



CRNA GORA
AGENCIJA ZA ELEKTRONSKE KOMUNIKACIJE
I POŠTANSKU DJELATNOST

Broj: 0102-3287/15

Podgorica, 26.06.2024, godine

Savjet Agencije za elektronske komunikacije i poštansku djelatnost, na osnovu čl. 11, 14 i 76 stav 4 Zakona o elektronskim komunikacijama ("Sl. list CG", br. 40/13, 56/13, 2/17 i 49/19), čl. 18 i 144 Zakona o upravnom postupku ("Sl. list CG", br. 56/14, 20/15, 40/16 i 37/17), a u vezi sa Odlukom Agencije broj: 0902-2327/1 od 30.05.2011. godine o usvajanju Metodologije računovodstvenog odvajanja i troškovnog računovodstva za fiksnu mrežu i Odlukom Agencije broj: 0102-5797/1 od 17.10.2012. godine o usvajanju Metodologije računovodstvenog razdvajanja za mobilne telefonske mreže, na sjednici održanoj dana 26.06.2024. godine, donosi

ODLUKU

o vrijednosti ponderisanog troška kapitala za 2023. godinu

1. Određuje se vrijednost ponderisanog troška kapitala prije oporezivanja na nivou od 8,56% za 2023. godinu, koju su kod izračunavanja troškova za pružanje regulisanih veleprodajnih usluga, dužni da primijene:
 - **Crnogorski Telekom A.D. Podgorica**, kao operator sa značajnom tržišnom snagom na sljedećim relevantnim tržištima:
 1. Veleprodajni lokalni pristup koji se pruža na fiksnoj lokaciji po Rješenju ove Agencije broj: 0303-4262/1 od 23.06.2022. godine;
 2. Veleprodajni centralni pristup koji se pruža na fiksnoj lokaciji za proizvode za masovno tržište po Rješenju ove Agencije broj: 0303-4263/1 od 23.06.2022. godine;
 3. Veleprodajno tržište završavanja (terminacije) poziva u sopstvenoj telefonskoj mreži koji se pružaju na fiksnoj lokaciji po Rješenju ove Agencije broj: 0303-1646/1 od 18.02.2022. godine;
 4. Veleprodajno tržište završavanja (terminacije) poziva u sopstvenoj mobilnoj telefonskoj mreži po Rješenju ove Agencije broj: 0303-1645 /1 od 18.02.2022. godine;

5. Veleprodajni visokokvalitetni pristup koji se pruža na fiksnoj lokaciji po Rješenju ove Agencije broj: 0303-1647/1 od 18.02.2022. godine;
 6. Veleprodajno tržište poziva koji potiču iz javne telefonske mreže i koji se pružaju na fiksnoj lokaciji po Rješenju ove Agencije broj: 0102-2619/1 od 07.05.2020. godine.
 7. Veleprodajno tržište pristupa i započinjanja (originacije) poziva iz javnih mobilnih mreža po Rješenju ove Agencije broj: 0102-2620/1 od 07.05.2020. godine.
- **ONE Crna Gora d.o.o** kao operator sa značajnom tržišnom snagom na sljedećim relevantnim tržištima:
 1. Veleprodajno tržište završavanja (terminacije) poziva u sopstvenoj mobilnoj telefonskoj mreži po Rješenju ove Agencije broj: 0303-1645/1 od 18.02.2022. godine;
 2. Veleprodajno tržište pristupa i započinjanja (originacije) poziva iz javnih mobilnih telefonskih mreža po Rješenju ove Agencije broj: 0102-2620/1 od 07.05.2020. godine.
 - **Mtel d.o.o Podgorica** kao operator sa značajnom tržišnom snagom na sljedećim relevantnim tržištima:
 1. Veleprodajno tržište završavanja (terminacije) poziva u sopstvenoj mobilnoj telefonskoj mreži po Rješenju ove Agencije broj: 0303-1645/1 od 18.02.2022. godine;
 2. Veleprodajno tržište pristupa i započinjanja (originacije) poziva iz javnih mobilnih telefonskih mreža po Rješenju ove Agencije broj: 0102-2620/1 od 07.05.2020. godine.

2.Ova odluka stupa na snagu danom donošenja.

3.Ova odluka je izvršna dostavljanjem stranci.

OBRAZLOŽENJE

Operatori sa značajnom tržišnom snagom kojima je propisana obaveza preduzimanja mjera troškovne orijentacije dužni su, shodno stavu 4 člana 76 Zakona o elektronskim komunikacijama, dokazati da su cijene obračunate na osnovu troškova uz prihvatljivu stopu prinosa na ulaganja.

Metodologija obračuna WACC-a zasnovana je na Metodologiji računovodstvenog odvajanja i troškovnog računovodstva, koja je usvojena Odlukom Agencije broj: 0902-2327/1 30.05.2011. godine za fiksne mreže, te Odlukom Agencije broj: 0102-579/1 17.10.2012. godine za mobilne telefonske mreže.

Prosječni ponderisani trošak kapitala (WACC) predstavlja mjeru prinosa na ulaganje koje investitor može očekivati, odnosno razumnu stopu povrata na investirani kapital, s obzirom da se ona odnosi na izračunavanje finansijskog prinosa na kapital koji je angažovan od strane akcionara telekomunikacionih operatora. Stoga je utvrđivanje troška kapitala ključni elemenat u procesu regulacije cijena elektronskih komunikacionih usluga na relevantnim tržištima, tj. na tržištima navedenim u dispozitivu ove Odluke.

Koncepti na kojima se zasniva metodologija utvrđivanja vrijednosti parametara za obračun WACC-a su slijedeći:

Utvrđuje se jedna vrijednost ponderisanog prosječnog troška kapitala za sve relevantne usluge koje operator pruža, iz razloga što su operatori sa značajnom tržišnom snagom u Crnoj Gori, kao i uporedive kompanije, integrisane, u smislu pružanja usluga fiksne, mobilne telefonije te pružanja usluga prenosa podataka.

Ova jedinstvena vrijednost izračunatog ponderisanog prosječnog troška kapitala primjenljiva je za sve operatore sa značajnom tržišnom snagom, kako sadašnje i tako i eventualne buduće operatore dužne da sprovode računovodstveno razdvajanje i troškovno računovodstvo.

Nadalje, prilikom utvrđivanja vrijednosti ponderisanog prosječnog troška kapitala koristio se jedinstveni pokazatelj zaduženosti (D/E) koji je određen na osnovu sprovedene *benchmark* analize uporedivih kompanija, uz primjenu modela vrednovanja imovine na tržištu kapitala (engl. *Capital Asset Pricing Model* – CAPM), kao metode za obračun cijene akcijskog kapitala na osnovu njene teorijske vrijednosti. CAPM metoda je procijenjena kao najprikladnija, s obzirom da se ona odnosi na izračunavanje finansijskog prinosa na kapital koji je angažovan od strane akcionara nekog preduzeća. Tačno utvrđivanje troška kapitala je, stoga, ključni element u procesu regulacije cijena usluga, s obzirom da utiče na regulisane prihode operatore sa značajnom tržišnom snagom kao i na cijene koje moraju platiti ostali operatori za regulisane usluge pružene od strane operatora sa značajnom tržišnom snagom.

U *benchmark* analizi u uzorak su uzete odabrane uporedive kompanije iz Evropske unije i regiona. Parametri, odnosno inputi korišćeni za obračun vrijednosti ponderisanog prosječnog troška kapitala ažuriraju se svake godine.

Obračun WACC-a sprovodi se na osnovu usvojene Metodologije na osnovu sljedećih vrijednosti:

- Pokazatelj zaduženosti ;
- Stopa poreza na dobit;
- Beta faktor;
- Premije na rizik tržišta;
- Prinos na bezrizična ulaganja;
- Trošak akcijskog kapitala;
- Premija na rizik duga;
- Trošak duga.

Metodologija Agencije za obračun ponderisanog troška kapitala bazirana je na odabiru kompanija kod izrade pokazatelja zaduženosti i korišćenju baza podataka referentnih međunarodnih institucija.

Agencija koristi metod optimalnog ili efikasnog pokazatelja zaduženosti operatora sa značajnom tržišnom snagom, a koja se bazira na optimalnoj strukturi kapitala definisanoj od strane regulatora na osnovu definisane metodologije. Primjena metode optimalnog ili efikasnog zaduživanja zasniva se na pretpostavci da operator koji se prezaduži ili se zaduži uz nepovoljne uslove ne smije biti nagrađen za donošenje takve finansijske odluke. Ovaj metod može se primijeniti uzimajući u obzir strukturu kapitala efikasnog operatora umjesto strukture stvarnog operatora. Pri tome je Agencija pri određivanju pokazatelja zaduženosti operatora sa značajnom tržišnom snagom uzela u obzir podatke o pokazatelju zaduženosti sličnih operatora za elektronske komunikacije na uporednim tržištima. Uzimajući u obzir navedene parametre i proračune, pokazatelj zaduženosti iznosi 34,93%.

Premija za rizik tržišta predstavlja dodatni povrat iznad nerizične stope koju ulagači traže kao naknadu za rizik kojem se izlažu ulažući na tržištu kapitala. Agencija smatra da crnogorsko tržište akcija nije dovoljno veliko i likvidno i nema dovoljno dugu tradiciju da bi bila moguća značajnija procjena premije tržišnih rizika preko direktnog posmatranja. Stoga se za određivanje premije za rizik tržišta koristi međunarodne uporedne vrijednosti dobijene iz priznatih međunarodnih finansijskih izvora podataka. Premija na rizik tržišta odabrana je na bazi podataka iz javno dostupne baze podataka Aswath Damodaran. Odabrana vrijednost iznosi 5,17%, pa se u potpunosti bazira na istorijskim podacima, te samim tim ne uključuje prilagođavanja koja se odnose na budući period.

Beta koeficijent na osnovu takozvanog "odozdo prema gore" pristupa, je procijenjen na osnovu uporednih vrijednosti Beta koeficijenta sličnih kompanija. Prednost ovakvog pristupa je u tome

što se eliminiše potreba za istorijskom cijenom akcija i što ovaj pristup umanjuje standardnu grešku pri izračunavanju Beta koeficijenta nastalu regresionom analizom koja procjenjuje korelaciju između prinosa akcija kompanija i prinosa tržišnog indeksa. Pristup pri izračunavanju Beta koeficijenta "odozdo prema gore" u poređenju sa Beta koeficijentom na bazi istorijskih podataka je pristup usmjeren na budućnost (*eng. forward looking*) kome je cilj da utvrdi rizike aktivnosti (β imovine) i rizike finansijske poluge. Za operatore koji obavljaju slične aktivnosti očekuje se da će imati slične rizike aktivnosti. Na osnovu gore navedenog, koristi se "odozdo prema gore" metodologiju putem korišćenja uporednih vrijednosti. Agencija je za obračun beta koeficijenta koristila internacionalni izvor Damodaran kako bi se osigurao objektivni i odgovarajući nivo rizika koji je uporediv sa rizikom SMP operatora i potencijalnog SMP operatora. U skladu sa gore navedenim, Beta koeficijent, je na osnovu uporedivih kompanija i Beta korekcionog faktora, procijenjen na 0,72.

Podaci o prinosu na bezrizična ulaganja uzeti su iz javnih podataka sa berzi, dostupnih podataka o prosječnom prinosu na obveznice na servisu Bloomberg.

Podaci o trošku duga, odnosno iznosi premija na specifičan dug kompanije, uzeti su iz javno dostupnih revidiranih finansijskih izvještaja pojedinih kompanija.

Premija na rizik tržišta odabrana je na bazi podataka iz javno dostupne baze Damodaran i javno dostupnih podataka sa Montenegroberze i izračunata je kao aritmetička sredina mjesečnih iznosa u 2023. godini.

Na bazi predloženih vrijednosti i načina obračuna, kao i aktuelnih vrijednosti i procjena, Agencija je izračunala vrijednost WACC-a prije oporezivanja, koju će operatori koristiti u regulatornim finansijskim izvještajima za 2023. godinu, na nivou od 8,56%, kako stoji u dispozitivu ove Odluke.

Usvojeni WACC prije oporezivanja viši je od WACC-a koji se primjenjivao u prethodnim godinama zbog rasta nekih parametara koji, direktno ili indirektno, imaju uticaj na vrijednost izračunatog WACC-a. Trošak duga je smanjen za približno 0,5 procentnih poena, dok je trošak akcijskog kapitala porastao za približno 0,1 procentnih poena. Na nivo vrijednosti WACC-a primarni je uticaj imao pad vrijednosti prinosa na obveznice Crne Gore u 2023. godini, a koje su rezultirale padom vrijednosti stope povrata na bezrizično ulaganje tržištu u Crnoj Gori (pad sa 5,78% u 2022. na 5,39% u 2023. godini).

Nacrt Konsultativnog dokumenta - Obračun ponderisanog troška kapitala za 2023. godinu, koji je usvojen na sjednici Savjeta održanoj 04.06.2024. godine, je u skladu sa članom 111 i 112 Zakona o upravnom postupku ("Sl. list CG", br. 56/14, 20/15, 40/16 i 37/17) dostavljen Crnogorskom Telekomu A.D. Podgorica, ONE Crna Gora d.o.o. i Mtel d.o.o Podgorica da se izjasne na isti u roku od 8 dana.

ONE Crna Gora d.o.o. dopisom broj: 02-2758 od 06.06.2024. godine i Mtel d.o.o. Podgorica dopisom broj: 22746 od 13.06.2024. godine obavijestili su Agenciju da su saglasni i da nemaju primjedbi na dostavljeni Nacrt Konsultativnog dokumenta - Obračun ponderisanog troška apitala za 2023. godinu. Crnogorski Telekom A.D. Podgorica nije dostavio izjašnjenje u predviđenom roku, tako da u Agencija u skladu sa članom 112 stav 3 Zakona o upravnom postupku ("Sl. list CG", br. 56/14, 20/15, 40/16 i 37/17) donosi odluku donosi odluku bez izjašnjenja stranke.

Pravna pouka

Protiv ove Odluke žalba nije dopuštena već se u roku od 20 dana od dana njenog prijema može pokrenuti upravni spor kod Upravnog suda Crne Gore.

Broj: 0102- 3287/15
Podgorica, 26.06.2024, godine

Predsjednik Savjeta

Dr Milan B. Radulović, dipl. inž. el.



Milan Radulović

Dostavljeno:

- Crnogorski Telekom, A.D. Podgorica, ulica Moskovska 29;
- ONE Crna Gora d.o.o Podgorica Rimski trg 4;
- Mtel d.o.o Podgorica, Bulevar Svetog Petra Cetinjskog 143;
- Savjet Agencije;
- Sektor za ekonomske poslove;
- Odsjek za informacione tehnologije;
- a/a.