

**Пресметка на пондериран
просечен трошок на
капиталот (WACC)
Забелешки и одговори на
јавната расправа**

**Агенција за
електронски комуникации**

Содржина

1	Вовед	2
2	Забелешки од Македонски Телеком	4
2.1	Општи забелешки за пресметката	4
2.2	Стапка на принос на вложување без ризик	5
2.3	Бета коефициент	6
2.4	Премија за ризик на пазарот на капитал	9
2.5	Цена на долгот.....	10
2.6	Финансиска задолженост	11
3	Забелешки од T-Mobile Македонија	13
3.1	Бета коефициент	13
3.2	Финансиска задолженост	15
4	WACC за фиксни оператори во Македонија	17
5	WACC за мобилни оператори во Македонија	18

1 Вовед

Агенцијата за електронски комуникации на Република Македонија (во натамошен текст: „АЕК“) ја ангажира компанијата Deloitte Advisory and Management Consulting PLC од Унгарија (во натамошен текст: „Deloitte“) да го пресмета трошокот на капиталот за фиксните и мобилните оператори во Македонија, во врска со утврдувањето на соодветна стапка на приносот на вложениот капитал за операторите со значителна пазарна моќ во Македонија. За потребите на овој ангажман, трошокот на капиталот е дефиниран како пондериран просечен трошок на капиталот (“WACC”) на номинална основа пред оданочување.

Во согласност со условите на ангажманот, Deloitte изврши пресметка на пондерираниот просечен трошок на капиталот за фиксни оператори и за мобилни оператори со значителна пазарна моќ во Македонија, заклучно со 30 септември 2009 година. Заклучно со датумот на пресметката, Македонски Телеком а.д. беше единствениот фиксен оператор со значителна пазарна моќ во Македонија, во согласност со критериумите дефинирани од АЕК. Од друга страна, исто така врз основа на критериумите на АЕК, Т-Mobile и One се единствените мобилни оператори со значителна пазарна моќ во Македонија.

Како резултат на пресметката, Deloitte ѝ приложи на АЕК два одделни прелиминарни нацрт извештаи со детали за методологијата и резултатите на пресметката на WACC за фиксни и мобилни оператори во Македонија. Покрај тоа, во согласност со постапките, АЕК ги објави прелиминарните нацрт-извештаи на својата интернет страница и на операторите им даде можност да ја прегледаат пресметката и да дадат свои забелешки.

Според тоа, Македонски Телеком а.д. Скопје им достави забелешки во пишан формат на АЕК и Deloitte во врска со пресметката на пондерираниот просечен трошок на капиталот за фиксни оператори во Македонија.

Т-Mobile Македонија, исто така, им достави пишани забелешки на АЕК и Deloitte во врска со пресметката на пондерираниот просечен трошок на капиталот за мобилни оператори во Македонија, додека One не приложи никакви забелешки во писмен формат.

Покрај приложените писмени забелешки, на операторите им беше дадена можност да ги искажат своите мислења за наодите на прелиминарните нацрт-извештаи, за време на јавната расправа одржана на 11 февруари 2010 година во просториите на АЕК во Скопје, Македонија.

Претставниците на АЕК поддржани од претставниците на Deloitte ја организираа оваа јавна расправа.

Следат главните забелешки дадени од Македонски Телеком и T-Mobile за пресметката на WACC и соодветните одговори подготвени од АЕК со поддршка од консултантите на Deloitte.

Македонски Телеком и T-Mobile се дел од истата телекомуникациска групација, и притоа, дадоа идентични забелешки за одредени елементи на формулата на WACC кои се исти за пресметката на WACC и за фиксните и за мобилните оператори. Овие елементи се: стапка на вложување без ризик, премија за ризик на пазарот на капиталот и цена на долгот. Поради тоа, АЕК даде одговор на забелешките за овие елементи само еднаш, додека забелешките кои се однесуваат на пресметката на WACC само за фиксните, односно само за мобилните оператори добија одговор во одделни делови во документот.

На крај, како резултат од приложените забелешки и соодветните одговори, АЕК со помош на Deloitte, ги спроведе промените на првичната пресметка на WACC, и за фиксните и за мобилните оператори, и ги претставува новите резултати на крајот на овој документ.

2 Забелешки од Македонски Телеком

2.1 Општи забелешки за пресметката

Општата забелешка на Македонски Телеком (МКТ) за пресметката на пондерираниот просечен трошок на капиталот (WACC) за фиксни оператори во Македонија е дека пресметката не ги следи меѓународните најдобри практики или европските стандарди. Покрај тоа, Македонски Телеком верува дека пресметката приложена во прелиминарниот нацрт-извештај не е доволно детална. Исто така, бидејќи Македонски Телеком во овој момент е единствениот фиксен оператор во Македонија, Македонски Телеком тврди дека WACC треба да биде пресметан според специфичните карактеристики на овој оператор, а не врз основата на ефективен оператор, како што е предложено во прелиминарниот нацрт-извештај.

WACC за фиксните оператори во Македонија е проценета во согласност со насоките дадени од Независната група на регулатори (НГР) и специфичните карактеристики на ризик кои се единствени за Република Македонија и телекомуникациските оператори кои делуваат во Македонија. Покрај тоа, пресметката во Македонија е во согласност со пристапите и методологиите кои се користат при пресметка на WACC во регионот.

Пресметката на WACC за фиксни оператори во Македонија е базирана на премисата на ефективен оператор во согласност со моделот на долгорочни променливи трошоци (LRIC) кој тековно се развива од страна на Агенцијата за електронски комуникации (АЕК). Бидејќи овој LRIC модел ќе биде развиен за оператор кој се сметка за ефективен на пазарот, тогаш соодветниот WACC кој треба да се примени на таква основа треба да биде на принципите на пазарна ефективност.

За целите на пресметката на WACC, концептот на ефективен оператор на пазарот нема прецизна дефиниција. Групата на независни регулатори предложува државните регулаторни органи (ДРО) да дефинираат што претставува ефикасен оператор во однос на нивниот пазар и соодветно да го пресмета WACC. При тоа, НГР предложува дека националните регулаторните тела можат да се потпрат на податоци од примери, одредници и сродни групи.

Во случајот на фиксните оператори во Македонија, АЕК и Deloitte веруваат дека пример од селектирани фиксни оператори од Европа може да служи како добра сродна група за утврдување на карактеристиките на ефикасен оператор на пазарот. Примерот сродни оператори е ограничен само на оператори од ЕУ, бидејќи тие имаат воспоставени и стабилни мрежи. Во суштина, главната претпоставка е дека, во просек, фиксните оператори базирани во ЕУ се ефикасни. Според тоа, претставената пресметка на WACC не ги зема предвид околностите кои се специфични за операторот кои ги предлага Македонски Телеком, како што е бета коефициентот, цена на долгот и/или структура на капиталот.

Врз основа на информациите достапни на АЕК и Deloitte, постојат само неколку примери во кои државните регулаторни органи во Европа предвиделе фактори специфични за операторот при пресметката на WACC, било за фиксни, било за мобилни оператори.

2.2 Стапка на принос на вложување без ризик

Македонски Телеком верува дека пристапот применет при пресметката на стапката на принос на вложување без ризик не е соодветен за пресметката на WACC за македонските оператори. Поконкретно, Македонија не е членка на Европската унија, а стапките на принос на вложување без ризик во Македонија и земјите-членки на ЕУ се значително различни. Тие предлагаат да се процени стапката на принос на вложување без ризик врз основа на методот на историски просек на скорешни расположливи податоци. Со цел да се ускладат краткорочните флукуации и да го отслика идниот тренд, Македонски Телеком верува дека пресметката на идните стапки на принос на вложување без ризик треба да биде извршена врз основа на движечкиот просек на номинална македонска државна обврзница со рок на доспевање од 10 години.

Стапката на принос на вложување без ризик во Македонија е пресметана врз основа на гледиштето на меѓународен инвеститор и премисата дека стапките на принос на вложување без ризик треба да бидат исти во сите држави, без оглед на членство во Европската унија или релативната големина на економијата. Затоа, пресметката се потпира на номиналните приноси на доспеаност на 10-годишни државни обврзници на земјите-членки на ЕУ, заклучно со крајот на месец септември, прилагодени со предвидените стапки на инфлација. Изборот на државите е базиран врз достапност на 10-годишни државните обврзници во ЕУ заклучно со датумот на проценката. Поради тоа што има значителна разлика помеѓу обемот на забележаните издадени обврзници, употребен е просек на стапката на принос на вложување без ризик од примерот, додека очекуваните номинални БДП-и во соодветните држави за 2009 година се користени како вредности за пондерирање.

АЕК и Deloitte веруваат дека не е соодветно да се користи приносот на доспеаност на македонски 10-годишни државни обврзници поради неколку причини. Поконкретно, бидејќи овие обврзници се издадени како еврообврзници, нивните приноси претставуваат стапка на поврат деноминирана во евра, што не е соодветен пример за стапка на принос на вложување без ризик за потребите на оваа пресметка. Исто така, врз основа на историските информации за тргувањето, пазарот на овие обврзници не е доволно ликвиден и приносите на овие обврзници вклучуваат премија за ликвидност. Поради овие причини, АЕК и Deloitte веруваат дека мобилните и фиксните оператори не треба да имаат право на премија за ризик којшто не го снесуваат, т.е. ризик на ликвидност.

Во прелиминарните нацрт-извештаи се земени предвид и специфични фактори на ризик поврзани со инвестирање во Македонија и соодветната премија. Оваа премија има за цел да им обезбеди надомест на инвеститорите за ризикот на кој се изложуваат, а е поврзан со државата, со вложување на акционерски капитал во Македонија. Меѓутоа, премијата за ризик е додадена како посебен елемент во CAPM равенката.

На крај, сепак ќе се задржи првичната пресметка на стапката на принос на вложување без ризик во Македонија, која изнесува 4,49%.

2.3 Бета коефициент

Македонски Телеком изјави дека најдобриот пристап за проценка на бета коефициентот е да се употреби „историски пристап“ споредувајќи ги повратите од инвестициите помеѓу една компанија и пазарот. Овој метод е можен за Македонски Телеком бидејќи МКТ котира на Македонската берза. Покрај тоа, Македонски Телеком изјави дека претставениот пристап укажува дека со бета коефициентот се мери ризикот специфичен за гранката на индустријата на фиксна оператори во Европа наместо ризикот кој се однесува на МКТ. Според Македонски Телеком применетиот пристап погрешно ја спојува целта на бета коефициентот со проценување на ризикот на севкупниот пазар на фиксна телекомуникација во Европа. Изборот на сродни оператори претставени во прелиминарниот нацрт-извештај не е доследен со сродната група за пресметката на стапката на принос на вложување без ризик. Покрај тоа, Македонски Телеком тврди дека не е дадена причина за избраните сродни оператори и дека најголемиот дел од операторите во сродната група не ги отсликуваат околностите на македонскиот фиксен оператор. На крај, Македонски Телеком тврди дека нивото на “unlevered” бета коефициенти значително варира и дека е прилично ниско во споредба со резултатите од пресметките на бета

коефициентот од други регулатори. Македонски Телеком пресмета бета коефициент од 1,1, врз основа на регресија на поврат на акциите на MKT и индексот на МБИД.

Бета коефициентот пресметан во прелиминарниот нацрт-извештај за фиксни оператори во Македонија беше заснован на “unlevered” бета коефициентот од селектираната сродна група и структурата на капиталот кој се сметаше како оптимална. Оваа постапка е усогласена со главната премисата дека WACC треба да се пресмета врз основа на ефикасен оператор на пазарот. Доколку се усвои оваа премиса, сите елементи на WACC треба соодветно да се пресметаат и не треба да се земаат предвид факторите кои се специфични за операторот при вршење на пресметката. Оваа претпоставка за пресметката е особено значајна кога основниот принцип на LRIC моделот се заснова и на принципите на ефикасен оператор на пазарот.

АЕК и Deloitte не се согласуваат со Македонски Телеком дека пристапот применет при пресметката утврдува ризик специфичен за гранката на индустрија за фиксна телекомуникација во Европа. Овој пристап се заснова на “un-levering” бета коефициенти од пазарот, во обид да се утврди вистинската деловна изложеност на операторот на пазарните флукуации. Потоа, мерката за систематски ризик се прилагодуваат (“relevered”) со структурата на капиталот која се смета како оптимална структура за фиксен оператор, со цел да се добие проценка на бета коефициентот за ефективен оператор на пазарот. Бета коефициентот не претставува мерка на ризик на целокупниот фиксен телекомуникациски пазар во Европа, како што е наведено од Македонски Телеком, туку како проценка на што би бил бета коефициент за фиксен оператор кој се смета како ефикасен на пазарот.

Понатаму, не постои недоследност помеѓу сродните групи кои се користат за пресметка на стапка на принос на вложување без ризик и бета коефициентот. АЕК и Deloitte го уважуваат фактот дека државите кои се претставени во овие два примери не се сосема идентични. Македонски Телеком треба да го забележи фактот што и двата примери содржат субјекти само од земјите-членки на ЕУ бидејќи пазарот на ЕУ се смета како интегриран пазар со слободен проток на капиталот, вклучувајќи, меѓу другото, вложувања во акции и обврзници, и нема граници помеѓу земјите-членки.

Примерот кој се користи за пресметката на бета коефициентот беше утврден врз основа на критериумот на приходи. Поточно, сите компании вклучени во сродната група генерираат приходи од давање услуги на фиксна телефонија.

АЕК и Deloitte го уважуваат аргументот дека 3U Holding, оператор базиран во Германија, е главно оператор кој делува од повик на повик (“call-by-call”) без инфраструктура и затоа решија да го исклучат овој оператор од примерот. И Netia, оператор од Полска, е исклучен поради недостаток на финансиски информации за да се утврди задолженоста на Netia. На сличен начин, и за кипарскиот оператор Primetel PLC нема доволно податоци за бета коефициентот, и затоа е исклучен од примерот на сродна група. По внимателна анализа на генерираните

приходи од фиксните и мобилните оператори, Portugal Telecom, е исклучен од примерот на фиксни оператори и додадени на групата мобилни оператори, што е во согласност со деловните карактеристики на овој оператор.

Меѓутоа, додадени се осум нови сродни оператори во групата на фиксни оператор со цел да се подобри веродостојноста на цифрите пресметани од овој пример. Новите оператори се: Magyar Telekom, Hellenic Telecom, Teliasonera AB, Telefonica SA, Telecom Italia SpA, Belgacom SA, France Telecom SA и Telekom Slovenije.

АЕК и Deloitte смета дека пристапот што го предложува Македонски Телеком не може да даде веродостојна пресметка на бета коефициентот поради неколку причини, како што се: (а) пример од 12 месечни приноси не може да се смета како доволно за пресметка на бета коефициентот, (б) МБИД е ценовен индекс, непондериран индекс – ваквите индекси не се соодветни за пресметување на бета коефициентот, особено во нисколиквидни пазари во кои има акции со кои воопшто не се тргува, (в) во периодот наведен од Македонски Телеком има 25 дена без тргување на акциите на МКТ и просечното дневно тргување беше само сса 7.500 евра, (г) слободното се тргува само со 5% од акциите на МКТ.

По разгледување на забелешките приложени од Македонски Телеком, АЕК и Deloitte сметаат дека генералниот пристап при пресметување на бета коефициентот за фиксните оператори во Македонија треба да остане како што првично беше предложено, т.е. бета коефициентот да биде пресметан врз основа на премисата на ефективен оператор на пазарот и анализа на сродни групи. Меѓутоа, аргументите за Македонски Телеком за исклучување на 3U Holding, Netia и Primetel се прифатени.

Новиот пример и пресметаниот “un-levered” бета коефициент за фиксен оператор се претставени во следнава табела.

Споредлива компанија	Берзанска шифра	Земја	3 години	
			бета коефициент	Unlevered бета
BT Group PLC	BT/A LN	Британија	0,768	0,371
Teo LT	TEO1L LH	Литванија	0,805	0,802
Tiscali SpA	TIS IM	Италија	1,169	0,323
Telefonica O2 Czech Republic	SPTT CP	Чешка	0,479	0,471
Telekomunikacja Polska SA	TPS PW	Полска	0,527	0,527
Magyar Telekom Telecommunica	MTEL HB	Унгарија	0,721	0,533
Hellenic Telecommun Organiza	HTO GA	Грција	0,566	0,329
Teliasonera AB	TLSN SS	Шведска	0,700	0,552
Telefonica SA	TEF SM	Шпанија	0,807	0,556
Telecom Italia SpA	TIT IM	Италија	0,858	0,376
Belgacom SA	BELG BB	Белгија	0,349	0,290
France Telecom SA	FTE FP	Франција	0,511	0,327
Telekom Slovenije	TLSG SV	Словенија	0,894	0,606
Просечна вредност			0,688	0,466
Средна вредност			0,710	0,471
Максимум			1,169	0,802
Минимум			0,349	0,290

Избраниот среден un-levered бета коефициент за фиксните оператори е 0,471, а “re-levered” бета коефициент е 0,729.

Ве молиме забележете дека разновидноста во примерот на “un-levered” бета коефициенти за фиксните оператори, измерено со стандардно отстапување, е 14,2%. Од друга страна, разновидноста во примерот од Европската група на регулатори е 14,7% и 13,4%, што не може да се смета како значителна разновидност помеѓу субјектите земени како примери, како што тврди Македонски Телеком.

2.4 Премија за ризик на пазарот на капитал

Македонски Телеком верува дека постои недоследност помеѓу пресметката на стапката на принос на вложување без ризик и премијата за ризик на пазарот на капитал, како што се претставени во прелиминарниот нацрт-извештај. Понатаму, Македонски Телеком тврди дека не се дадени причини за користењето на американскиот пазар за пресметка на премијата за ризик на капитал. Македонски Телеком тврди дека премијата за ризик на капитал во Македонија треба да биде најмалку 7%, бидејќи Македонија не е земја-членка на ЕУ. Во крајната пресметка, Македонски Телеком преименува премија за ризик на капитал од 8,5%.

Премијата за ризик на пазарот на капитал беше пресметана врз основа на информации од берзата на САД. Оваа премија за ризик на пазарот на капитал се објавува во годишникот на Ibbotson Associates и се користи во целиот свет како пример за очекуваниот принос од пазарот на капиталот над стапката на принос на вложување без ризик. Предложената премија за ризик на пазарот на капитал е еднаква на просечната разлика помеѓу приносите на S&P 500 и вкупниот принос од благајнички записи ослободени од ризик во периодот 1926 - 2008 година. Бидејќи ова е опсег на стапка на принос на вложување без ризик, а не е мерка на апсолутен принос, тогаш нема недоследност помеѓу пресметката на стапката на принос на вложување без ризик и соодветната премија за ризик на капитал.

Покрај тоа, документ на кој се повикува Македонски Телеком во своите забелешки е од септември 2008 година, а сите главни табели и графикони последен пат биле ажурирани во јануари 2008 година. Поради овие причини, податоците приложени во тој документ се малку застарени. Меѓутоа, треба да се забележи дека само 3 од 21 држави користеле повисока премија за ризик на пазарот на капитал за пресметка на WACC за фиксни оператори отколку премијата предложена во прелиминарниот нацрт-извештај. Од друга страна, во случај на WACC за мобилни оператори, само една држава користи повисока премија за ризик на пазарот на капитал при пресметката на WACC во споредба со предложената премија.

Споредбата на премијата за ризик на пазарот на капитал со приноси од индексот МБИ10 не споредба поради неколку причини. Кратката историја на тргувањето со акции во Македонија, ниската пазарна ликвидност што укажува на повисоки премии за ликвидност, ограничувањата на стапката на принос на вложување без ризик за пресметка на премијата за ризик на пазарот на капитал и симптоми во раните фази на пазарен раст кој не ги одразува долгорочните очекувања на пазарот на капиталот се само неколку аргументи.

Врз основа на горенаведеното, АЕК и Deloitte предлагаа да се задржи првичната премија за ризик на капитал за пресметка на WACC, која изнесува 6,5%.

2.5 Цена на долгот

Македонски Телеком верува дека пристапот применет при пресметување на цена на долгот не е во согласност со меѓународните најдобри практики. Операторот тврди дека цена на долгот треба да биде заснован на кредитниот рејтинг на конкретната компанија за која се пресметува WACC. Поради ова, додавање на кредитна премија, пресметана врз основа на синтетичкиот рејтинг на забележаниот оператор, кон проценетата стапка на принос на вложување без ризик треба да служи како добар пример за цената на долгот за тој конкретен оператор.

Поради тоа што претставениот пристап при пресметката на WACC и за фиксни и мобилни оператори е заснован на ефективен оператор на пазарот, пресметката на WACC не треба да содржи било какви специфични карактеристики на некој конкретен оператор којшто делува во Македонија, како што е синтетичкиот кредитен рејтинг на оператор како што е предложено од Македонски Телеком.

Покрај тоа, кога се набљудува како независен деловен субјект, компанијата не треба да има повисок кредитен рејтинг од кредитниот рејтинг препишан од рејтинг агенциите за државата во која таа конкретна компанија работи. Затоа, аргументот дека Македонски Телеком треба да има рејтинг BBB+ не е во согласност со тековниот кредитен рејтинг на Република Македонија, кој е BB (заклучно од април 2009 година).

Треба да се забележи дека се применети два различни пристапа во пресметката на трошокот за долг. Едниот, кој е во согласност со предлогот на Македонски Телеком, и другиот кој е заснован на опсегот на приносите до доспевање на телекомуникациските обврзници во ЕУ врз соодветните приноси до доспевање на државни обврзници во земјите во кои се лоцирани овие телекомуникациски обврзници.

Во прелиминарниот нацрт-извештај беа земени предвид и каматните стапки кои ги наплаќаат комерцијалните банки во Македонија за денарските деноминирани заеми за деловните претпријатија. Во текот на јануари – септември 2009 година, просечната пондерирана каматна стапка на денарските деноминирани долгорочни заеми, без валутна клаузула, за претпријатијата во Македонија беше 9,5%. Затоа, се сметаше дека Македонски Телеком, како финансиски стабилен и релативно голем субјект за македонскиот пазар, не треба да има повисок трошок за долг отколку просечната стапка која ја наплаќаат комерцијалните банки на другите субјекти во Македонија.

АЕК и Deloitte веруваат дека трошокот за долгот кој се применува при пресметката на WACC треба да ист како првично предложениот износ и претставен како опсег од 8,58% до 9,80%. Овој опсег е во согласност со горенаведената просечна каматна стапка во Македонија.

2.6 Финансиска задолженост

Македонски Телеком верува дека пресметката на WACC што се заснова на ефикасна задолженост нема цврста теоретска основа. Особено, пресметката на ефикасната задолженост заснована на просечната вредност на сродни групи се смета за несоодветна бидејќи избраната сродна група не ја одразува специфичната ситуација на операторот во Македонија. Поради ова, Македонски Телеком предлага примена на пазарните вредности на долгот и акционарскиот капитал на оператори со значителна пазарна моќ во Македонија за пресметка на нивото на финансиската

задолженост. Резултирачкиот сооднос на финансиска задолженост за македонскиот фиксен оператор би бил 8,67%, базиран на просечната структура на капиталот во текот на последниве три финансиски години.

Во согласност со главната премиса дека WACC треба да биде пресметан врз основа на ефективен оператор на пазарот, во прелиминарниот нацрт-извештај беше утврдена ефикасната задолженост како средната вредност на тригодишна просечна финансиска задолженост за селектираните сродни компании. Овој пристап е усогласен со меѓународните практики, бидејќи НГР препорачува дека ДРО треба да го одредат нивото на задолженост кое го сметаат за оптимално. Во ова, НГР можат да се потпрат на податоци од примери, одредници и сродни групи.

Меѓутоа, сродната група е прилагодена незначително со цел да се подобри прецизноста и веродостојноста на пресметаната финансиска задолженост. Овие прилагодување се извршени во согласност со информациите обезбедени во делот наменет за пресметка на бета коефициентот. Покрај тоа, двете пресметки сега се засноваат токму на истиот пример на сродни фиксни оператори.

Следната табела го претставува употребениот пример и пресметаната ефикасна финансиска задолженост на фиксен оператор.

Споредлива компанија	Берзанска шифра	Земја	Просек на 2006 – 2009 г.
BT Group PLC	BT/A LN	Британија	42,38%
Teo LT	TEO1L LH	Литванија	0,47%
Tiscali SpA	TIS IM	Италија	52,68%
Telefonica O2 Czech Republic	SPTT CP	Чешка	3,83%
Telekomunikacja Polska SA	TPS PW	Полска	13,52%
Magyar Telekom Telecommunica	MTEL HB	Унгарија	30,77%
Hellenic Telecommun Organiza	HTO GA	Грција	40,76%
Teliasonera AB	TLSN SS	Шведска	18,96%
Telefonica SA	TEF SM	Шпанија	38,97%
Telecom Italia SpA	TIT IM	Италија	60,21%
Belgacom SA	BELG BB	Белгија	17,96%
France Telecom SA	FTE FP	Франција	42,82%
Telekom Slovenije	TLSG SV	Словенија	37,88%
Просечна вредност			30,86%
Средна вредност			37,88%
Максимум			60,21%
Минимум			0,47%

Избраната финансиска структура за ефикасен фиксен оператор во Македонија се состои од 37,88% финансирање долг и 62,12% финансирање акционерски капитал. Оваа структура на капиталот, исто така, се користеше, покрај законската стапка на данок на добивка во Македонија, при “re-levering” и „un-levering“ бета коефициент.

3 Забелешки од T-Mobile Македонија

3.1 Бета коефициент

Според забелешките на T-Mobile, најдобриот пристап за проценка на бета коефициентот е да се користи „историски пристап“ споредувајќи ги повратите од инвестициите помеѓу една компанија и пазарот. Меѓутоа, бидејќи T-Mobile не е евидентиран на берзата, тие предлагаат бета коефициентот да се процени врз основа на одредници. T-Mobile користи одредници претставени во Извештајот на ЕГР од септември 2008 г. и тврди дека најповолна земја-репер е Грција и дека умерената вредност треба да биде најмалку 1,0 за да може бета коефициентот да го одрази систематскиот ризик на македонскиот пазар. Од друга страна, T-Mobile тврди дека пристапот што е претставен во прелиминарниот нацрт извештај се заснова на произволно избран пример, дека бројот на сродни оператори (пет) е статистички незначителен и дека избраните сродни оператори не се доследни на сроднатаа група за пресметување на стапката на принос на вложување без ризик. Покрај тоа, се разликуваат и земјите за фиксна и мобилна пресметка на бета коефициенти. Понатаму, не е дадена логичка подлога за избраните сродни оператори. Повеќето сродни оператори не ги одразуваат околностите на мобилниот оператор во Македонија. На крај, T-Mobile тврди дека нивото на “unlevered” бета коефициент од сродната група значително варира и дека е прилично ниско во споредба со резултатите од пресметките на бета коефициентот од други регулатори.

Бета коефициентот за мобилните оператори во Македонија беше пресметан со применување на истиот пристап како во случајот на фиксните оператори. Овој пристап се заснова на “unlevered” бета коефициент од избраната група и структурата на капиталот која се смета за оптимална. Понатаму, оваа постапка е усогласена со главната претпоставка дека WACC треба да се пресмета врз основа на ефикасен оператор на пазарот. Претпоставката за ефикасен оператор е особено значајна кога основниот принцип на LRIC моделот се заснова и на принципите за ефикасен оператор на пазарот. Според тоа, елементите на WACC треба да се пресметаат според истиот принцип, без да се земат предвид факторите што се специфични за операторот при пресметката.

Пристапот-репер предложен од T-Mobile е многу субјективен и се заснова на застарени податоци. Извештајот на ЕГР што T-Mobile го користи во своите пресметки е од септември 2008 г. а графиконот со резиме на бета коефициентите од различни земји последен пат беше ажуриран во јануари 2008 г. Исто така, T-Mobile не дава логичка подлога за избор на Грција како најповолна земја-репер.

Од друга страна, сродната група што е претставена во прелиминарниот нацрт извештај е составена од мобилни оператори врз основа на критериумите за приход. Операторите од ЕУ беа вклучени во сродната група врз основа на поголемиот дел од нивните приходи генерирани од услугите на мобилната телефонија.

Сродните групи, користени во пресметките на бета коефициентите и оптималните структури на финансиска задолженост за фиксни и мобилни оператори, како и споредната група искористена во пресметка на стапка на принос на вложување без ризик, се засноваат на земјите-членки на ЕУ. Нема недоследност меѓу примероците што се користат бидејќи сите претставени земји се членки на ЕУ, а европскиот пазар е интегриран пазар, со слободно движење на капитал.

Сепак, АЕК и Deloitte ги признаваат аргументите во однос на структурата на примерот што се користи кај бета коефициентот. Според тоа, за да се зголеми веродостојноста на пресметаниот бета коефициент, од моделот беа исклучени KPN и Swisscom и беа додадени следните оператори: Olisa, Telekom Austria, Portugal Telekom, Sonaecom и Tele 2. Подобрениот модел сега содржи осум оператори што поголемиот дел од своите приходи го генерираат од провизиите од услугите на мобилната телефонија.

Во следнава табела се дадени новиот модел и пресметаниот un-levered бета коефициент .

Споредлива компанија	Берзанска шифра	Земја	3 години	
			Необработен бета коефициент	Unlevered бета
Portugal Telekom	PTC PL	Португалија	0,898	0,458
Sonaecom	SNC PL	Португалија	1,165	0,860
Tele2 AB-B SHS	TEL2B S	Шведска	0,820	0,767
Telenor ASA	TEL NO	Норвешка	0,594	0,430
Vodafone Group PLC	VOD LN	Британија	0,788	0,491
Turkcell Iletisim Hizmet AS	TCELL TI	Турција	0,615	0,593
Elisa Oyj	ELI1V FH	Финска	0,667	0,526
Telekom Austria AG	TKA AV	Австрија	0,740	0,466
Просечна вредност			0,786	0,574
Средна вредност			0,764	0,508
Максимум			1,165	0,860
Минимум			0,594	0,430

Избраниот среден “un-levered” бета коефициент за мобилните оператори е 0,508, а “re-levered” бета коефициент е 0,681.

Разновидноста на примерот на “un-levered” бета коефициенти за мобилните оператори, измерена со стандардно отстапување, е 14,8% (пред прилагодувањата беше 11,7%). Од друга страна, разновидноста во моделот на Европската група регулатори е 23,3% и 24,6%.

3.2 Финансиска задолженост

T-Mobile ги изрази истите аргументи во однос на користењето на ефикасната задолженост како Македонски Телеком. Имено, тие веруваат дека пресметката на WACC што се заснова на ефикасна задолженост нема цврста теоретска основа. Особено, пресметката на ефикасната задолженост заснована на просечната вредност на сродни групи се смета за несоодветна бидејќи избраната сродна група не ја одразува специфичната ситуација на мобилниот оператор во Македонија. T-Mobile тврди дека коефициентот на задолженост за мобилниот оператор треба да се заснова на коефициентите на задолженост за одредени мобилни оператори во Македонија. Оттука, коефициентот на задолженост за T-Mobile треба да се пресмета според пристапот на пазарна вредност кој ја користи пазарната вредност на АД Македонски Телеком. Како резултат, задолженоста би била 8,67%.

Истиот пристап беше применет при определување на финансиската задолженост за фиксни и мобилни оператори. Овој пристап се заснова на средна финансиска структура од сродна група компании што се користи при пресметување на бета коефициентот. Овој пристап е усогласен со меѓународните практики, бидејќи НГР препорачува дека НРТ треба да го одредат нивото на задолженост кое го сметаат за оптимално. Во ова, НГР можат да се потпрат на податоци од примери, одредници и сродни групи.

Сродната група беше малку прилагодена во однос на групата претставена во прелиминарниот нацрт извештај со цел да се зголеми прецизноста и веродостојноста на пресметаната финансиска задолженост. Ова прилагодување беше усогласено со прилагодувањето направено во делот за пресметка на бета коефициентот. Покрај тоа, двете пресметки сега се засноваат токму на истиот модел на сродни мобилни оператори.

Споредлива компанија	Берзанска шифра	Земја	Просек на 2006 – 2009 г.
Portugal Telekom	PTC PL	Португалија	45,41%
Sonaecom	SNC PL	Португалија	34,24%
Tele2 AB-B SHS	TEL2B Ss	Шведска	10,34%
Telenor ASA	TEL NO	Норвешка	28,04%
Vodafone Group PLC	VOD LN	Британија	26,86%
Turkcell Iletisim Hizmet AS	TCELL TI	Турција	4,80%
Elisa Oyj	ELI1V FH	Финска	20,74%
Telekom Austria AG	TKA AV	Австрија	36,45%
Просечна вредност			25,86%
Средна вредност			27,45%
Максимум			45,41%
Минимум			4,80%

Избраната финансиска структура за ефикасен мобилен оператор во Македонија се состои од 27,45% финансирање долг и 72,55% финансирање акционерски капитал. Оваа структура на капиталот, исто така, се користеше, покрај законската стапка на корпоративен данок на доход во Македонија, при при “re-levering“ и „un-levering“ бета коефициент.

4 WACC за фиксни оператори во Македонија

Врз основа на забелешките за првичната пресметка, претставени во прелиминарниот нацрт извештај, со просечен трошок на капитал за фиксни оператори во Македонија обезбеден од Македонски Телеком и прилагодувањата направени на почетната пресметка, опсегот на вредностите на WACC повторно беше пресметан за операторите за фиксна телефонија со значителна пазарна моќ во Република Македонија под претпоставка за ефикасен пазарен оператор.

Процентниот WACC за фиксен оператор во Македонија од 30 септември 2009 г. е во опсег (заокружен) од **13,40% до 14,80%**.

	Вредност	
	Понишка	Повисока
Стапка на принос на вложување без ризик	4,49%	4,49%
Бета коефициент	0,729	0,729
Премија за ризик на пазарот на капитал	6,50%	6,50%
Премија за ризик на земјата	4,19%	4,19%
Премија за ризик според големина	1,36%	2,71%
Номинална цена на акционерскиот капитал пред оданочување	16,40%	17,91%
Референтна стапка	8,27%	4,49%
Премија за ризик	0,31%	5,31%
Номинална цена на долгот пред оданочување	8,58%	9,80%
Сооднос меѓу долгот и вредноста на претпријатието	37,88%	37,88%
Сооднос меѓу акционерскиот капитал и вредноста на претпријатието	62,12%	62,12%
Стапка на данок на добивка	10,00%	10,00%
Номинален WACC пред оданочување (заокружено)	13,40%	14,80%

5 WACC за мобилни оператори во Македонија

Врз основа на забелешките за првичната пресметка, претставени во прелиминарниот нацрт извештај, со просечен трошок на капитал за мобилни оператори во Македонија обезбеден од T-Mobile и прилагодувањата направени на почетната пресметка, опсегот на вредностите на WACC повторно беше пресметан за операторите за мобилна телефонија со значителна пазарна моќ во Република Македонија под претпоставка за ефикасен пазарен оператор.

Процентниот WACC за мобилен оператор во Македонија од 30 септември 2009 г. е во опсег (заокружен) од **14,00% до 15,40%**.

	Вредност	
	Пониска	Повисока
Стапка на принос на вложување без ризик	4,49%	4,49%
Бета коефициент	0,681	0,681
Премија за ризик на пазарот на капитал	6,50%	6,50%
Премија за ризик на земјата	4,19%	4,19%
Премија за ризик според големина	1,36%	2,71%
Номинална цена на акционерскиот капитал пред оданочување	16,06%	17,56%
Референтна стапка	8,27%	4,49%
Премија за ризик	0,31%	5,31%
Номинална цена на долгот пред оданочување	8,58%	9,80%
Сооднос меѓу долгот и вредноста на претпријатието	27,45%	27,45%
Сооднос меѓу акционерскиот капитал и вредноста на претпријатието	72,55%	72,55%
Стапка на данок на добивка	10,00%	10,00%
Номинален WACC пред оданочување (заокружено)	14,00%	15,40%

Deloitte.

Deloitte refers to one or more of Deloitte Touche Tohmatsu, a Swiss Verein, its member firms, and their respective subsidiaries and affiliates. Deloitte Touche Tohmatsu is an organization of member firms around the world devoted to excellence in providing professional services and advice, focused on client service through a global strategy executed locally in nearly 140 countries. With access to the deep intellectual capital of 135,000 people worldwide, Deloitte delivers services in four professional areas — audit, tax, consulting, and financial advisory services — and serves more than 80 percent of the world's largest companies, as well as large national enterprises, public institutions, locally important clients, and successful, fast-growing global growth companies. Services are not provided by the Deloitte Touche Tohmatsu Verein, and, for regulatory and other reasons, certain member firms do not provide services in all four professional areas.

As a Swiss Verein (association), neither Deloitte Touche Tohmatsu nor any of its member firms has any liability for each other's acts or omissions. Each of the member firms is a separate and independent legal entity operating under the names "Deloitte", "Deloitte & Touche", "Deloitte Touche Tohmatsu", or other related names.

Deloitte Central Europe is a regional organisation of entities organised under the umbrella of Deloitte Central Europe Holdings Limited, the member firm in Central Europe of Deloitte Touche Tohmatsu. Services are provided by the subsidiaries and affiliates of Deloitte Central Europe Holdings Limited, which are separate and independent legal entities.

The subsidiaries and affiliates of Deloitte Central Europe Holdings Limited are among the region's leading professional services firms, providing services through more than 3,000 people in more than 30 offices in 17 countries.

In Hungary and Serbia the services are provided by Deloitte Advisory and Management Consulting Private Limited Company Budapest and Deloitte d.o.o Beograd, respectively, which are affiliates of Deloitte Central Europe Holdings Limited. Deloitte Hungary and Deloitte Serbia is one of the leading professional services organizations in the countries providing services in audit, tax, consulting, and financial advisory services. Known as an employer of choice for innovative human resources programs, it is dedicated to helping its clients and its people excel. For more information, please visit the Deloitte website at www.deloitte.com/Serbia.