



CRNA GORA

AGENCIJA ZA ELEKTRONSKE KOMUNIKACIJE I POŠTANSKU DJELATNOST

TEL: +382 (0)20 406-700

FAX: +382 (0)20 406-702

E-MAIL: ekip@ekip.me

www.ekip.me

Broj: 0102 - 5181/1

Podgorica, 26.06.2018.god.

Agencija za elektronske komunikacije i poštansku djelatnost, na osnovu člana 11, 14 i 76 stav 4 Zakona o elektronskim komunikacijama („Sl.list Crne Gore", broj 40/2013 i 002/17), i čl.18 i 144 Zakona o upravnom postupku ("Sl. list CG", broj: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 Savjeta održanoj dana 26.06.2018. godine, donosi

## ODLUKU

### o vrijednosti ponderisanog troška kapitala za 2017.godinu

Određuje se vrijednost ponderisanog troška kapitala prije oporezivanja na nivou od 9,51% za 2017. godinu koju su kod izračunavanja troškova za pružanje regulisanih maloprodajnih i veleprodajnih usluga, dužni da primijene:

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

- Veleprodajno tržište završavanja (terminacije) poziva u sopstvenoj telefonskoj mreži koji se pružaju na fiksnoj lokaciji po Rješenju ove Agencije broj 0302-8303/6 od 05.12.2017.godine;
- Maloprodajno tržište pristupa javnoj telefonskoj mreži mreži na fiksnoj lokaciji za fizička i pravna lica po Rješenju ove Agencije broj 0102-5719/1 od 19.11.2013. godine;
- Veleprodajno tržište poziva koji potiču iz javne telefonske mreže i koji se pružaju na fiksnoj lokaciji po Rješenju ove Agencije broj 0102-5720/1 od 19.11.2013. godine;
- Veleprodajno tržište završavanja (terminacije) poziva u sopstvenoj mobilnoj telefonskoj mreži po Rješenju ove Agencije broj 0102-8304/3 od 05.12.2017.godine;
- Veleprodajni lokalni pristup koji se pruža na fiksnoj lokaciji po Rješenju ove Agencije broj 0102-8299/3 od 22.12.2017. godine;
- Veleprodajni centralni pristup koji se pruža na fiksnoj lokaciji za proizvode za masovno tržište po Rješenju ove Agencije broj: 0102-8328/4 od 22.12.2017.godine;

- Veleprodajni visokokvalitetni pristup koji se pruža na fiksnoj lokaciji po Rješenju ove Agencije broj: 0102-8316/3 od 05.12.2017.godine;
  - Maloprodajno tržište javno dostupnih usluga lokalnih i međumjesnih poziva za pravna i fizička lica koji se pružaju na fiksnoj lokaciji po Rješenju ove Agencije broj 0102-6198/1 od 20.10.2015.godine;
  - Maloprodajno tržište javno dostupnih usluga međunarodnih poziva za pravna i fizička lica koji se pružaju na fiksnoj lokaciji po Rješenju ove Agencije broj 0102-6195/1 od 20.10.2015.godine;
  - Maloprodajno tržište usluga širokopojasnog pristupa internetu po Rješenju ove Agencije broj 0902-531/1 od 30.01.2014. godine.
  - Veleprodajno tržište pristupa i započinjanja (originacije) poziva iz javnih mobilnih mreža po Rješenju ove Agencije broj 0102-6196/1 od 20.10.2015.godine;
- Telenor d.o.o Podgorica kao operator sa značajnom tržišnom snagom na sljedećim relevantnim tržištima:
- Veleprodajno tržište završavanja (terminacije) poziva u sopstvenoj mobilnoj telefonskoj mrezi po Rješenju ove Agencije broj 0102-8304/3 od 05.12.2017.godine;
  - Veleprodajno tržište pristupa i započinjanja (originacije) poziva iz javnih mobilnih telefonskih mreža po Rješenju ove Agencije broj. 0102 -6196/1 od 20.10.2015. godine;
- Mtel.d.o.o Podgorica kao operator sa značajnom tržišnom snagom na sljedećim relevantnim tržištima:
- Veleprodajno tržište završavanja (terminacije) poziva u sopstvenoj mobilnoj telefonskoj mrezi po Rješenju ove Agencije broj 0102-8304/3 od 05.12.2017.godine;
  - Veleprodajno tržište pristupa i započinjanja (originacije) poziva iz javnih mobilnih telefonskih mreža po Rješenju ove Agencije broj: 0102-6196/1 od 20.10.2015.godine.

2. Ova odluka je izvršna danom dostavljanja.



## 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 dana 30.05.2011.godine za fiksne mreže, te Odlukom Agencije broj 0102-579/1 dana 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.

Agencija vrši obračun WACC-a shodno usvojenoj Metodologiji obračuna ponderisanog troška kapitala od juna 2012.godine. Napominjemo da je obračun WACC-a jedinstven za sve regulisane usluge, kao i da se odnosi na sve operatore sa značajnom tržišnom snagom za fiksne i mobilne telefonske mreže.

Sistem obračuna WACC stope je :

Ponderisana prosečna cijena kapitala (WACC – Weighted Average Cost of Capital) predstavlja mjeru prinosa na ulaganja koja investitor može očekivati, odnosno maržu na trošak pružanja usluge, za one segmente za koje Agencija za elektronske komunikacije i poštansku delatnost smatra da je potrebno sprovoditi regulaciju.

U ovu svrhu, obračun ponderisane prosječne cijene kapitala je izvršen kalkulacijom tri osnovna elementa neophodna za WACC stopu:

1. cijena sopstvenog kapitala,
2. cijena pozamljenog kapitala i
3. odnos pojedinih izvora finansiranja u ukupnim izvorima finansiranja (D/E ratio).

Cijena sopstvenog kapitala je obračunata putem CAPM modela (Capital Asset Pricing Model). Ovaj model se najčešće koristi u praksi od strane regulatornih tijela i finansijskih stručnjaka ima jasnu teorijsku osnovu i ne zahtjeva mnogo subjektivnih pretpostavki. Prilikom korišćenja CAPM modela, koristimo bazičnu jednačinu koja implicira da je očekivani prinos na konkretnu hartiju od vrednosti suma nerizične stope



i premije za podnošenje tržišnog rizika, koja predstavlja razliku između očekivanog prinosa na tržišni portfolio i nerizične stope prinosa:

Glavne komponente obračuna cijene sopstvenog kapitala su sledeće:

- A) Stopa prinosa na nerizična ulaganja – dobijena je korišćenjem prinosa do dospeća na njemačku državnu obveznicu ročnosti 10 godina, koja se smatra finansijskim instrumentom sa izrazito niskim kreditnim rizikom. Izvor korišćen je [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com).
- B) Premija za tržišni rizik zemlje - predstavlja kompenzaciju za ulaganje u akcije kompanije koja posluje na tržištu određene zemlje. Premija za tržišni rizik se dodaje na stopu prinosa na nerizična ulaganja kako bi se dobila stopa koja adekvatno odražava rizik tržišta Crne Gore. Izvor korišćen je data baza profesora Aswath Damodarana, sa sajta [www.pages.stern.nyu.edu/~adamodar/](http://www.pages.stern.nyu.edu/~adamodar/).
- C) Beta koeficijent – obračunat je korišćenjem podataka za uporedive kompanije, koje posluju u istoj industriji nude relativno slične proizvode/usluge na tržištu. Medijana beta koeficijenta dobijena iz uzorka uporedivih kompanija je korigovana za efekat finansijskog leveridža, kako bi se dobio beta koeficijent koji se koristi u obračunu cijene sopstvenog kapitala. Izvor korišćen za podatke o beta koeficijentima grupe uporedivih kompanija je [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com)
- D) Premija za tržišni rizik - predstavlja dodatan iznos kompenzacije iznad stope prinosa na nerizična ulaganja za investitore koji ulažu na tržište akcija. Premija za tržišni rizik je obračunata na bazi istorijskih podataka objavljenih u publikaciji Duff and Phelps Valuation Handbook, koja je široko korišćena od strane stručnih procenjivača. Izvor korišćen je EY baze, kao sajt [www.duffandphelps.com](http://www.duffandphelps.com)

Cijena pozajmljenog kapitala – obračunata je putem korišćenja stope prinosa na nerizična ulaganja za tržište Crne Gore (stopa prinosa na nerizična ulaganja uvećana za iznos premije za tržišni rizik zemlje), na koju se dodaje iznos kreditne premije. Obračun i izvor korišćen za stopu prinosa na nerizična ulaganja je opisan u dijelu za cijenu sopstvenog kapitala. Kreditna premija, odnosno premija za specifičan dug kompanije je obračunata kao razlika između kuponske stope korporativnih obveznica uporedivih kompanija i stope prinosa na nerizična ulaganja za tržište zemlje iz koje je kompanija. Ova razlika čini specifičnu kreditnu premiju kompanija. Medijana obračunatih specifičnih kreditnih premija je dodata na stopu prinosa na nerizična ulaganja za tržište Crne Gore kako bi se dobio iznos cijene pozajmljenog kapitala. Izvor korišćen za podatke o kuponskim stopama na korporativne obveznice uporedivih kompanija, kao i stopa prinosa na nerizična ulaganja je [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com).

Odnos pojedinih izvora finansiranja u ukupnim izvorima finansiranja (D/E racio) je obračunat korišćenjem ciljnog (tržišnog) racija. Iz grupe uporedivih kompanija je obračunata vrijednost medijane D/E racija svih kompanija iz uzorka. Ovako dobijen D/E racio se koristi za korekciju efekta finansijkog leveridža prilikom obračuna beta koeficijenta, i prilikom ponderisanja cijene sopstvenog kapitala i cijene pozajmljenog kapitala u obračunu WACC stope.

Agencija je na osnovu gore pomenutog obračuna izračunala vrijednost ponderisanog troška kapitala u iznosu 9,51 za 2017.godinu.

Agencija je shodno članu 111 Zakona o upravnom postupku ("Službeni list CG", br. 56/14, 20/15, 40/16 i 37/17), pripremila nacrt Odluke o vrijednosti ponderisanog troška kapitala za 2017.godinu i dostavila operatorima : Crnogorskom Telekomu.d.o.o Podgorica , Mtel-u d.o.o Podgorica i Telenoru d.o.o Podgorica , da se kao stranke u postupku izjasne o nacrtu u roku od 5 dana. Crnogorski Telekom se izjanio da nema primjedbi na obračun, dok se ostali operatori nijesu izjasnili u ostavljenom roku, što Agencija ocjenjuje da su saglasani sa dostavljenim nacrtom.

Na osnovu navedenog usvojen je obračun WACC-a za 2017.godinu u iznosu od 9.51, kako stoji u dispozitivu ove Odluke.

### 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. Saleta Đurović**  
