



CRNA GORA
AGENCIJA ZA ELEKTRONSKE KOMUNIKACIJE
I POŠTANSKU DJELATNOST

Broj: 0302-5009/1
Podgorica, 31.07.2026.godine

Savjet Agencije za elektronske komunikacije i poštansku djelatnost, na osnovu čl. 179, 181 i 119 stav 3 Zakona o elektronskim komunikacijama ("Sl. list CG", br. 100/24), u skladu sa članom 111 i 112 Zakona o upravnom postupku ("Sl. list CG", br. 56/14, 20/15, 40/16 i 37/17), vezi sa Odlukom vezi sa Odlukom Agencije broj: 0902-2327/1 od 30.05.2011. godine o usvajanju Metodologije računovodstvenog odvajanja i troškovnog računovodstva za fiksnu mrežu, na sjednici održanoj dana 30.07.2026.godine, donio je

ODLUKU
o vrijednosti ponderisanog troška kapitala za 2025. godinu

1. Određuje se vrijednost ponderisanog troška kapitala prije oporezivanja na nivou od 7,47% za 2025. godinu, koju je kod izračunavanja troškova za pružanje regulisanih veleprodajnih usluga, dužan da primijeni:

Crnogorski Telekom A.D. Podgorica, kao operator sa značajnom tržišnom snagom na sljedećim relevantnim tržištima:

- Veleprodajni lokalni pristup koji se pruža na fiksnoj lokaciji po Rješenju ove Agencije broj: 0303-4262/1 od 23.06.2022. godine;
- 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;
- 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;
- Veleprodajni visokokvalitetni pristup koji se pruža na fiksnoj lokaciji po Rješenju ove Agencije broj: 0303-1647/1 od 18.02.2022. 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 3 člana 119 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 od 30.05.2011. godine za fiksne 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 operatora elektronskih komunikacija. Stoga je utvrđivanje troška kapitala ključni element 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 sljedeći:

Utvrđuje se jedna vrijednost ponderisanog prosječnog troška kapitala za sve relevantne usluge koje operator pruža. 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 neke kompanije. Tačno utvrđivanje troška kapitala je, stoga, ključni element u procesu regulacije cijena usluga, s obzirom da utiče na regulisane prihode operatora 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 kapitala 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 uporedivim tržištima. Uzimajući u obzir navedene parametre i proračune, pokazatelj zaduženosti iznosi 31,93%.

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 4,22% 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 objektivan 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 0,63.

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 baze Damodaran i javno dostupnih podataka sa Montenegroberze i izračunata je kao aritmetička sredina mjesečnih iznosa u 2026. godini.

Na bazi predloženih vrijednosti i načina obračuna, kao i aktuelnih vrijednosti i procjena, Agencija je izračunala vrijednost WACC-a prije oporezivanja, koju će operator koristiti u regulatornim finansijskim izvještajima za 2025. godinu, na nivou od 7,47% a kako stoji u dispozitivu ove Odluke.

Usvojeni WACC prije oporezivanja manji je od WACC-a koji se primjenio u prethodnoj godini zbog promjena vrijednosti nekih parametara koji, direktno ili indirektno, imaju uticaj na vrijednost izračunatog WACC-a.

Posmatramo li uticaj pojedinih ulaznih parametara na rezultat obračuna WACC-a, najvažnije promjene vrijednosti u odnosu na prethodnu godinu, zbog kojih je ovogodišnji WACC manji u odnosu na prošlogodišnji, ogledaju se kroz smanjenje vrijednosti prosječnog Beta faktora za uporedive telekomunikacione kompanije, a čije je smanjenje (pad vrijednosti sa 0,79 u 2024. na 0,63 u 2025. godini) uticalo na smanjenje Beta faktora koji u 2025. godini iznosi 0,45 (u 2024. godini vrijednosti je bila 0,53). Drugi važan parametar koji je uticao na pad vrijednosti WACC-a u 2025. godini je Prinos na bezrizično ulaganje obveznica Crne Gore koji u 2025. godini iznosi 4,45% (pad vrijednosti za 1,2 procentna poena u odnosu na prethodnu godinu), a koji je imao direktan uticaj na smanjenje vrijednosti Troška duga, koji u 2025. godini iznosi 5,59% (pad vrijednosti za 0,52 procentna poena u odnosu na prethodnu godinu).

Takođe, nastavak trenda pada vrijednosti Premije na rizik tržišta, koji u 2025. godini iznosi 4,22% (pad sa 4,25% koliko je iznosio 2024. godine) dodatno spušta vrijednost obračunatog WACC-a uzrokovanog padom dva ranije navedena ulazna parametra: Beta faktora za uporedive telekomunikacione kompanije i Prinosa na bezrizično ulaganje obveznica Crne Gore.

S druge strane, premija na specifičan dug telekomunikacionih kompanija u odnosu na premiju na bezrizično ulaganje u 2025. godini iznosila je 1,15% (u 2024. godini ova premija iznosila je 0,46%) te je samo u manjoj mjeri anulirala ukupni pad vrijednosti WACC-a za 2025. u odnosu na 2024. godinu.

Nacrt Konsultativnog dokumenta - Obračun ponderisanog troška kapitala za 2025. godinu, koji je usvojen na sjednici Savjeta održanoj 26.06.2026. 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 operatoru Crnogorski Telekom A.D. Podgorica da se izjasni na isti u roku od 8 dana.

Crnogorski Telekom A.D nije dostavio izjašnjenje na Nacrt Konsultativnog dokumenta - Obračun ponderisanog troška kapitala za 2025. godinu u predviđenom roku, tako da je 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) donijela 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.



Predsjednik Savjeta

Dr Milan B. Radulović, dipl. inž. el.

Dostavljeno:

- Crnogorski Telekom, A.D. Podgorica, ulica Moskovska 29;
- Savjet Agencije;
- Sektor za ekonomske poslove;
- Odsjek za informacione tehnologije;
- a/a.