



PRIJEDLOG ZA NOTIFIKACIJU

KLASA: UP/I-344-01/24-05/04

URBROJ: 376-05-1-24-05

Zagreb, 24. listopada 2024.

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 24. listopada 2024. donijelo

ODLUKU

- I. Određuje se stopa povrata uloženog kapitala u iznosu od 4,95% 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 4. prosinca 2023. (KLASA: UP/I-344-01/23-05/02, URBROJ: 376-05-1-23-5) odredila vrijednost stope povrata uloženog kapitala (dalje: WACC-a) za usluge u javnoj komunikacijskoj mreži u iznosu od 4,82%. Istom odlukom, HAKOM je odredio da se WACC za nepokretnu mrežu 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.

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 (24) 102)³ (dalje u tekstu: Izvješće o parametrima WACC 2024.) objavljenog 29. lipnja 2024.

WACC se računa po donjoj formuli:

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 reports 2024](#)

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

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 dospjećem. Dakle, nerizična stopa korištena na temelju prosjeka mjesečnih prinosa promatranih tijekom posljednjih 5 godina (od travnja 2019. do travnja 2024.) za hrvatske državne obveznice s preostalim dospjećem od 10 godina iznosi 1,87%. Vrijednost koja je korištena u izračunu iznosi **1,87%**.

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 učenom 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:

$$\text{Premija duga (DP)} = \text{trošak duga (CD)} - \text{nerizična stopa (RF)}$$

Za izračun premije duga BEREC 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 Privitku 1 ove odluke. Premija duga koja će se koristiti u izračunu je 121 baznih bodova, odnosno **1,21%**.

Na temelju zbroja izračunatih vrijednosti za nerizičnu stopu na ulaganja i premije na specifični rizik kompanije, HAKOM je izračunao ukupnu **vrijednost troška duga (CD)** u iznosu od **3,08%**.

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 **1,87%**.

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 14 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 2019. do 1. travnja 2024.) 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:

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

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 bez i sa zaduzenošću te stupnja zaduzenosti uzeo u obzir prosjeke svih 14 društava u *peer* grupi, pri čemu je izračunata beta bez zaduzenja (*asset beta*) 0,36, beta sa zaduzenošću (*equity beta*) 0,64, a stopa zaduzenosti 46,66%. Srednja vrijednost koeficijenta beta duga od 0,1 definirana je u Obavijesti.

Na temelju ovih prosječnih vrijednosti, vrijednost beta koeficijenta od **0,59⁴** određena je prema gornjoj formuli i korištena je u kalkulaciji izračuna vrijednosti WACC-a.

Premija rizika kapitala (ERP)

Premija rizika kapitala (*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 2023 (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 Bloomberg, i izračunao je vrijednosti prema metodi koju koristi CFA Institut. Cjelokupni proces izračuna konačne vrijednosti premije rizika kapitala detaljnije je opisan u Izvješću o parametrima WACC 2024. (str. 42-67). U izračunu je HAKOM koristio premiju tržišnog rizika u iznosu od **5,95%**.

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 **5,41%**.

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:

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

⁴ Hakom je koristio podatke iz Izvještaja BEREC-a te isti iskazuje Beta koeficijent 0,59 dok u izračunu koristi iznos na četiri decimalne 0,5942

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. 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 2019. do 1. travnja 2024. na temelju *Bloombergovih* podataka. Nakon toga je izračunata vrijednost aritmetičke sredine za svaku tvrtku.

Popis operatora korištenih u izračunu omjera zaduženosti nalazi se u Pravitku 2 ove odluke. Vrijednost omjera zaduženosti korištena u izračunu WACC-a je **46,66%**.

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 **4,95%**.

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)	1,87%
Premija na specifični rizik kompanije (DP)	1,21%
Trošak duga (C_D)	3,08%
Trošak dioničkog kapitala = $R_F + \beta \cdot ERP$	
Nerizična stopa (R_F)	1,87%
Beta (β)	0,5942
Premija rizika (ERP)	5,95%
Trošak dioničkog kapitala (C_E)	5,41%
Ostali parametri	
Stopa poreza (t)	18%
Omjer zaduženosti (G)	46,66%
WACC	
Nominalni WACC prije oporezivanja	4,95%

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

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

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 1,59%. 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 International⁶. Dodatnu premiju rizika za VHCN mrežu koristi 7 europskih država. Popis država koje koriste dodatnu premiju rizika za VHCN mrežu nalazi se u Priritku 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 2024. 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	Premija duga (basis point)	Nerizična kamatna stopa (RFR) - domaća	Trošak duga
Deutsche Telekom AG	132	60	192
DIGI Communication N.V.	-	531	-
Elisa Oyj	90	102	192
Koninklijke KPN N.V.	116	80	196
NOS	-	145	
Orange S.A.	83	105	188
Proximus S.A.	90	108	198
Tele2 AB	150	96	246
Telecom Italia	234	233	466
Telefónica S.A.	47	151	198
Telecom Austria AG	-	103	-
Telenor	119	211	331
Telia Company AB	137	96	234
Vodafone Group plc	136	180	316
Vagana sredina	118		
Aritmetička sredina	121		

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	0,36	58,08%
DIGI Communications N.V.	0,50	0,21	72,83%
Elisa Oyj	0,48	0,43	12,57%
Koninklijke KPN N.V.	0,53	0,38	35,62%
NOS	0,63	0,41	41,31%
Orange S.A.	0,58	0,31	56,68%
Proximus S.A.	0,57	0,39	38,78%
Tele2 AB	0,53	0,42	25,41%
Telecom Italia	1,06	0,31	78,06%
Telefónica	0,93	0,41	62,75%
Telecom Austria AG	0,67	0,48	33,11%
Telenor	0,30	0,23	36,23%
Telia Company AB	0,54	0,36	40,70%
Vodafone Group plc	0,85	0,39	61,17%
Ponderirani prosjek	0,64	0,36	46,66%

Privitak 3 - Ekonomski čimbenici zemlje i nerizične stope

Država	Kreditni rejting	Aritmetička sredina
Austrija	AA1	1,03
Belgija	AA3	1,08
Bugarska	BAA1	1,39
Hrvatska	BAA2	1,87
Cipar	BAA2	1,90
Češka	AA3	2,77
Danska	AAA	0,81
Estonija	A1	1,49
Finska	AA1	1,02
Francuska	AA2	1,05
Njemačka	AAA	0,60
Grčka	BA1	2,42
Mađarska	BAA2	4,74
Irska	AA3	1,08
Italija	BAA3	2,33
Latvija	A3	1,40
Litva	A2	0,97
Luksemburg	AAA	0,88
Malta	A2	1,67
Nizozemska	AAA	0,80
Poljska	A2	3,66
Portugal	A3	1,45
Rumunjska	BAA3	5,31
Slovačka	A2	1,31
Slovenija	A3	1,26
Španjolska	BAA1	1,51
Švedska	AAA	0,96
Island	A2	4,67
Norveška	AAA	2,11

Privitak 4 - Premija rizika po državama (ERP)

Država	Geometrijska sredina %	Aritmetička sredina %
Austrija	3.2%	21.1%
Belgija	2.5%	4.6%
Bugarska	12.1%	12.7%
Hrvatska	5.0%	5.2%
Cipar	16.9%	18.1%
Češka	5.5%	5.9%
Danska	3.9%	5.6%
Estonija	10.9%	11.6%
Finska	5.5%	9.1%
Francuska	3.5%	5.7%
Njemačka	5.1%	8.3%
Grčka ⁷	-5.3%	1.0%
Mađarska	4.7%	5.4%
Irska	3.0%	4.9%
Italija	3.3%	6.6%
Latvija	9.0%	10.4%
Litva	5.0%	5.6%
Luksemburg ⁸		
Malta ⁹		
Nizozemska	3.6%	5.9%
Poljska	3.4%	4.1%
Portugal	5.4%	9.4%
Rumunjska	9.3%	10.0%
Slovačka	1.8%	2.1%
Slovenija	6.1%	6.6%
Spain	1.9%	3.8%
Švedska	3.5%	5.7%
EU-ERP	4,59%	5,95%
Norveška	2.9%	5.6%
Island	6.8%	8.1%
EU/EEA-ERP	4,59%	5,92%

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

⁹ Nedostupni podaci

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

Država	Premija za VHCN mrežu
Belgija	1,59%
Češka	2,98%
Italija ¹⁰	1,54%
Danska	2,00%
Finska	1,10%
Poljska	1,51%
Slovenija	1,59%
Median	1,59%

¹⁰ Izračun se temelji na podacima korištenim u okviru Odluke AGCOM n.114/24/CONS

Privitak 6 - Odgovori na komentare

Zaprimljeni komentari:			
Br.	Autor	Komentar	Odgovor
1.	HT d.d.	<p>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.</p> <p>Kako i sam HAKOM navodi u Prijedlogu odluke: „<i>HAKOM je za izračun nerizične stope koristio stope prinosa na hrvatske državne obveznice sa desetogodišnjim dospijecom. Sukladno tome, nerizična stopa izračunata na temelju prosjeka mjesečnih prinosa promatranih tijekom posljednjih 5 godina (od travnja 2019. do travnja 2024.) za hrvatske državne obveznice s preostalim dospijecom od 10 godina iznosi 1,87%.</i>“ te je ista korištena u izračunu WACC-a.</p> <p>Međutim, nesporna je činjenica da su prinosi na nerizične obveznice nastavili rasti 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 2019. do travnja 2024.</p> <p>Upravo iz ovog razloga ponovno su zemlje kao što su Italija¹¹ i Španjolska¹² modificirale 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.</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 2024. godine nije uzimala u obzir efekt inflacije iako je HT u okviru javne rasprave u prethodnoj godini predložio HAKOM-u alternativni način izračuna predmetne stope.</p> <p>Kako bi se osiguralo da stopa povrata na uloženi kapital odgovara stvarnoj ekonomskoj situaciji te kako bi HAKOM primijenio navedene primjere na razini Europske unije koji idu u smjeru modifikacije propisane metodologije izračuna WACC-a radi prilagodbe promijenjenim okolnostima, HT ovim putem predlaže da se, po uzoru na Španjolsku, uz primjenu navedenog izvora (Eurostat¹³) iz spomenutog BEREC izvještaja nerizična stopa računa kao</p>	<p>Ne prihvaća se.</p> <p>HAKOM ponavlja kako je Europska komisija 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 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 2024.</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>

¹¹ <https://circabc.europa.eu/ui/group/2328c58f-1fed-4402-a6cc-0f0237699dc3/library/23947763-04f4-46d0-a884-9c5bcad3f9a0/details>

¹² <https://circabc.europa.eu/ui/group/2328c58f-1fed-4402-a6cc-0f0237699dc3/library/9e3da447-0c85-4524-932f-58f18d53f955/details>

¹³ <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/teimf050/default/table>

ponderirani prosjek dvije trećine mjesečnih prinosa promatranih tijekom posljednjih 5 godina (od travnja 2019. do ožujka 2024.) za hrvatske državne obveznice s preostalim dospeljem od 10 godina u iznosu od 1,87% i jedne trećine prosjeka 4 mjeseca u razdoblju od travnja 2024. do srpnja 2024. u iznosu od 3,25% rezultirajući s iznosom nerizične stope od 2,33%. 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 2024. do rujna 2024.

Primjenjujući navedeni iznos za nerizičnu stopu u formuli za izračun WACC-a, prosječni ponderirani trošak kapitala bi iznosio 5,47%. Izračun WACC-a prikazan je u tablici niže.

Trošak duga = RF + DP	
Nerizična stopa (RF)	2,33%
Premija na specifični rizik kompanije (DP)	1,421%
Trošak duga (CD)	3,54%
Trošak dioničkog kapitala = RF + β*ERP	
Nerizična stopa (RF)	2,33%
Beta (β)	0,59
Premija rizika (ERP)	5,95%
Trošak dioničkog kapitala (CE)	5,86%
Ostali parametri	
Stopa poreza (t)	18%
Omjer zaduženosti (G)	46,66%
WACC	
Nominalni WACC prije oporezivanja	5,47%

2.	HT d.d.	<p>HT podsjeća na nekonzistentan pristup od strane HAKOM-a u dijelu (ne)primjene izračunatog WACC-a na postojeće veleprodajne cijene. Naime, HAKOM je prije dvije godine nakon izračuna WACC-a i u trenutku galopirajuće inflacije i nepovoljnih gospodarskih uvjeta, značajno smanjeni WACC ipak primijenio na veleprodajne cijene zanemarujući u izračunu samog WACC-a sve navedeno u prethodnom komentaru. U trenutnom prijedlogu Odluke kada je došlo do blagog rasta izračunatog WACC-a HAKOM zauzima stav da isti ne treba biti primijenjen na postojeće veleprodajne cijene čime dolazi do nekonzistentnosti u pristupu HAKOM-a, ovisno o tome kako novo izračunati WACC utječe na veleprodajne cijene HT-a, Naime, u trenutku kada WACC pada HAKOM zauzima pristup primjene WACC-a na postojeće veleprodajne cijene te ne dozvoljava HT-u da realizira adekvatan povrat u periodu galopirajuće inflacije i ekstremnih makroekonomskih pokazatelja (inflacija je u periodu 2021. do srpnja 2024.g. kumulativno dosegla razinu od 26,3%¹⁴). S druge strane, kada dolazi do blagog rasta WACC-a (i to primjenom metodologije koja ne uvažava praksu država kao što su Španjolska i Italija HAKOM odlučuje ne primijeniti izračunati WACC na postojeće veleprodajne cijene.</p> <p>Posljedica ovakvog pristupa HAKOM-a je da je kumulativna inflacija u Republici Hrvatskoj u razdoblju od 2021. do srpnja 2024. iznosila 26,3% a da isto nije ni na koji način prepoznato kod definiranja razine HT-ovih veleprodajnih cijena. Stoga pozivamo HAKOM da osigura HT-u jednak tretman kao i svim ostalim poduzetnicima na tržištu elektroničkih komunikacija kao i općenito poduzetnicima na tržištu u Republici Hrvatskoj te da osigura da veleprodajne cijene po kojima HT iznajmljuje svoju infrastrukturu drugim operatorima odražavaju stvarne ekonomske okolnosti i rast inflacije koji do sada nije ni na koji način adresiran.</p>	<p>HT pogrešno tumači način primjene važećeg i sada predloženog WACC-a.</p> <p>Naime, primjena WACC- od prije dvije godine je stupila na snagu 1. siječnja 2023., budući je 31. prosinca 2022. 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.</p> <p>Stoga, HAKOM ističe da se kod donošenja odluke za WACC nije odlučio za opcije koje je HT predlagao prošle godine i što sada ponovno ponavlja, već HAKOM postupa u skladu s Obavijesti Komisije.</p>
3.	A1 d.o.o.	<p>Korištenjem izračunatih vrijednosti koje je HAKOM naveo, trošak dioničkog kapitala iznosi 5,38%, a ne 5,41% kako je navedeno u odluci HAKOM-a. Stoga je potrebno ispraviti navedenu grešku te za izračun WACC-a koristiti ispravnu vrijednost za trošak dioničkog kapitala koja iznosi 5,38%.</p> <p>Primjenom ispravne vrijednosti za trošak dioničkog kapitala konačna vrijednost WACC-a iznosi 4,94% te je stoga potrebno u konačnoj odluci navesti ispravnu vrijednost WACC-a. (ispraviti u tablici)</p>	<p>Ne prihvaća se.</p> <p>Uzimajući u obzir komentar A1, HAKOM je dodatnom provjerom utvrdio kako su primijenjene ispravne vrijednosti troška dioničkog kapitala, odnosno u Odluci je navedena ispravna vrijednost WACC-a. Naime, HAKOM uzima u obzir podatke dostupne u BEREC Izvješću za 2024., a koji pri izračunu uzima u obzir vrijednosti zaokružene na 4 decimale. S obzirom da su u tablici iskazani iznosi na dvije decimale, primjenom formule se dobije drugačija vrijednost. Radi izbjegavanja dvojbi, HAKOM će u prijedlogu odluke (u tablici) dodati pojašnjenje.</p>

¹⁴ <https://web.dzs.hr/calcinfl.htm>

4.	A1 d.o.o.	<p>S obzirom da HAKOM navodi da je 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 International, potrebno je izmijeniti vrijednost za Poljsku s obzirom da se u navedenoj bazi podataka prikazuje vrijednost od 1,51%, a ne 1,84% kako je navedeno u odluci HAKOM-a.</p> <p>Vezano za korištenje podataka za Italiju, u Cullen International bazi podataka jasno se navodi da je prikazana vrijednost za 2023. s obzirom da nije još uvijek objavljena vrijednost za 2024. godinu. Međutim, također se navodi da se od 2024. do 2028. godine premija rizika za Italiju postupno smanjuje do 0% pa vrijednost od 1,92% ne bi smjela biti korištena u ovom izračunu, tj. treba biti isključena s obzirom da podatak za 2024. nije dostupan. Ako bi HAKOM ipak htio zadržati Italiju u benchmarku, onda bi eventualno mogao koristiti smanjenu vrijednost za premiju rizika koja bi linearnim smanjenjem do 2028. (kad bi trebala iznositi 0%) za 2024. iznosila 1,53%.</p> <p>Dodatno, A1 smatra kako bi u benchmark vrijednosti trebalo uključiti i podatke iz Latvije, Malte i Norveške s obzirom da je za navedene države u Cullen International bazi podataka izričito navedena vrijednost VHCN WACC-a (koja se ne razlikuje od osnovnog WACC-a), tj. premija rizika za VHCN mrežu iznosi 0%.</p> <p>Za razliku od ostalih država za koje se navodi da premija rizika za VHCN mrežu nije regulirana, za navedene 3 države ista očito iznosi 0%, ali to ne bi trebao biti jedini razlog da se iste automatski isključi iz izračuna jer i 0% predstavlja dozvoljenu vrijednost za premiju rizika. U slučaju da premija rizika za neku od tih država iznosi npr. 0,01%, HAKOM bi je sigurno uključio u izračun pa stoga nema razloga da podaci za navedene 3 države budu isključene samo zato što su se odlučile za jako nisku premiju rizika, tj. primjenjuju istu stopu WACC-a i za tzv. legacy mreže i za VHCN.</p>	<p>Djelomično se prihvaća.</p> <p>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.</p> <p>HAKOM uzima u obzir primjedbu A1 i korigirati će iznos vrijednosti za Poljsku i Italiju.</p> <p>HAKOM se od početka definiranja dodatne premije rizika opredijelio da kroz dodatnu premiju rizika za VHCN mreže u stvari potiče ulaganje u iste. U RH još uvijek utilizacija VHCN mreža nije na željenoj razini te iz tog razloga HAKOM nikada u izračun dodatne premije rizika nije uzimao u obzir zemlje u kojima je iznos premije rizika za VHCN mreže 0%, jer je to isto kao da je i nemaju.</p>