



PRIJEDLOG ZA NOTIFIKACIJU

KLASA: UP/I-344-01/25-05/03

URBROJ: 376-05-1-25-04

Zagreb, 17. listopada 2025.

Na temelju članka 107. stavka 3. Zakona o elektroničkim komunikacijama (NN br. 76/22 i 14/24), 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 17. listopada 2025. donijelo

ODLUKU

- I. Određuje se stopa povrata uloženog kapitala u iznosu od 5,39% 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, na način da će se koristiti u svim novim ili izmijenjenim odlukama u koje je potrebno implementirati stope povrata uloženog kapitala. Trgovačko društvo Hrvatski Telekom d.d., Zagreb, Radnička cesta 21, je obvezno u regulatornim financijskim izvještajima primjenjivati stope povrata uloženog kapitala iz točke I. i II. izreke ove odluke.

Obrazloženje

Hrvatska regulatorna agencija za mrežne djelatnosti (dalje: HAKOM) je odlukom od 12. prosinca 2024. (KLASA: UP/I-344-01/24-05/04, URBROJ: 376-05-1-24-06) odredila vrijednost stope povrata uloženog kapitala (dalje: WACC-a) za usluge u javnoj komunikacijskoj mreži u iznosu od 4,95%. Istom odlukom, HAKOM je odredio da se stopa WACC-a uvećava za dodatnu premiju rizika u iznosu od 1,59% za usluge na temelju FTTH/FTTB/FTTDP koncepta.

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.

HAKOM je po službenoj dužnosti pokrenuo postupak ažuriranja vrijednosti WACC-a za usluge u javnoj komunikacijskoj mreži za buduće razdoblje.

Izračun WACC-a

Izračun WACC-a temelji se na dokumentu Obavijest o izračunu troška kapitala za postojeću infrastrukturu u kontekstu preispitivanja nacionalnih obavijesti u sektoru elektroničkih komunikacija EU-a¹ (dalje: Obavijest). U Obavijesti se u odjeljcima 2. do 6. detaljno opisuje metodologija za izračun vrijednosti parametara WACC-a. 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.

BEREC u godišnjem izračunu procjenjuje

- i. parametre koji odražavaju opće gospodarske uvjete i
- ii. parametre specifične za kompanije unutar skupine usporedivih kompanija.

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 kompanije BEREC je u svom izvješću pripremio popis kompanija koja se mogu uvrstiti u skupinu istovrsnih kompanija te procijenio beta koeficijente vlasničkog kapitala, stupanj zaduženosti, premiju duga i trošak duga za svaku kompaniju s popisa.

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 (25) 64)² (dalje u tekstu: Izvješće o parametrima WACC 2025.) objavljenog 10. lipnja 2025.

Vrijednost WACC-a se računa po 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.

¹ [Commission Notice on the calculation of the cost of capital for legacy infrastructure in the context of the Commission's review of national notifications in the EU electronic communications sector](#) (2019/C 375/01)

² [BEREC WACC parameters report 2025](#)

a) Trošak duga C_D

Trošak duga (*eng. Cost of Debt*) se može mjeriti izravno, kao kamatna stopa koju kompanija 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 na dugoročne korporativne obveznice (što je moguće bliže 10 godišnjem roku dospelosti koji se koristi za procjenu nerizične kamatne stope).

Trošak duga se računa na sljedeći način:

$$\text{Trošak duga } (C_D) = \text{nerizična stopa } (RF) + \text{Premija duga } (D_P)$$

Nerizična stopa (r_F)

Uobičajena praksa regulatornih tijela jest izračun nerizične stope (*eng. Risk-Free Rate*) korištenjem prinosa na 10-godišnje državne obveznice.

HAKOM je za izračun nerizične stope primjenio metodu koja koristi prosjek mjesečnih prinosa na hrvatske državne obveznice s preostalom dospelosti od 10 godina, promatranih tijekom posljednjih pet godina (od travnja 2020. do travnja 2025.). Na temelju toga, izračunata nerizična stopa iznosi **2,33%**.

Premija duga (D_P)

Premija duga (*eng. Debt Premium*) je dodatni povrat koji zajmodavci ili investitori zahtijevaju povrh nerizične stope kao kompenzaciju za kreditni rizik. Premija duga može se procijeniti kao razlika između prinosa na korporativne i državne obveznice, računa se na sljedeći način:

$$\text{Premija duga } (D_P) = \text{trošak duga } (C_D) - \text{nerizična stopa } (RF)$$

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

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

Premija duga koja će se koristiti u izračunu je 117 baznih bodova, odnosno **1,17%**.

Na temelju zbroja izračunatih vrijednosti za nerizičnu kamatnu stopu i premiju duga, HAKOM je odredio ukupni **trošak duga (C_D)** u iznosu od **3,50%**.

a) Trošak dioničkog kapitala (C_E)

Za izračun troška dioničkog kapitala (*eng. Cost of Equity*), HAKOM je, sukladno Obavijesti, koristio model vrednovanja kapitalne imovine (*eng. Capital Asset Pricing Model - CAPM*). CAPM je model koji regulatorna tijela najčešće primjenjuju za procjenu troška dioničkog kapitala jer se temelji na jasno definiranoj teorijskoj osnovi i jednostavan je za provedbu. Trošak dioničkog kapitala se računa se prema sljedećoj formuli:

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

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 **2,33%**.

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. Izračunavanje beta koeficijenta je ključni korak za izračun troška kapitala, jer omogućuje pravilno mjerenje rizika i volatilnosti u odnosu na tržište. Beta koeficijent predstavlja mjeru osjetljivosti prinosa određene dionice na promjene tržišnih prinosa u odnosu na referentni tržišni indeks (npr. S&P 500 ili STOXX Europe 600). Što je viša vrijednost Beta koeficijenta, to je veći sistemski rizik s kojim se suočavaju dioničari operatora.

Beta koeficijent se procjenjuje korištenjem regresijske analize prinosa dionica pojedine kompanije u usporedbi s prinosima tržišnog indeksa. BEREC je procijenio beta imovinu i odgovarajuću razinu zaduženosti 14 kompanija u *peer* 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 kompanija i odgovarajućeg burzovnog indeksa europskih dionica (STOXX Europe 600). Sirovi podaci dobiveni su iz *Bloomberg* baze podataka.

Vrijednost beta koeficijenta i zaduženosti pojedinih kompanija unutar usporedne skupine izračunate su kao prosjek petogodišnjeg razdoblja (od 7. ožujka 2020. do 7. ožujka 2025.)³ na temelju tjednih vrijednosti.

Zaduženost je procijenjena na temelju knjigovodstvene vrijednosti neto duga poduzeća, uključujući vrijednost financijskih najмова. Nezadužena (aktivna) beta, koja odražava situaciju bez korporativne zaduženosti, i zadužena (vlasnička) beta, koja uzima u obzir korporativnu zaduženost, preračunate su prema formuli:

³ Nagli tržišni šok izazvan novom tarifnom politikom SAD-a (ožujak 2025.) utjecao je na sve sektore, pa iako je utjecaj na telekomunikacijski sektor bio manji, BEREC je za potrebe izračuna beta koeficijenta za WACC-a odlučio isključiti zadnja 3 tjedna iz analize i time je očuvao konsistentnost i stabilnost regresijskog modela. BEREC je primijenio vremenski okvir od 7.3.2020. – 7.3.2025., a ne kao za druge pokazatelje 31.3.2020. – 1.4.2025.

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

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 sa i bez zaduženja te stupnja zaduženosti uzeo u obzir prosjeke svih 14 kompanija u *peer* grupi, pri čemu je izračunata beta bez zaduženja (*asset beta*) 0,36, beta sa zaduženošću (*equity beta*) 0,63 i stopa zaduženosti 47,35%. Srednja vrijednost koeficijenta beta duga od 0,1 definirana je u Obavijesti.

Na temelju prosječnih vrijednosti, vrijednost beta koeficijenta od **0,59**⁴ određena je prema gornjoj formuli i korištena je u kalkulaciji izračuna vrijednosti WACC-a.

Premija rizika kapitala (ERP)

Poput nerizične stope povrata, premija rizika kapitala (*eng. Equity risk premium*, dalje: ERP) je parametar koji odražava opću gospodarsku situaciju. ERP predstavlja dodatni povrat koji ulagači očekuju prilikom ulaganja u dionički kapital, u odnosu na ulaganja u nerizičnu imovinu (najčešće državne obveznice). ERP je namijenjen pokrivanju dodatnih rizika kojima su ulagači izloženi prilikom ulaganja u kapital, ključna je komponenta modela CAPM i koristi se za procjenu troška dioničkog kapitala.

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 2025 (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 DMS-a (Bugarska, Hrvatska, Cipar, Češka, Estonija, Mađarska, Latvija, Litva, Luksemburg, Malta, Poljska, Rumunjska, Slovačka i Slovenija) BEREC je koristio podatke Bloomberg-a, i izračunao je vrijednosti prema metodi koju koristi CFA Institut (*Chartered Financial Analysts* – udruga investicijskih stručnjaka). Cjelokupni proces izračuna konačne vrijednosti premije rizika kapitala detaljnije je opisan u Izvješću o parametrima WACC 2025.⁵ (str. 47-66).

U izračunu je HAKOM koristio premiju tržišnog rizika u iznosu od **5,96%**.

⁴ HAKOM je koristio podatke iz Izvještaja BEREC-a te isti iskazuje Beta koeficijent 0,59 dok u izračunu koristi iznos na četiri decimale 0,5857

⁵ [BEREC WACC parameters report 2025](#)

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 **5,82%**.

b) Stopa poreza na dobit (t)

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

c) 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 formulom:

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

S obzirom da se poduzeće može financirati vlastitim kapitalom i dugom, omjer zaduženosti koristi se kao ponder (težinski faktor) u izračunu WACC-a. Cilj je odrediti optimalnu strukturu kapitala, odnosno koliki bi trebao biti udio duga, a koliki udio vlastitog kapitala u ukupnom financiranju 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. Prema Metodologiji definiranoj u Obavijesti, omjer zaduženosti se računa na temelju podataka o prosječnoj strukturi kapitala grupe usporedivih kompanija 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 2020 to 1. travnja 2025. na temelju *Bloombergovih* podataka. Nakon toga je izračunata vrijednost aritmetičke sredine za svaku kompaniju.

Popis kompanija korištenih u izračunu omjera zaduženosti nalazi se u Privitku 2 ove odluke. Vrijednost omjera zaduženosti korištena u izračunu WACC-a je **47,35%**.

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 **5,39%**.

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 = RF + DP	
Nerizična stopa (RF)	2,33%
Premija na specifični rizik kompanije (DP)	1,17%
Trošak duga (CD)	3,50%
Trošak dioničkog kapitala = RF + β*ERP	
Nerizična stopa (RF)	2,33%
Beta (β)	0,5857
Premija rizika (ERP)	5,96%
Trošak dioničkog kapitala (CE)	5,82%
Ostali parametri	
Stopa poreza (t)	18%
Omjer zaduženosti (G)	47,35%
WACC	
Nominalni WACC prije oporezivanja	5,39%

Ad II. - Dodatna premija rizika

Uzimajući u obzir Preporuku Europske komisije od 6. veljače 2024. o regulatornom promicanju gigabitne povezivosti⁶ koja navodi: *"Ako na određenom tržištu postoje obveze nadzora cijena proizvoda za veleprodajni pristup VHC mreži, dopušteni regulirani povrat trebao bi na odgovarajući način odražavati trošak postavljanja mreže i rizik koji je operator sa značajnom tržišnom snagom preuzeo u trenutku ulaganja."*, HAKOM je 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 svjetlovodne mreže. Dosadašnja premija rizika bila je definirana u iznosu od 1,59%. Navedena 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 uvećana premija rizika primjenjuje u slučaju izgradnje nove kabelske 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 International⁷. 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%.

⁶ [Commission recommendation \(EU\) on the regulatory promotion of gigabit connectivity 2024/539](#)

⁷ <https://www.cullen-international.com>

Ad III. - Primjena WACC-a

U skladu s Obavijesti, 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 2025. godinu.

Sukladno članku 30. ZEK-a o ovom prijedlogu je provedeno javno savjetovanje u razdoblju od 25. srpnja 2025. do 15. rujna 2025. te je komentare dostavio HT. HAKOM je detaljno razmotrio sve pristigle komentare te je na njih odgovorio u dokumentu koji se nalazi u Privitku.

Sukladno članku 37. st. 2. ZEK-a, HAKOM će prijedlog ove Odluke dostaviti Europskoj komisiji u svrhu notifikacije.

***PREDSJEDNIK VIJEĆA
Tonko Obuljen***

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

Kompanija	Premija duga (basis point)	Nerizična kamatna stopa (RFR) - domaća	Trošak duga
Deutsche Telekom AG	125	115	241
DIGI Communication N.V.	-	573	-
Elisa Oyj	-	161	
Koninklijke KPN N.V.	110	137	247
NOS	-	195	
Orange S.A.	71	167	238
Proximus S.A.	84	168	252
Tele2 AB	133	142	275
Telecom Italia	223	275	498
Telefónica S.A.	53	205	258
Telecom Austria AG	-	162	
Telenor	114	258	372
Telia Company AB	128	142	270
Vodafone Group plc	125	252	376
Vagana sredina	113		
Aritmetička sredina	117		

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	0,74	0,37	57,78%
Elisa Oyj	0,47	0,42	12,62%
Koninklijke KPN N.V.	0,51	0,37	34,44%
NOS	0,57	0,37	43,09%
Orange S.A.	0,57	0,3	57,61%
Proximus S.A.	0,59	0,36	47,17%
Telecom Austria AG	0,68	0,5	30,99%
Tele2 AB	0,53	0,42	25,9%
Telefónica S.A.	0,93	0,4	63,73%
Telenor	0,32	0,24	36,14%
Telecom Italia	1,08	0,33	76,52%
Telia Company AB	0,48	0,32	41,60%
Vodafone Group plc	0,85	0,37	64,01%
DIGI Communications N.V.	0,48	0,21	71,25%
Ponderirani prosjek	0,69	0,36	52,99%
Aritmetički prosjek	0,63	0,36	47,35%

Privitak 3 - Ekonomski čimbenici zemlje i nerizične stope

Država	Kreditni rejting	Aritmetička sredina
Austrija	AA1	1,62
Belgija	AA3	1,68
Bugarska	BAA1	2,12
Hrvatska	A3	2,33
Cipar	A3	2,36
Češka	AA3	3,29
Danska	AAA	1,33
Estonija	A1	2,13
Finska	AA1	1,61
Francuska	AA3	1,67
Njemačka	AAA	1,15
Grčka	BAA3	2,70
Mađarska	BAA2	5,61
Irska	AA3	1,61
Italija	BAA3	2,75
Latvija	A3	2,03
Litva	A2	1,48
Luksemburg	AAA	1,50
Malta	A2	2,25
Nizozemska	AAA	1,37
Poljska	A2	4,36
Portugal	A3	1,95
Rumunjska	BAA3	5,73
Slovačka	A3	1,98
Slovenija	A3	1,86
Španjolska	A	2,05
Švedska	AAA	1,42

Island	A1	5,29
Norveška	AAA	2,58

Privitak 4 - Premija rizika po državama (ERP)

Država	Geometrijska sredina %	Aritmetička sredina %
Austrija	3.3%	21.2%
Belgija	2.6%	4.6%
Bugarska	11.2%	11.8%
Hrvatska	5.1%	5.3%
Cipar	18.8%	19.6%
Češka	5.6%	5.9%
Danska	3.8%	5.5%
Estonija	8.8%	9.4%
Finska	5.5%	9.0%
Francuska	3.5%	5.7%
Njemačka	5.1%	8.4%
Grčka ⁸	-4.9%	1.3%
Mađarska	5.0%	5.7%
Irska	3.0%	5.0%
Italija	3.3%	6.6%
Latvija	8.9%	10.4%
Litva	5.1%	5.7%
Luksemburg ⁹		
Malta ¹⁰		
Nizozemska	3.7%	5.9%
Poljska	3.4%	4.0%
Portugal	5.2%	9.2%
Rumunjska	8.9%	9.6%
Slovačka	5.2%	5.6%
Slovenija	6.0%	6.5%
Spain	2.0%	3.9%
Švedska	3.5%	5.7%
EU-ERP	4,62%	5,96%
Norveška	2.8%	5.6%
Island	6.3%	7.5%
EU/EEA-ERP	4,62%	5,94%

⁸ Premija za tržišni rizik u Grčkoj bila je negativna iz razloga što je tijekom dijela analiziranog razdoblja tržište dionica ostvarilo niži prinos u usporedbi s tržištem obveznica.

⁹ Nedostupni podaci

¹⁰ Nedostupni podaci

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

Država	Premija za VHCN mrežu
Belgija	1,59%
Češka	2,41%
Italija ¹¹	1,15%
Njemačka	2,73%
Finska	1,10%
Poljska	1,51%
Slovenija	1,59%
Median	1,59%

¹¹ Izračun se temelji na podacima korištenim u okviru Odluke AGCOM n.114/24/CONS

Zaprimljeni komentari:			
Br.	Autor	Komentar	Odgovor
1.	HT d.d.	HT smatra da se u Republici Hrvatskoj, kao i u ostatku Europe i svijeta, i dalje nalazimo u razdoblju izrazite ekonomske nestabilnosti uzrokovane geopolitičkim napetostima, ratnim zbivanjima i posljedičnim gospodarskim poremećajima. Posljednje tri godine obilježene su izvanrednim rastom inflacije, padom vrijednosti novca te kontinuiranim rastom kamatnih stopa, što izravno utječe na troškove poslovanja i investicijsku klimu. Unatoč navedenim okolnostima, WACC koji se primjenjuje na HT-ove veleprodajne cijene minimalnim rastom iz godine u godinu nije odrazio stvarne tržišne uvjete niti očekivanja investitora koji razmatraju ulaganja na hrvatskom tržištu. Iako novi prijedlog WACC-a od 5,39% predstavlja realniju procjenu troška kapitala u aktualnim uvjetima smatramo da se i dalje mora temeljiti na ažurnim i relevantnim tržišnim podacima. U tom kontekstu, rast prinosa na državne obveznice i kamatnih stopa ne može se zanemariti. Primjeri iz prakse pokazuju da su zemlje poput Španjolske¹² već treću godinu zaredom prilagodile metodologiju izračuna nerizične stope kako bi reflektirale promjene u makroekonomskim uvjetima. Takav pristup podržala je i Europska komisija, bez primjedbi na notifikacije WACC-a izračunate prema novim parametrima. Kako i HAKOM navodi u svom Prijedlogu odluke: „<i>HAKOM je za izračun nerizične stope koristio stope prinosa na hrvatske državne obveznice sa desetogodišnjim dospijanjem. Sukladno tome, nerizična stopa izračunata na temelju prosjeka mjesečnih prinosa promatranih tijekom posljednjih 5 godina (od travnja 2020. do travnja 2025.) za hrvatske državne obveznice s preostalim dospijanjem od 10 godina iznosi 2,33%.“</i> Međutim, nesporna je činjenica da su prinosi na nerizične obveznice nastavili značajno rasti, što je vidljivo upravo iz podataka korištenih u Izvješću o parametrima WACC 2025 za izračun nerizične stope. Korištenje petogodišnjeg prosjeka u uvjetima naglih promjena na tržištu dovodi do podcijenjene stope, koja ne reflektira aktualne ekonomske uvjete. Španjolska je i dalje prepoznala ovu metodološku slabost te već treću godinu zaredom modificirala je izračun nerizične stope s ciljem da se porast prinosa na državne obveznice odrazi u izračunu WACC-a. Time su u stopu povrata na uloženi kapital uključeni trendovi visoke inflacije i nepovoljnih gospodarskih uvjeta. Takav pristup podržala je i Europska komisija, bez primjedbi na notifikacije WACC-a izračunate prema novim parametrima.	Ne prihvaća se. HAKOM ističe kako je Europska komisija (dalje: EK) 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). U Obavijesti EK detaljno opisuje metodologiju za izračun WACC-a, prema kojoj BERC procjenjuje vrijednosti parametara i objavljuje ih na godišnjoj razini, a nacionalna regulatorna tijela primjenjuju kod izračuna WACC-a. Stoga je HAKOM, kao i uvijek, za izračun WACC-a koristio podatke iz BERC-ovog izvješća o parametrima za WACC za 2025. 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 BERC 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. Vezano uz navod kako „<i>je nesporna činjenica da su prinosi na nerizične obveznice nastavili značajno rasti, što je vidljivo upravo iz podataka korištenih u Izvješću o parametrima WACC 2025 za izračun nerizične stope, korištenje petogodišnjeg prosjeka u uvjetima naglih promjena na tržištu dovodi do podcijenjene stope, koja ne reflektira aktualne ekonomske uvjete</i>“ HAKOM napominje kako su podaci o godišnjim većim prinosima na državne obveznice uzeti u obzir

¹² Circabc

Prilagodba nerizične stope novim uvjetima posebno je važna za hrvatsko tržište, imajući u vidu da niti trenutno važeća stopa WACC-a, koja je u primjeni od 1. siječnja 2025., nije uzimala u obzir efekt inflacije. HT je u okviru javne rasprave u prethodnim godinama predložio HAKOM-u alternativni način izračuna predmetne stope, no isti nije bio prihvaćen.

HT i dalje smatra da je nužno redefinirati metodologiju izračuna nerizične stope kako bi ona bolje reflektirala aktualne makroekonomske uvjete, uključujući rast prinosa na državne obveznice i inflatorne pritiske. U tom kontekstu, predlaže se primjena ponderiranog prosjeka koji kombinira dugoročnu stabilnost s kratkoročnim tržišnim trendovima, po uzoru na Španjolsku, pri čemu se nerizična stopa računa kao ponderirani prosjek dvije trećine mjesečnih prinosa promatranih tijekom posljednjih 5 godina (od travnja 2020. do travnja 2025.) za hrvatske državne obveznice s preostalim dospijecem od 10 godina u iznosu od 2,33% i jedne trećine prosjeka 4 mjeseca u razdoblju od travnja 2025. do srpnja 2025. u iznosu od 3,05 što rezultira s iznosom nerizične stope od 2,57%. U trenutku podnošenja ovih komentara dostupni su navedeni podaci s krajem srpnja 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 2025. do rujna 2025.

Trošak duga = RF + DP	
Nerizična stopa (RF)	2,57%
Premija na specifični rizik kompanije (DP)	1,17%
Trošak duga (CD)	3,74%
Trošak dioničkog kapitala = RF + β * ERP	
Nerizična stopa (RF)	2,57%
Beta (β)	0,5857
Premija rizika (ERP)	5,96%
Trošak dioničkog kapitala (CE)	6,06%
Ostali parametri	
Stopa poreza (t)	18%
Omjer zaduženosti (G)	47,35%
WACC	
Nominalni WACC prije oporezivanja	5,66%

prilikom godišnjeg izračuna vrijednosti WACC-a, a što je vidljivo iz visine nerizične stope koja u ovom izračunu iznosi 2,33% u odnosu na vrijednost od 1,87% koja je uzeta u obzir za prošlogodišnji izračun.