I. i II. izreke, primjenjivati u regulatornim financijskim izvještajima HT-a počevši od godišnjih financijskih izvještaja za 2023. godinu

PREDSJEDNIK VIJEĆA

Tonko Obuljen

⁶ <https://www.cullen-international.com>

Privitak 1 - Popis usporedivih kompanija korištenih u izračunu parametara
(premija duga, trošak duga, nerizična kamatna stopa)

Kompanija	Država	Premija duga (basis point)	Nerizična kamatna stopa (RFR)	Trošak duga
Deutsche Telekom AG	DE	128	0,17	1,45
DIGI Communications N.V.	RO	305	4,98	8,03
Elisa Oyj	FI	84	0,53	1,37
Koninklijke KPN N.V.	NL	119	0,33	1,53
NOS	PT		1,16	
Orange S.A.	FR	86	0,59	1,46
Proximus S.A.	BE	91	0,62	1,53
Tele2 AB	SE	148	0,56	2,04
Telecom Italia	IT	185	2,05	3,91
Telefónica	SA	52	1,09	1,62
Telecom Austria AG	AT		0,54	
Telenet Group Holding N.V.	BE	329	0,62	3,91
Telenor	NO	111	1,73	2,84
Telia Company AB	SE	142	0,56	1,99
Vodafone Group plc	UK	140	1,25	2,64
Weighted Average		120		

Privitak 2 - Popis usporedivih kompanija korištenih u izračunu parametara
(Beta koeficijenta i omjera zaduženosti)

Kompanija	Equity Beta (beta sa zaduženjem)	Asset beta (beta bez zaduženja)	Omjer zaduženosti
Deutsche Telekom AG	0,72	0,38	56,15%
DIGI Communications N.V.	0,50	0,22	70,90%
Elisa Oyj	0,42	0,38	13,04%
Koninklijke KPN N.V.	0,57	0,39	38,18%
NOS	0,67	0,45	38,02%
Orange S.A.	0,62	0,34	54,09%
Proximus S.A.	0,55	0,41	31,96%
Tele2 AB	0,54	0,43	23,85%
Telecom Italia	1,07	0,35	75,02%
Telefónica	0,95	0,44	60,70%
Telecom Austria AG	0,65	0,47	33,27%
Telenet Group Holding N.V.	0,65	0,34	57,41%
Telenor	0,31	0,24	34,58%
Telia Company AB	0,57	0,39	37,70%
Vodafone Group plc	0,85	0,44	55,62%
Weighted Average	0,64	0,38	45,36%

Privitak 3 - Ekonomski čimbenici zemlje i nerizične stope

Država	Kreditni rejting	Aritmetička sredina
Austrija	AA1	0,54
Belgija	AA3	0,62
Bugarska	BAA1	0,76
Hrvatska	BAA2	1,56
Cipar	BA1	1,61
Češka	AA3	2,32
Danska	AAA	0,36
Estonija	A1	0,93
Finska	AA1	0,53
Francuska	AA2	0,59
Njemačka	AAA	0,17
Grčka	BA3	2,49
Mađarska	BAA2	3,97
Irska	AA3	0,70
Italija	BAA3	2,05
Latvija	A3	0,84
Litva	A2	0,45
Luksemburg	AAA	0,39
Malta	A2	1,20
Nizozemska	AAA	0,33
Poljska	A2	3,15
Portugal	BAA2	1,16
Rumunjska	BAA3	4,98
Slovačka	A2	0,75
Slovenija	A3	0,77
Španjolska	BAA1	1,09
Švedska	AAA	0,56
Island	A2	3,76
Norveška	AAA	1,73

Privitak 4 - Premija rizika po državama (ERP)

Država	Geometrijska sredina %	Aritmetička sredina %
Austrija	5.06%	25.43%
Belgija	2.55%	4.66%
Bugarska	11.65%	12.23%
Hrvatska	6.60%	7.64%
Cipar	30.30%	31.44%
Češka	5.67%	6.08%
Danska	3.80%	5.53%
Estonija	14.92%	15.80%
Finska	5.66%	9.20%
Francuska	3.42%	5.72%
Njemačka	5.06%	8.31%
Grčka ⁷	-6.16%	0.26%
Mađarska	4.41%	5.22%
Irska	2.90%	4.88%
Italija	3.18%	6.50%
Latvija	9.63%	10.52%
Litva	6.90%	7.47%
Luksemburg	3.39%	3.40%
Malta ⁸		
Nizozemska	3.59%	5.85%
Poljska	3.39%	4.13%
Portugal	5.45%	9.53%
Rumunjska	8.77%	9.40%
Slovačka	3.68%	4.25%
Slovenija	5.56%	6.13%
Spain	1.77%	3.76%
Švedska	3.40%	5.61%
EU-ERP	4.56%	5.92%
Norveška	2.81%	5.62%
Island	0.03%	0.69%
EU/EEA-ERP	4.56%	5.90%

⁷ Prisutnost negativne premije povezana je s činjenicom da je za vremensku seriju (od 1993.) tržište grčkih obveznica pružalo veće prinose od odgovarajućeg tržišta dionica, zbog financijske krize državnih obveznica.

⁸ Nedostupni podaci

Privitak 5 – Popis zemalja koje koriste dodatnu premiju rizika za VHCN mrežu

Država	Premija za VHCN mrežu
Belgija	1,59%
Češka	0,97%
Italija	1,92%
Danska	2,00%
Finska	1,10%
Poljska	1,84%
Slovenija	1,50%
Median	1,59%

Privitak 6 - Odgovori na komentare

Zaprimljeni komentari:			
Br.	Autor	Komentar	Odgovor
1.	HT d.d.	<p>HT smatra kako je predložena nerizična stopa niska u odnosu na trend značajnog rasta vidljiv od travnja 2022. Dosadašnja praksa većine nacionalnih regulatornih tijela bila je izračunavanje nerizične stope korištenjem prinosa na 10-godišnje domaće državne obveznice a u skladu s propisanom metodologijom izračuna. Kako i sam HAKOM navodi u Prijedlogu odluke: „<i>HAKOM je za izračun nerizične stope koristio metodu prinosa na hrvatske državne obveznice sa desetogodišnjim dospijećem. Dakle, nerizična stopa korištena na temelju prosjeka mjesečnih prinosa promatranih tijekom posljednjih 5 godina (od travnja 2018. do ožujka 2023.) za hrvatske državne obveznice s preostalim dospijećem od 10 godina iznosi 1,56%</i>“. Vrijednost koja je korištena u izračunu WACC-a iznosi 1,56%. Međutim, nesporna je činjenica da su u travnju 2022. godine prinosi na državne obveznice koji su do tada bili na povijesno niskim razinama rasli značajno, a što je vidljivo upravo iz podataka koji su korišteni iz BEREC izvještaja kod izračuna nerizične stope a na temelju kretanja prinosa na 10-godišnje domaće državne obveznice za period od travnja 2018. do ožujka 2023. Upravo iz ovog razloga neke zemlje (kao što su Italija i Španjolska) modificirale su izračun nerizične stope upravo s ciljem da se navedeni porast prinosa na državne obveznice odrazi u samom izračunu WACC-a kako bi se trendovi visoke inflacije i nepovoljnih gospodarskih uvjeta uključili u stopu povrata na uloženi kapital. Isti princip prati i Francuska gdje je trenutno na javnoj raspravi prijedlog odluke o novom WACC-u iz kojeg se vidi da Francuska u dijelu izračuna nerizične stope prati primjer Italije i Španjolske. Osim Francuske, i njemački regulator u sklopu odluke o cijenama kolokacija koristi WACC koji je definiran u skladu s primjerima iz Italije i Španjolske.</p> <p>Prilagodba nerizične stope novim uvjetima posebno je bitna na hrvatskom tržištu, imajući u vidu činjenicu da trenutno važeća stopa WACC-a koja je u primjeni od 1. siječnja 2023. godine nije uzimala u obzir efekt inflacije i stoga je, suprotno kretanjima svih ostalih cijena na telekom tržištu i u gospodarstvu općenito, dovela do spuštanja veleprodajnih cijena HT-a u trenutku rekordne inflacije prisutne u Hrvatskoj i u trenutku kada su gotovo svi operatori na telekom tržištu naknadno krenuli u proces usklađivanja s</p>	<p>Ne prihvaća se.</p> <p>Europska komisija je uočila znatne razlike u metodologiji procjene vrijednosti parametara za izračun WACC-a za usluge koje se pružaju putem elektroničkih komunikacijskih mreža te je primijećen nedostatak dosljednosti primjene metodologije. Iz tih razloga je EK u studenom 2019. donijela Obavijest o izračunu troška kapitala za postojeću infrastrukturu u kontekstu preispitivanja nacionalnih obavijesti u sektoru elektroničkih komunikacija EU-a (dalje: Obavijest).</p> <p>U Obavijesti EK detaljno opisuje metodologiju za izračun WACC-a, prema kojoj BEREC procjenjuje vrijednosti parametara i objavljuje ih na godišnjoj razini, a nacionalna regulatorna tijela primjenjuju kod izračuna WACC-a. Stoga je HAKOM, kao i prošli put, za izračun budućih vrijednosti WACC-a koristio podatke iz BEREC-ovog izvješća o parametrima za WACC za 2023.</p> <p>Budući da EK nije donijela odluku niti preporuku o korištenju parametara izračunatih na drugačiji način u odnosu na definicije iz Obavijesti, te temeljem toga ni BEREC nije u svom izvješću koristio neki drugačiji pristup za izračun vrijednosti parametara, HAKOM smatra da nije opravdano koristiti drugačiji izračun za parametre u izračunu vrijednosti WACC-a.</p> <p>Vezano uz navod kako „<i>je nesporna činjenica da su u travnju 2022. godine prinosi na državne obveznice koji su do tada bili na povijesno niskim razinama rasli značajno</i>“ HAKOM napominje kako će se ti podaci uzeti u obzir, a prema Obavijesti, u sljedećem godišnjem izračunu vrijednosti WACC-a.</p>

inflacijom svojih maloprodajnih cijena. Potrebu da iznos WACC-a ispravno reflektira trenutno stanje na tržištu u radnoj verziji Gigabitne preporuke koja je objavljena 23. veljače 2023. prepoznala je i Europska komisija. Naime Europska komisija u točki 60 predmetne preporuke navodi kako u slučaju kada WACC u nedovoljnoj mjeri uzima u obzir trenutke ekonomske okolnosti, a kao primjer se upravo navodi visoka inflacija, treba razmotriti potrebu da se odredi WACC koji će uzeti u obzir relevantne makroekonomske parametre. Kako bi se osiguralo da stopa povrata na uloženi kapital odgovara stvarnoj ekonomskoj situaciji te kako bi HAKOM pratio trend na razini Europske unije koji ide u smjeru modifikacije propisane metodologije izračuna WACC-a radi prilagodbe promijenjenim okolnostima, HT ovim putem predlaže da se, po uzoru na Italiju i Španjolsku, uz primjenu navedenog izvora (Eurostat) iz spomenutog BEREC izvještaja nerizična stopa računa kao ponderirani prosjek mjesečnih prinosa promatranih tijekom posljednjih 5 godina (od travnja 2018. do ožujka 2023.) za hrvatske državne obveznice s preostalim dospijecem od 10 godina u iznosu od 1,56% i prosjeka 5 mjeseci u razdoblju od travnja 2023. do kolovoza 2023. u iznosu od 3,77% rezultirajući s iznosom nerizične stope od 2,66%.

U trenutku podnošenja ovih komentara dostupni su navedeni podaci s krajem kolovoza ali predlažemo HAKOM-u da se navedeni parametar ažurira uzimajući u obzir i podatak za rujna što će predstavljati prosjek od 6 mjeseci za razdoblje od travnja 2023. do rujna 2023.

Primjenjujući navedeni iznos za nerizičnu stopu u formuli za izračun WACC-a, prosječni ponderirani trošak kapitala bi iznosio 6,06%. Izračun WACC-a prikazan je u tablici niže.

		<table border="1"> <tr> <td colspan="2">Trošak duga = RF + DP</td> </tr> <tr> <td>Nerizična stopa (RF)</td> <td>2,66%</td> </tr> <tr> <td>Premija na specifični rizik kompanije (DP)</td> <td>1,48%</td> </tr> <tr> <td>Trošak duga (CD)</td> <td>4,14%</td> </tr> <tr> <td colspan="2">Trošak dioničkog kapitala = RF + β*ERP</td> </tr> <tr> <td>Nerizična stopa (RF)</td> <td>2,66%</td> </tr> <tr> <td>Beta (β)</td> <td>0,61</td> </tr> <tr> <td>Premija rizika (ERP)</td> <td>5,92%</td> </tr> <tr> <td>Trošak dioničkog kapitala (CE)</td> <td>6,28%</td> </tr> <tr> <td colspan="2">Ostali parametri</td> </tr> <tr> <td>Stopa poreza (t)</td> <td>18%</td> </tr> <tr> <td>Omjer zaduženosti (G)</td> <td>45,37%</td> </tr> <tr> <td colspan="2">WACC</td> </tr> <tr> <td>Nominalni WACC prije oporezivanja</td> <td>6,06%</td> </tr> </table>	Trošak duga = RF + DP		Nerizična stopa (RF)	2,66%	Premija na specifični rizik kompanije (DP)	1,48%	Trošak duga (CD)	4,14%	Trošak dioničkog kapitala = RF + β*ERP		Nerizična stopa (RF)	2,66%	Beta (β)	0,61	Premija rizika (ERP)	5,92%	Trošak dioničkog kapitala (CE)	6,28%	Ostali parametri		Stopa poreza (t)	18%	Omjer zaduženosti (G)	45,37%	WACC		Nominalni WACC prije oporezivanja	6,06%	
Trošak duga = RF + DP																															
Nerizična stopa (RF)	2,66%																														
Premija na specifični rizik kompanije (DP)	1,48%																														
Trošak duga (CD)	4,14%																														
Trošak dioničkog kapitala = RF + β*ERP																															
Nerizična stopa (RF)	2,66%																														
Beta (β)	0,61																														
Premija rizika (ERP)	5,92%																														
Trošak dioničkog kapitala (CE)	6,28%																														
Ostali parametri																															
Stopa poreza (t)	18%																														
Omjer zaduženosti (G)	45,37%																														
WACC																															
Nominalni WACC prije oporezivanja	6,06%																														
2.	HT d.d.	<p>Iako je HT u svojim komentarima prilikom izračuna trenutno važećeg WACC-a naglašavao da nema pravnog utemeljenja za primjenu tada izračunatog WACC na trenutne veleprodajne cijene, HAKOM je zanemario navedene činjenice i u trenutku galopirajuće inflacije i nepovoljnih gospodarskih uvjeta, značajno smanjeni WACC ipak primijenio na trenutne veleprodajne cijene. Primjena WACC-a na postojeće veleprodajne cijene bez da se istovremeno ažuriraju i svi ostali parametri je neprimjerena jer dovodi do toga da se aktualni WACC primjenjuje na cijene izračunate temeljem povijesnih troškova. U prijedlogu odluke koji je na javnoj raspravi HAKOM se odlučio za opciju koju je HT predlagao prošle godine kao jedinu moguću, a to je da novi WACC ne smije utjecati na trenutno definirane cijene te kako se isti može primijeniti samo prilikom izračuna novih reguliranih cijena. Stoga HT takav pristup ovim putem podržava.</p>	<p>HT pogrešno tumači način primjene važećeg i sada predloženog WACC-a. Naime, primjena važećeg WACC je stupila na snagu 1. siječnja 2023., budući je 31. prosinca prestao važiti do tada utvrđeni WACC. Kako je taj WACC bio na snazi kroz prethodne tri godine, HAKOM je smatrao da ga treba bez odgode uskladiti i izračunati primjenjujući aktualne parametre kako bi odražavao trenutno stanje na tržištu. Kod donošenja odluke o WACC-u HAKOM je bio obavezan primijeniti metodologiju i način primjene kako propisuje Obavijest Komisije, a kojom je određeno da nakon 1. srpnja 2021. notifikacija WACC-a mora biti u skladu s Obavijesti Komisije. Stoga, HAKOM ističe da se kod donošenja ove odluke nije odlučio za opciju koju je HT predlagao prošle godine već postupao u skladu s Obavijesti Komisije.</p>																												
3.	A1 Hrvatska d.o.o.	<p>A1 smatra da s obzirom na odgovor HAKOM-a na komentar br. 2 HT-a iz postojeće odluke za WACC od 22. studenog 2022. godine (KLASA: UP/I-344-01/22-05/05; URBROJ: 376-05-1-22-16), a vezano za korištenje podatka o iznosu premije rizika za Nizozemsku, u kojem HAKOM navodi sljedeće: "HAKOM smatra kako bi se podatak za Nizozemsku i Sloveniju trebao uzeti u obzir prilikom izračuna median vrijednosti. Razlog za to je činjenica da je</p>	<p>Ne prihvaća se. HAKOM je i u ovoj odluci, kao i u prethodnim odlukama o WACC-u, dodatnu premiju rizika odredio korištenjem metode usporedivih vrijednosti (<i>benchmark</i>) na temelju dostupnih podataka u drugim zemljama članicama EU, koristeći vrijednosti koje je prikupio iz baze podataka Cullen International i temeljem IRG upitnika. Dodatnu premiju rizika za VHCN mrežu koristi 7 europskih država, među kojima za 2023. nije</p>																												

	<p>nizozemsko tržište trenutno regulirano kroz <i>competition law</i>, dok se ne završi nova analiza tržišta, ..."nije jasno zašto je u ovoj odluci HAKOM ipak odlučio ne koristiti navedeni podatak za Nizozemsku.</p> <p>Naime, kako nova analiza tržišta u Nizozemskoj još uvijek nije završena, smatramo da je radi dosljednosti potrebno dodati i podatak za Nizozemsku kako je to bio slučaj u odluci iz 2022. godine.</p>	<p>Nizozemska. Naime, na internetskim stranicama baze podataka Cullen International za 2023. nema podataka za Nizozemsku (poveznica), te iz tog razloga HAKOM nije uzeo u izračun Nizozemsku.</p>
--	--	---