

Datë: 19 Dhjetor, 2018

PËRLLOGARITJA E KOSTOS MESATARE TË PONDERUAR TË KAPITALIT (WACC) PËR SEKTORIN E TELEFONISË MOBILE NË KOSOVË

Korniza Rregullatore për Komunikimet Elektronike në Bashkimin e Evropian (BE)¹ kërkon nga Autoritetet Rregullatore (NRA) që periodikisht të rishikojnë tregjet e telekomit dhe vlerësojnë nevojën e vendosjes së detyrimeve rregullatore (Remedies), përfshirë kontrollin e çmimeve për operatorët me fuqi të ndjeshme në treg (OFNT), ashtu që të sigurohet konkurrenca efektive. Sidoqoftë, operatorët e përcaktuar si OFNT u lejohen të arrijnë një normë të arsyeshme të kthimit në investimet e tyre (Ref. Neni 13 i Direktivës së Qasjes), e cila zakonisht matet nëpërmjet WACC-së.

Për të kryer funksionin e tij që ia jep Ligji nr. 04/L -199 për komunikime elektronike, dhe për të adresuar çështjet që lidhen me këtë treg, ARKEP duhet të përcaktoj rregulla dhe të krijoj stimuj që sigurojnë parakushte të barabarta të konkurrencës të gjithë aktorët në tregun e komunikimeve elektronike. Si një nga mekanizmat për të kryer funksionin e tij ARKEP e përdor metodën e WACC për të përllogaritur dhe përcaktuar normën e kthimit të investimeve të operatorëve në tregun e komunikimeve elektronike, që është krijuar si një praktikë në mesin e autoriteteve rregullatore kombëtare. Metoda e WACC, bazën e saj e ka në teorinë e cila menaxhon marrëdhëniet në mes të ndërmarrjes së rrezikut dhe kthimit të investimeve në një fushë biznesi apo të instrumenteve financiare, teori kjo e quajtur CAPM².

ARKEP, përdorimin e WACC dhe formulën standarde të tij e ka paraparë edhe në Rregulloren nr. 043/B/12, që ka të bëjë me llogaritjen e kostos në bazë të metodës së shpërndarjes së plotë të kostos.

Për të llogaritur koston mesatare të ponderuar të kapitalit është përdorur formula standarde, e cila është e shprehur edhe në rregulloren në fjalë dhe e përdorur gjerësisht në botë.

¹ (i) Framework Directive; (ii) Authorisation Directive; (iii) Access Directive; (iv) Universal Service Directive and (v) Privacy and Electronic Communications Directive

² CAPM – Shkurtesë në anglisht për Capital Asset Pricing Model, që në shqip do të thotë Modeli i vlerësimit të aseteve kapitale.

$$WACC = RE * \frac{E}{E+D} + RD * \frac{D}{E+D} \quad [1]$$

ku:

E - vlera e përgjithshme e ekuitetit

D - vlera e përgjithshme e borxhit

RE - kosto e ekuitetit

RD - kosto e borxhit

Kostoja e ekuitetit (RE) e llogaritet sipas formulës:

$$RE = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

ku:

R_f - norma bazë e fitimit apo norma e liruar nga rreziku

R_m - Norma mesatare e fitimit në treg (%)

(R_m-R_f) - Rreziku premium i ekuitetit të vendit

β - rreziku i asteve të ndërmarrjes së rregulluar krahasuar me normën ndaj rrezikut mesatar në treg

Ndërsa kostoja e borxhit (RD) llogaritet duke i shtuar normës së lirë të rrezikut (R_f), normen mesatare të interesit në treg:

$$CD = R_f + \text{Premia e borxhit}$$

Ekuacioni i sipërm i WACC merret për bazë kur përllogaritja bëhet për një operator të caktuar. Por në rastin tonë, kur Autoriteti synon të përcaktoj një WACC të përbashkët për të gjithë operatorët që veprojnë në një treg të caktuar atëherë merret një raport borxhi dhe raport ekuiteti që përfaqëson më së miri sektorin. Përveç kësaj, synimi i Autoritetit është që ta përcaktoj WACC-in para tatimit, prandaj ekuacioni 1 modifikohet në ekuacion të ri duke marrë parasysh raportin borxh-ekuitet duke zgjeruar ekuacionin me elementet e koston së borxhit (CD) dhe koston së ekuitetit (CE).

$$WACC = g * (R_f + DPR) + (1 - g) * (R_f + \beta * EPR) \quad [2]$$

ku:

DPR - Premia e borxhit ;

EPR - Rreziku premium i ekuitetit

Përlllogaritja e WACC në rastin e Kosovës është mjaft e vështirë për arsye të mungesës së të dhënave të nevojshme për të bërë këtë, prandaj pashmangshëm Autoriteti detyrohet të përdorë metodën benchmark për të arritur deri te një normë e WACC që përfaqëson sa më korrekt normën e projektuar të kthimit të investimeve në tregun e telefonisë mobile në Kosovë.

Për këtë qëllim, Autoriteti ka konsultuar dokumente nga baza e të dhënave të Cullen International, si dhe dokumente të Autoriteteve rregullatore të disa vendeve si Kroacia, Maqedonia etj. Vlen të theksohet se Cullen International merr për bazë raportin e përgatitur nga Rregullatori i Suedisë si një vend i zhvilluar, me një treg mjaft të organizuar të telefonisë mobile e cila ka përdorur metodën benchmark për të nxjerrë elementet e nevojshme të ekuacionit për përlllogaritjen e WACC.

Në vazhdim do të paraqitet prejardhja e vlerave të ekuacionit të WACC për tregun e telefonisë mobile në Kosovë.

Raporti i borxhit (g)

Raporti i borxhit paraqet pjesëmarrjen e borxhit në burimet e përgjithshme të financimit të një operatori. Tregu i telefonisë mobile në Kosovë është i vogël dhe përbëhet nga dy operatorë të rrjetit, Telekom i Kosovës i cili në bilancin e gjendjes së fund vitit 2017 nuk pasqyron borxh, dhe IPKO, bilanci i së cilës për vitin 2017 tregon një gjendje krejtësisht të kundërt, pasi që kompania bazohet tërësisht në borxhe. Autoriteti është përpjekur që të gjej një raport standard të borxhit që përfaqësonn operatorin tipik në këtë treg. Për këtë qëllim janë bërë hulumtime për të gjetur raportin borxh-ekuitet të operatorëve më të mëdhenj dhe më të shpërndarë në tregun e Bashkimit Evropian. Në mungesë të qasjes në pjesën e webfaqes Blomberg³, në të cilën paraqiten pasqyrat financiare të operatorëve të telefonisë mobile, janë shfrytëzuar të dhëna që ka shfrytëzuar Autoriteti rregullativ suedez⁴, i cili ka qenë i regjistruar për të shfrytëzuar këtë lloj shërbimi dhe metodologjinë e të cilit e shfrytëzon edhe Cullen International⁵.

³ www.blomberg.com, kontrolluar më 08.10.2018

⁴ Bengt G Molleryd (2014), Consultation on return rates for mobile networks wacc – an update (i punuar për Autoritetin Rregullativ suedez)

⁵ <http://www.cullen-international.com/product/documents/CTTEEU20160155>, kontrolluar më 08.10.2018

Tabela 1. Raporti i borxhit (g) dhe koeficienti Beta, për operatorët më të njohur në Evropë

Compnay	Shkurtesa	Beta e papërpunuar	Beta e modifikuar	MV/BV*	Aset beta	Borxhi (%)	Kapitali vetanak (%)	Beta
Belgacom	BELG BB	0.45	0.45	0.83	0.53	17	83	0.45
Elisa	EN FP	1.22	1.15	0.72	0.83	28	72	1.15
Deutsche Telekom	DTE GY	0.55	0.70	0.50	0.35	50	50	0.70
Elisa	ELI1V FH	0.68	0.79	0.77	0.60	23	77	0.79
Iliad	ILD FP	0.55	0.70	0.85	0.60	15	85	0.70
KPN	KPN NA	0.40	0.60	0.54	0.32	46	54	0.60
Mobistar	MOB BB	0.44	0.63	0.87	0.55	13	87	0.63
Orange	ORA FP	0.68	0.78	0.54	0.42	46	54	0.78
OTE	OTE GR	0.94	0.96	0.45	0.43	55	45	0.96
Portugal Telekom	PTC PL	0.60	0.73	0.53	0.39	47	53	0.73
SonaeCom	SNC PL	0.71	0.80	0.62	0.50	38	62	0.80
Swisscom	SCMN VX	0.30	0.53	0.68	0.36	32	68	0.53
Telecom Italia	TIT IM	0.97	0.98	0.33	0.32	67	33	0.98
Telefonica	TEF SM	0.88	0.92	0.56	0.52	44	56	0.92
Telekom Austria	TKA AV	0.73	0.82	0.55	0.45	45	55	0.82
Telekom Slovenije	TLSG SV	0.36	0.57	0.59	0.33	41	59	0.57
Telenor	TEL NO	0.83	0.89	0.80	0.72	20	80	0.89
Tele2	TEL2B SS	0.76	0.84	0.88	0.74	12	88	0.84
TeliaSonera	TLSN SS	0.66	0.77	0.78	0.61	22	78	0.77
TDC	TDC DC	0.36	0.57	0.61	0.35	39	61	0.57
Vimpelcom	VIP US	0.91	0.94	0.56	0.52	44	56	0.94
Vivendi	VIPFP	0.83	0.89	0.70	0.62	30	70	0.89
Vodafone	VOD LN	0.45	0.63	0.72	0.46	28	72	0.63

Compnay	Shkurtesa	Beta e papërpunuar	Beta e modifikuar	MV/BV*	Aset beta	Borxhi (%)	Kapitali vetanak (%)	Beta
Mesatarja		0.66	0.77	0.65	0.5	35	65	0.77
*MV= vlera e tregut, BV= vlera e ndërmarrjes, borxhi = shkalla e borxhit								

Burimi: Bloomberg (cituar nga Molleryd, 2014)

Në tabelë janë paraqitur operatorët evropian në fjalë me të dhënat e tyre. Mesatarja e shkallës së borxhit të tyre del të jetë 35%.

Si rezultat, rrjedh se $g=0.35$

Koeficienti Beta

Bazuar në metodën benchmark, nga tabela e sipërme, del se mesatarja e koeficientit Beta për operatorët evropian në fjalë është 0.77.

Së këndejmi, për nevojat e përlllogaritjes së WACC në sektorin e telefonisë mobile në Kosovë propozohet që:

Koeficienti Beta $\Rightarrow \beta = 0.77$

Norma bazë e fitimit - Rf (norma e liruar nga rreziku)

Damodaran në punimin e tij të këtij viti ka përcaktuar nivelin e normës bazë të fitimit në Kosovë prej 2.77% (Damodaran, 2018).

Norma e liruar nga rreziku për Kosovë, propozohet të jetë:

$Rf = 2.77\%$

Rreziku premium i ekuitetit të vendit (EPR)

Ky faktor gjendet nga mesatarja e rrezikut premium të ekuitetit të 4 vendeve me të cilat kufizohet Kosova, të cilat janë marrë nga webfaqja e Damodaranit.

Tabela 2. Rreziku Premium i ekuitetit të vendeve fqinje

Vendi	Rreziku premium i ekuitetit EPR (%)
Shqipëria	11.73
Maqedonia	10.46
Maliz i zi	11.73
Serbia	10.46
Mesatarja	11.1

Burimi: Damodaran, 2018

Rreziku premium i ekuitetit për Kosovë propozohet të jetë:

Rreziku premium i ekuitetit: $EPR = 11.1\%$

Premia e borxhit (kosto e borxhit)-DPR

Premia e borxhit zakonisht merret nga norma e interesit të fletobligacioneve të kompanive që tregtohen në tregjet e kapitalit. Në mungesë të këtij tregu në Kosovë, dhe duke marrë bazë që edhe Rregullorja nr. 43/B/012⁶, parasheh që si kosto e borxhit, të merret norma e interesit të kredive në afat jo më të shkurtër se 5 vite.

Për të gjetur këtë parametër, është zhvilluar janë shfrytëzuar të dhënat nga Buletini mujor statistikor nr. 196 i publikuar nga BQK⁷. Janë identifikuar normat e interesit për kreditë afatgjata ndaj bizneseve dhe hipotekare, të cilat kanë qenë me normë të kamatës 6.5% dhe 5.8%, e që rrjedhimisht e japin një mesatare prej 6.15%.

Për qëllime të përlllogaritjes së WACC propozohet që kosto e borxhit të jetë:

Kosto e borxhit, $DPR = 6.15\%$

Në këtë mënyrë janë përcaktuar të gjithë parametrat e nevojshëm për të llogaritur koston mesatare të ponderuar të kapitalit.

Norma e tatimit në fitim

Bazuar në Ligjin nr. 05 L - 029, përkatësisht neni 6 i tij, norma e tatimit në të ardhurat e korporatave në Kosovë është 10% e të ardhurave të tatueshme.

Tabela 4. Parametrat e nevojshëm për WACC

Përshkrimi	Vlera
Raporti i borxhit	$g=0.35$
Koeficienti Beta	$\beta = 0.77$
Norma bazë e fitimit	$R_f = 2.77\%$
Rreziku premium i ekuitetit	$EPR = 11.1\%$
Kosto e borxhit	$DPR = 6.15\%$
Norma e tatimit në fitim	$t = 10\%$

Prandaj, këta parametra i fusim në formulën e përlllogaritje së WACC pas tatimit për të nxjerrë rezultatin:

$$\begin{aligned} \text{Kostoja e borxhit} &= g * (1 - t) * (R_f + DPR) = 0.35 * (1 - 0.1) * (0.0277 + 0.0615) \\ &= 0.315 * 0.0892 = 0.028098 * 100 = 2.81\% \end{aligned}$$

⁶ Rregullorja nr. 043/B/12 për llogaritjen e koston sipas metodës së shpërndarjes së plotë të koston (FDC)

⁷: www.bqk-rks.org, seksioni: Publikimet, kategoria Buletini mujor statistikor

$$\begin{aligned} \text{Kostoja e ekuitetit} &= (1 - g) * (R_f + \beta * \text{EPR}) = (1 - 0.35) * (0.0277 + 0.77 * 0.111) \\ &= 0.65 * (0.0277 + 0.08547) = 0.65 * 0.11317 = 0.073561 * 100 = 7.36\% \end{aligned}$$

$$\text{WACC}_{\text{pas tatimit}} = \text{Kostoja e borxhit} + \text{Kostoja e ekuitetit} = 2.81\% + 7.36\% = 10.17\%$$

$$\text{WACC}_{\text{para tatimit}} = \frac{\text{WACC}_{\text{pas tatimit}}}{(1-t)} = \frac{10.17}{1-0.1} = \frac{10.17}{0.9} = 11.3\%$$

Rekomandim

Bazuar në shtjellimin e deritanishëm të identifikimit të parametrave dhe përlogaritjen e WACC, rekomandohet që kostoja e ponderuar mesatare e kapitalit (WACC) pas dhe para tatimit për sektorin e telefonisë mobile në Kosovë të jetë:

$$\text{WACC}_{\text{pas tatimit}} = 10.17\% ^8,$$

dhe

$$\text{WACC}_{\text{para tatimit}} = 11.3\%$$

Konsiderohet se një nivel i tillë i WACC është i justifikueshëm për të nxitur investime dhe për të projektuar kthimin e investimeve të operatorëve në tregun e telefonisë mobile në Kosovë, dhe ju përshtatet rrethanave ekonomike dhe trendeve të zhvillimit ekonomik e social në të cilat është duke kaluar Kosova.

⁸ Duhet pasur në konsideratë se kjo normë e WACC, duhet të korigjohet në rast të ndryshimit të normës aktuale të tatimit në fitim në Kosovë.

Bibliografia

- 1) Buletini mujor statistikor nr. 196. Banka qendrore e Kosovës, shkurt 2018. www.bqk-rks.org;
- 2) Bengt G Molleryd (2014), Consultation on return rates for mobile networks WACC – an update (i punuar për Autoritetin Rregullativ suedez - PTS);
- 3) Damodaran, A. (2018) Country Risk: Determinants, Measures and Implications – The 2018 Edition;
- 4) Ligji nr. 04/L – 109 për komunikimet elektronike;
- 5) Ligji nr. 05/L – 029 për tatimin në të ardhurat e korporatave;
- 6) Rregullorja nr. 043/B/12, për llogaritjen e koston sipas metodës së shpërndarjes së plotë të koston (FDC) miratuar më 22.06.2012;
- 7) www.cullen-international.com, qasja e fundit, më 08.10.2018;
- 8) www.damodaran.com, qasja e fundit, më 04.10.2018;
- 9) www.blomberg.com, qasja e fundit, më 28.09.2018.