

UAB „Tele2”

Lietuvos Respublikos
Ryšių reguliavimo tarnybos
Algirdo g. 27, LT-03219 Vilnius
Direktoriaus pavaduotojui H. Varnui

2008-10-16 Nr. ER-RJ-SD-3923
į 2008-09-19 Nr. (24.11)1B-3642
Vilnius

DĖL VIDUTINĖS SVERTINĖS KAPITALO KAINOS (WACC) SKAIČIAVIMO METODIKOS IR REZULTATŲ

2008 m. rugsėjo 19 d. gavome Jūsų raštą „Dėl BU-LRAIC sąnaudų apskaitos modelio diegimo darbų”. Antrajame punkte buvo nurodyta, kad iki 2008 m. spalio 17 d. (įskaitytinai) vyksta viešoji konsultacija dėl vidutinės svertinės kapitalo kainos (angl.-WACC) dydžio. Atsižvelgdami į tai, teikiame UAB „Tele2” (toliau tekste – Tele2) pastabas dėl dokumento „Vidutinė svertinės kapitalo kainos skaičiavimo metodika ir rezultatai” (antra versija, 2008 m. rugsėjo 17 d.) (toliau tekste – dokumentas) paskelbto Lietuvos Respublikos ryšių reguliavimo tarnybos tinklalapyje adresu www.rtt.lt

Pagrindinė problema su kuria susidūrė Tele2, nagrinėdama dokumentą – teorinis, metodologinis ir statistinis dokumento nepagrįstumas.

Dėl šios priežasties Tele2 rekomenduoja iš naujo atlikti bendrąjį vidutinės svertinės kapitalo kainos tyrimą Lietuvoje, remiantis rekomendacijomis ir apskaičiavimais, pateiktais šiame Tele2 dokumente.

1. Matematinės klaidos

Matematinė išraiška, pateikta dokumente, neatitinka netgi minimalių reikalavimų.

$$WACC = R_d \times W_d + R_e \times \frac{1}{1-t} \times W_e \quad (1)$$

$$W_d = \frac{D}{D+E} \quad (2)$$

$$W_e = \frac{E}{D+E} \quad (3)$$

$$W_e = EV - W_d \quad (4)$$

Paimdami (4) ir įstatydami W_d ir W_e reikšmes iš (2) ir (3), gauname šią formulę

$$\frac{E}{D+E} = EV - \frac{D}{D+E}; \text{ perkėlę į kitą pusę, gauname: } EV = \frac{E}{D+E} + \frac{D}{D+E} = 1$$

Formulė (4) nurodo, kad įmonės vertė (EV) visų bendrovių atžvilgiu lygi 1. Remiantis šia prielaida, galima įrodyti beveik viską.

Toliau dokumente pateikimas kitas EV postulatą

$$EV = EBITDA_i * (EV / EBITDA_b) \quad (5)$$

Kadangi EV abiejose pusėse galima išbraukti, nekeičiant lygties (5) sumos,

$$1 = EBITDA_i / EBITDA_b$$

$$EBITDA_b = EBITDA_i$$

Išvada, kad vienos iš įmonių, priklausančių įmonių grupei, EBITDA (pelnas prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją) yra lygi visos grupės EBITDA rodikliui. Tokia prielaida, švelniai tariant, atrodo mažai tikėtina.

Neaišku, ką tu norima pasakyti, tačiau Tele2 mano, kad šios formulės nereikalingos ir siūlo štai ką:

Tele2 siūlo:

Viršuje pateiktas formules anuliuoti, šią pastraipą išbraukti, nes jos kelia didesnę sumaištį negu pagalbą.

Visas skaičiavimo procesas, kuriuo randama W_d vertė (o tada W_e išplaukia iš $W_e = 1 - W_d$, matoma iš (2) ir (3) lygybių, turi būti atliktas pagal tarptautinius standartus ir praktiką, kur pelningai dirbančio operatoriaus santykis tarp nuosavo ir skolingio kapitalo apskaičiuojamas lyginant su kitais operatoriais. Apačioje pateikta 7 lyginamų bendrovių kapitalo struktūros studija, rodanti, kad W_d vidurkis siekia 26,2% ir tuo pačiu $W_e = 100\% - 26,2\% = 73,8\%$

Tampa aišku, kad Tele2 privalo atmesti daroma prielaidą, kad šiame dokumente nustatyta W_d reikšmė lygi 0. Nerealų, kad efektyviai dirbantis operatorius, įeidamas į Lietuvos rinką, neturėtų skolų.

$$\text{Net leverage} = \text{Net debt} / [\text{Net Debt} + \text{“Equity”} (\text{Market Cap})]$$

COMPANIES	2003	2004	2005	2006	2007	Average
TELEKOM AUSTRIA	27,8%	26,4%	25,7%	22,1%	28,8%	26,2%
MOBISTAR	13,2%	5,6%	7,2%	9,7%	8,0%	8,8%
SONAECOM	47,1%	26,9%	29,8%	20,2,2%	24,6%	29,7%
TELENOR	32,9%	41,1%	54,9%	54,9%	49,2%	46,6%
VODAFONE	13,3%	13,7%	19,9%	22,3%	23,6%	18,6%
SWISSCOM	9,8%	7,8%	8,9%	21,6%	35,0%	16,6%
PORTUGAL TELECOM	37,0%	35,3%	44,3%	34,9%	40,9%	38,5%
Median						26,2%

Source: Bloomberg and companies reports

2. Skolos dalis ilgalaikėje perspektyvoje

Dokumente teigiama:

Modeliuojant efektyviai dirbančio operatoriaus WACC, sprendžiama, ar dabartinė kapitalo struktūra bus naudojama efektyviai dirbančio operatoriaus, veikiančio konkurencingoje rinkoje. Remiantis tokio operatoriaus pelno mokesčio rodikliu, beta rodikliu, rizikos laisvu grąžos rodikliu, rizikos premija ir skolos kaina (šie parametrai buvo apskaičiuoti kitose šios ataskaitos dalyse), buvo nustatyta, kad mažėjant skolos proporcijai kapitale, mažėja ir skolos kaina, ir atvirkščiai (žr. Priedą Nr.2 Efektyviai dirbančio operatoriaus skolos rodiklis). Todėl efektyviai dirbančio operatoriaus, veikiančio konkurencingoje Lietuvos rinkoje, kapitalo skolos dalis ilgalaikėje perspektyvoje turėtų būti lygi 0.

Ši išvada grindžiama priede pateiktos lentelės 2 duomenimis, tačiau tai nėra bendras realios situacijos atspindys. Vietoj to, dokumentas turėtų įvertinti ir pagrįsti šią situaciją matematiškai ir tada pateikti reikiamas išvadas.

Remiantis (1), (2), (3), (6) ir (7) galima apskaičiuoti tikrąją WACC-funkcijos vertę, išreikštą:

$$WACC = (1 + W_d) \times R_d + \beta_L \times \Delta R_m \times (1 - t \times W_d)$$

Pagal dokumente pateiktų kintamųjų apibrėžimus, išskyrus ΔR_m , kuris apibrėžiamas kaip $(R_m - R_f)$. Diferencijavę šią funkciją W_d , gauname

$$dWACC = (R_d - \beta_L \times \Delta R_m \times t) \times dW_d$$

Diferencialas didesnis už nulį, kai

$$R_d > \beta_L \times \Delta R_m \times t$$

arba

$$R_d / \Delta R_m > \beta_L \times t$$

Tai reiškia, kad WACC ilgalaikėje perspektyvoje esant mažesniai skolos rodikliui sumažės tik, jei bus pakankamai didelė skolos rodiklio (R_d) kaina, arba kitais žodžiais, nuosavas kapitalas yra brangesnis nei skolintas tik iki tam tikros ribos, kuomet daug skolinto kapitalo jau savaime didina riziką. 2-oje lentelėje pateiktame pavyzdyje skaičiai susidėlioja tinkamai, tačiau su kitais parametru dydžiais būtų gaunamas kitas rezultatas. Taip pat aišku, kad santykis tarp skolos rodiklio ir nuosavybės rizikos premijos (ΔR_m) turi būti pakankamai didelis ir padidėja β_L arba t labai paveiks šį santykį.

Peržiūrint vieną iš svarbių parametru - ribinius pelno mokesčių rodiklius - galima pastebėti, kad jie labai skiriasi nuo dabartiniu metu esančių Lietuvoje (žr. lentelę apačioje!). Yra didelė tikimybė ir spaudimas iš ES narių, kad šie mokesčiai ES rinkoje išsilygins ir ilgalaikėje perspektyvoje paveiks aukščiau apskaičiuoto diferencialo santykius.

	Mokesčių tarifas 1/1/05	Mokesčių tarifas 1/1/06	Mokesčių tarifas
Austrija	25,0%	25,0%	26,0%
Belgija	33,99%	33,99%	33,99%
Portugalija	27,50%	27,50%	25,0%
Norvegija	28%	28%	28%
Šveicarija	21,30%	21,30%	21,30%

Jungtinės Karalystė	30%	30%	30%
Lietuva	15%	15%	15%

Išvada ta, kad nėra jokio matematinio dėsnio – netgi taikant santykinės kintamųjų reikšmes – leidžiančio teigti, kad WACC sumažėtų, esant mažesniai skolos rodikliui.

Teorines dokumento nuostatas implikuoja, kad bendrovė, pasižyminti mažesniu WACC rodikliu, yra efektyvesnė už bendrovę su aukštesniu WACC. Pirštūsi išvada, kad bendrovių savininkai stengtūsi valdyti savo bendroves neefektyviai, kad padidėtų investicijų atsipirkimas.

Dokumente pažymimas UAB „Tele2“ ir UAB „Omnitel“ skolų nebuvimas, turi būti paaiškintas tuo, kad šios bendrovės turi efektyvų finansavimą. Paskolos Švedijoje (tiek UAB „Tele2“, tiek ir UAB UAB „Omnitel“ motininės kompanijų šios šalies) dėl mokestinio efekto yra pigesnės nei Lietuvoje, nes mokesčių dydis Švedijoje yra 28 proc..

Remiantis aukščiau pateiktais faktais, galime priėti prie išvados, kad dokumente įvardintos nuostatos nėra tinkamos, darant bendrąją išvadą.

Kadangi dokumente pateiktas metodas neatitinka įprastinių tarptautinių standartų (kurių laikomasi Tele2 pasiūlytu metodu), nėra jokio pagrindo, kodėl tai turėtų būti diegiama Lietuvoje, neturint svarių įrodymų.

Tele2 siūlo:

Samprotavimai dėl skolos dalies dokumente turi būti atmesti ir skolos dalis turi būti skaičiuojama pagal tarptautiniais standartais ir praktika paremtą metodologiją.

3. Skolos kaina

Dokumente nurodoma (pasak Tele2, nurodyta klaidingai), kad skolos dalis = 0, todėl dokumente neaptariama Skolos Kaina R_d , pateikta formulėje (1).

Tele 2 siūlo

Būda, apskaičiuoti parametą R_d .

Skolos kaina, naudojama WACC apskaičiavimui, atitinka normą, kurią mokėtų bendrovė nustatyti laikotarpiu rinkos sąlygomis, kad gautų naują ilgalaikį finansavimą. (Kaina, pasiskolinant papildoma lita).

Mūsų vertinimu hipotetinės bendrovės skolos kaina (R_d), būtų kaina, kuria gaunama nauja skola Lietuvos rinkoje, ir kaip pagrindas naudojamos ilgalaikės vyriausybės obligacijos, išleistos iki 2018 m.: (4,85% kintamos normos palūkanos).

(taip pat žr. ekrane Bloomberg's pateiktą ištrauką 2008-09-17)

Be kita ko, tokia siūlomos skolos kaina yra įmanomai mažiausia, vertinant sumažėjusią pasauline kreditinių išteklių pasiūlą.

<HELP> p/explicações. Msd:HELP_DESK
94<GO> p/editar colunas. Clique nas colunas p/ord. 95<GO> p/exportar ao excel.
Pag 1 / 2

Títulos Públicos

Emissor	Cupom	Vencido	Série	Pla	Vencido	Anúncio	Moeda	Prç venda	PCS
1) LITHUANIA	4.850	02/07/18		A-	BULLE	10/17/07	EUR	94.9400	BGN
2) LITHUANIA	3.750	02/10/16		A-	BULLE	02/03/05	EUR	89.5000	BGN
3) LITHUANIA	3.750	02/10/16	FEB	NR	BULLE	02/02/06	EUR	N.A.	N.A.
4) LITHUANIA	4.500	03/05/13		A-	BULLE	02/20/03	EUR	95.5200	BGN
5) LITHUANIA	4.500	03/05/13	MAR	NR	BULLE	02/27/04	EUR	N.A.	N.A.
6) LITHUANIA	5.375	05/10/12	NOV	NR	BULLE	10/26/06	EUR	N.A.	N.A.
7) LITHUANIA	5.375	05/10/12		A-	BULLE	04/26/02	EUR	102.3200	BGN
8) LITHUANIA	6.525	03/20/08		NR	BULLE	02/19/01	EUR	N.A.	N.A.
9) LITHUANIA REPUB	10.500	10/31/05		NR	BULLE	10/23/00	LTL	N.A.	N.A.
10) LITHUANIA	7.750	02/22/05		NR	BULLE	02/10/00	EUR	N.A.	N.A.
11) LITHUANIA	0.000	03/29/04	REGS	NR	BULLE	03/22/99	EUR	N.A.	N.A.
12) LITHUANIA	8.000	03/29/04	144A	NR	BULLE	03/22/99	EUR	N.A.	N.A.
13) LITHUANIA	7.875	04/14/03	NOV	NR	BULLE	11/02/99	EUR	N.A.	N.A.
14) LITHUANIA	7.875	04/14/03		NR	BULLE	09/20/99	EUR	N.A.	N.A.
15) LITHUANIA	7.875	04/14/03	NOV1	NR	BULLE	11/17/99	EUR	N.A.	N.A.
16) LITHUANIA	7.125	07/22/02	REGS	NR	BULLE	07/08/97	USD	N.A.	N.A.
17) LITHUANIA	7.125	07/22/02	144A	NR	BULLE	07/08/97	USD	N.A.	N.A.
18) LITHUANIA	FLOAT	12/21/00		NR	CALL/PUT	12/04/98	DEM	N.A.	N.A.
19) LITHUANIA	10.000	12/22/97		NR	BULLE	12/11/95	USD	N.A.	N.A.
20) LITHUANIA	10.000	12/22/97	144A	NR	BULLE	12/11/95	USD	N.A.	N.A.

Australia 61 2 3222 8500 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7300 2500 Germany 49 69 2504 1210 Hong Kong 852 3222 6000
Japan 81 3 3201 8200 Singapore 65 5212 1000 U.S. 1 212 318 2000 copyright 2008 Bloomberg Finance L.P. 12-Sep-2008 10:55:16

4. Nerizikinga investicijų gražos norma

Metodologija, naudojama dokumente, yra neteisinga.

Pirmoji problema – kokiomis finansų rinkomis naudotis, renkant duomenis. Skaičiuojant nerizikingą normą, dokumente naudojamos vietinės vyriausybės obligacijos, tačiau skaičiuojant visus kitus rodiklius, dokumente naudojama ne vietinės rinkos informacija, darant prielaidą, kad Lietuvoje finansinės rinkos dar nėra gerai išsivysčiusios. Dokumente pateikiama tokia citata:

„Kadangi Lietuvos vertybinių popierių birža vis dar vystosi ir santykinai mažai likvidi, aukščiau pateikti premijinės rizikos skaičiavimai, naudojant Lietuvos vertybinių popierių biržos duomenis, gali būti prieštaringi ir klaidingi“.

Šio aspektu, svarbu atsižvelgti į finansinės rinkos pobūdį, esantį Lietuvoje. Pagal TVF (žr. pvz.: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/CAR021908A.htm>) Lietuvos rinka vis dar laikoma besivystančia.

Šio įrodymo pakanka, kad Lietuvos finansinė rinka būtų laikoma vis dar besivystančia ir ji būtų vertinama kaip tokia.

Skaičiuojant nerizikingą normą šaliai, kuri laikoma vis dar besivystančia rinka, turime naudotis Amerikos vyriausybės obligacijomis. Ši metodologija – pripažinta tarptautinė praktika, ir šia tema, pvz., diskutuojama Tom Copeland, Tim Koller and Juck Murrin knygoje „Vertės nustatymas“ (ang. „Valuation“), 19 skyrius – Vertės nustatymas besivystančiose rinkose, psl. 373 iki psl. 393.

Pasak autorių, besivystančiose rinkose nerizikingą normą nėra taip paprasta apskaičiuoti, kaip išsivysčiusiose rinkose. Išskiriamos trys pagrindinės problemos, nustatant atitinkamą vietinę nerizikingą normą besivystančioje rinkoje:

- Dauguma vyriausybinių skolų besivystančiose rinkose nėra be rizikos.
- Daugelyje besivystančių rinkų sunku surasti skolų, ilgesnių nei trys metai.
- Be to, ilgalaikės skolos paprastai išreikštos JAV doleriais ir kitomis Europos šalių valiutomis ir t.t., todėl, nepriimtina diskontuoti jas vietinės valiutos pinigų srutais.

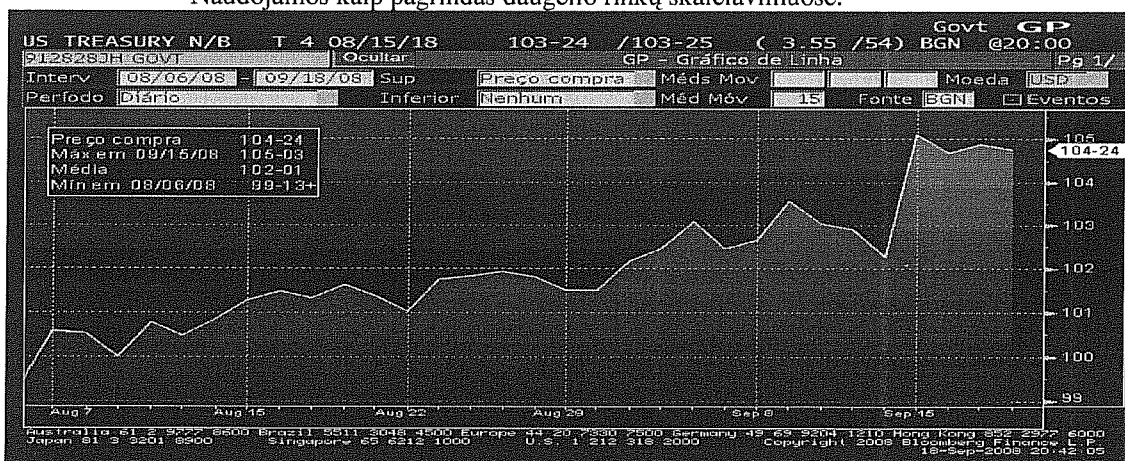
Kad būtų įveiktos šios kliūtys, autoriai rekomenduoja tris pagrindinius būdus, kaip besivystančioje rinkoje įsivertinti nerizikingą normą. Būdo pasirinkimą lemia obligacijų instrumentų prieinamumas ir likvidumas konkrečioje nagrinėjamoje rinkoje.

Tele2 siūlo:

Atlikti apskaičiavimą pagal tarptautinių rinkų duomenis ir šį skaičių konvertuoti į vietinės rinkos rodiklį. Konversijoje taip pat turi būti panaudotas Lietuvos (ar kitos besivystančios šalies) ir JAV infliacijos skirtumas.

Metodas pateikiamas apačioje:

- Apibrėžiant numatomą nerizikingos normos gražą, ji bus to paties dydžio, kaip ir gauta graža, t. y. be jokio numatomos gražos skirtumo (nuokrypio).
- Analizuojant ilgalaikę perspektyvą, nerizikingos normos rodikliu mes laikysime ilgalaikį Amerikos vyriausybės obligacijų pelningumą (gražą). Iš rinkoje prieinamų obligacijų mes pasirinkome 10 metų išdo obligacijas, nes jos:
 - Ilgalaikėje perspektyvoje geriau atspindi infliacinius lūkesčius;
 - Mažiau įtakojamos pasiūlos ir paklausos svyravimais ar intervencijoms trumpalaikiu periodu;
 - Naudojamos kaip pagrindas daugelio rinkų skaičiavimuose.



T-Bond: U.S treasury Bonds are long term obligations with maturity of more than 10 years (when issued)
T-Bond 10 years: 3,41% - Source: Bloomberg - Date: 22/09/2009

Išvada – JAV nerizikinga norma sudaro 3,84% per metus.

Šalies rizikos premija (CRP) apskaičiuojama naudojant pelningumo (ang. Yield) metodologiją, t. y. JAV obligacijos sulyginamos su Lietuvos vyriausybės ilgalaikėmis obligacijomis, kurių išpirkimo

terminas 2018 m.: (4,85% kintančios Lietuvos vyriausybės obligacijos – 3,84% Amerikos išdo obligacijos, išleistos 10 m. laikotarpiui, gauname 1,01% premiją).

Alternatyvus metodas Pelningumo metodologijai - "Paplitimo (*ang. Spread*) metodologija", kuri grindžiama šalies „reitingu“, suteikiamu rizikos klasifikavimo agentūros, tokios kaip „Standard & Poor’s“, „Moody’s“ ir t.t. Remiantis šia metodologija, rizika, priskiriama šaliai ir atskirai bendrovei, nesiskiria.

Pridėdami RFR_{JAV} ir $CRP_{Lietuva}$ gauname skaičių, kurį pateiktose formulėse naudojame, kaip R_f .

5. Akcininkų nuosavybės rizikos premija

Vienas pagrindinis klausimas – kokį metodą naudoti, nustatant vidurkį. Dokumente siūloma naudoti geometrinį vidurkį, nepateikiant jokių tvirtų argumentų, kaip tik koreliaciją laike. Skirtumas, naudojant aritmetinį ir geometrinį vidurkį, pateiktas lentelėse apačioje.

Aritmetinis vidurkis

Rizikos premija Akcijos – Išdo obligacijos

1928-2006	6,42%
1966-2006	3,92%
1996-2006	4,32%

Geometrinis vidurkis

Rizikos premija Akcijos – Išdo obligacijos

1928-2006	4,79%
1966-2006	3,06%
1996-2006	3,18%

Jei nėra jokių tvirtų argumentų, kuriais remiantis galima būtų naudoti geometrinio vidurkio nustatymo metodą, Tele2 siūlo naudoti aritmetinio vidurkio nustatymo metodą.

Naudojama keletas metodų, kuriais koreguojama tarptautinė vertė ir perskaičiuojama į vietinės rinkos normą. Dažniausiai naudojami šie:

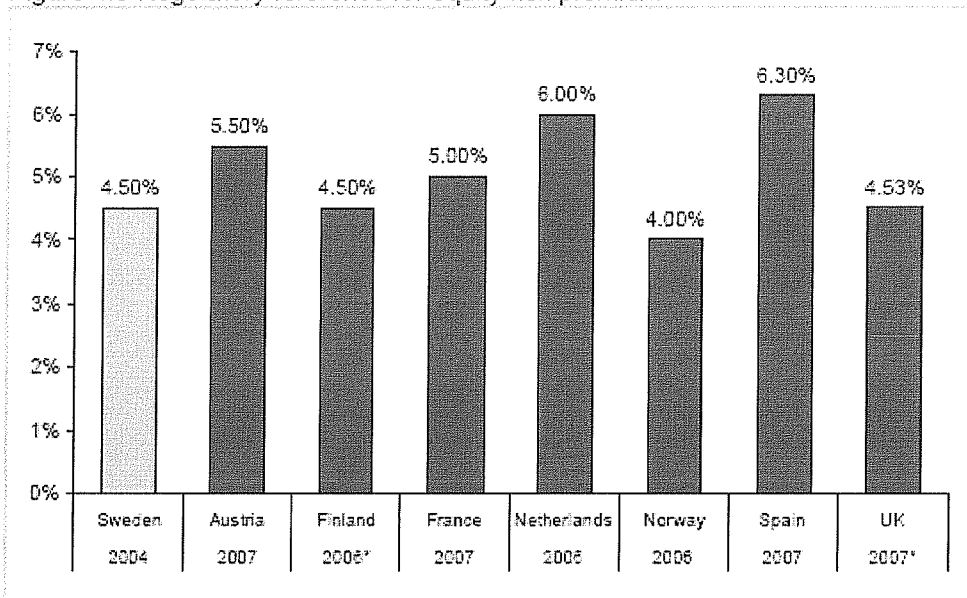
- ✓ Šalies obligacijų „Pelningumo“ metodologija
 - Pagrįsta šalies obligacijų „pelningumu“ (graža).
 - Ši norma apskaičiuojama pagal ilgalaikes Lietuvos Vyriausybės leidžiamas obligacijas – Lietuvos Vyriausybės obligacijos išperkamos 2018 m.
- ✓ „Paplitimo“ metodologija
 - Pagrįsta šalies „reitingavimu“, kurį priskiria rizikos klasifikacinės agentūros, tokios kaip „Standard & Poor’s“, „Moody’s“ ir t.t.
 - Šaliai ir jos bendrovėms suteikiamas tas pats indeksas: laikoma, kad šalies obligacijų „pelningumas“ yra panašus kaip ir to paties indekso bendrovių „pelningumas“.

Mes naudojome „Pelningumo“ metodologiją: ilgalaikės Lietuvos Vyriausybės leidžiamos obligacijos, kurių išpirkimo terminas 2018 m. (4,85% kintančios normos – 3,41% Amerikos Išdo dešimties metų obligacijos = 1,44). Tuo tarpu viešajai konsultacijai pateiktame dokumente tiesiog įdėta nuoroda į Damadoradan normą 1,20.

Nuosavybės rizikos premijos ribos Lietuvoje siekia 4,85 – 5,28 %.

Lyginant su dydžiais kitose Europos šalyse (žr. lentelę apačioje), atrodo, kad šios reikšmės gana artimos, atsižvelgiant į faktą, kaip šie statistiniai rodikliai jau senstelėję. Vidutinis Europos reguliavimo institucijų nustatytas dydis siekia 5,1 %.

Figure 4.3 Regulatory reference for equity risk premium



Note: Average 5.04%; Median 4.76%

6. Beta reikšmės apskaičiavimas

Beta reikšmės nustatymas – vienas iš svarbiausių klausimų skaičiuojant WACC normą. Pagrindinė problema – rasti tinkamą duomenų grupę, kurią galima naudoti kaip statistinius duomenis skaičiavimams. Daugumoje atvejų, keičiant operatorius, iš esmės keičiasi galutiniai rezultatai.

Kadangi beta apskaičiavimas nėra patikimas, geriausias būdas jį nustatyti – naudoti keletą metodų ir palyginti gautus rezultatus, kad sumažėtų klaidų tikimybė.

Tele2 siūlo:

Kad beta reikšmė būtų apskaičiuota, naudojant tris nepriklausomus metodus

1. Duomenų grupių palyginimas
2. Įvairių NRA (*angl. – national regulatory authority*) beta-sprendimų palyginimas
3. Apskaičiavimas, naudojantis statistiniais metodais, pasirinkus pakankamai didelį operatorių skaičių (minimaliai 25)

Duomenų grupių palyginimas gali būti atliktas pagal apačioje pateiktą lentelę, kurioje pasirinkti operatoriai, orientuoti pagrįdė į mobilių paslaugų teikimą. Šis palyginimas rodo, kad β vidurkis lygus 0,86. Tada skaičiuojama β (kuomet įmonė naudoja skolintą kapitalą) pagal $\beta_L = (1 + (1-15\%) \times 0,86)$. Šiuo atveju beta $\beta_L = 1,591$.

Mobilūs operatoriai		
	β , kai nenaudojamas skolintas kapitalas	Mobili dalis
Bendrovė		
Vodafone	0,78	98%
Mobistar	0,70	100%

Mobilūs operatoriai	β , kai nenaudojamas skolintas kapitalas	Mobili dalis
Bendrovė		
Cosmote	0,48	99%
Drillisch	1,04	100%
Orascom	0,93	100%
Sonaecom	0,97	91%
SFR/Vivendi	1,23	70%
Telenor	0,76	78%
Vidurkis	0,86	

Tele2 siūlo:

kad svertinė beta (β_L), kuomet naudojamas skolintas kapitalas, apskaičiuota pagal duomenų grupių palyginimą, būtų fiksuojama ties 1,591 reikšme.

Lyginant NRA duomenis, taip pat galima gauti tam tikrus rezultatus. Švedijos NRA buvo nustatyta, kad Švedijos mobilių operatorių beta reikšmė yra 1,2. Būtų protinga atlikti palyginimus ir su kitose šalyse apskaičiuotais beta dydžiais.

Tele2 siūlo:

kad RRT atliktų reglamentuotų beta koeficientų, naudotų WACC reikšmių apskaičiavimui, palyginamąjį tyrimą.

Galima naudoti ir skaidomąjį požiūrį, aprašytą dokumente. Tačiau dokumente pateikto apskaičiavimo problema – visų pirma, pasirinkta imtis, o antra – panaudoti neteisingi skaičiai. Belgacom, France Telecom, Mobistar, Telenor and TeliaSonera beta reikšmės, pateiktos 2008 kovo 18 d. Copenhagen Economics ataskaitoje “Swedish Mobile Networks kapitalo kaina”, smarkiai skiriasi nuo pateiktųjų dokumente.

Apačioje pateikti skaičiavimai remiasi didesne atrankinių duomenų imtimi, nei naudojama dokumente. Skirstymas tarp mobilių ir fiksuotų paslaugų paremtas pajamomis, o ne EBIT, nes pajamų duomenis galima lengviau surinkti. Apačioje pateikta lentelė pateikia imtį ir skaičius (šaltinis – tyrimas, kurį atliko Copenhagen Economics, užbaigta pagal Tele2 surinktus duomenis).

	Beta	fiksuotos	mobilios	kita
Telia Sonera	1,09	0,42	0,58	-
Tele2	0,93	0,31	0,69	-
Telenor	0,76	0,13	0,78	0,09
TDC	0,44	0,58	0,34	0,07
Belgacom	0,69	0,47	0,52	0,02
BT	0,83	0,36	0,64	-
Deutsche Telecom	0,69	0,42	0,58	0,00
France Tcom	0,81	0,38	0,53	0,09
KPN	0,68	0,64	0,36	-
OTE	0,74	0,44	0,34	0,22
Portugal Telecom	0,44	0,44	0,48	0,08
Swisscom	0,37	0,48	0,48	0,05
Telecom Italia	0,45	0,56	0,44	-
Telefa	0,65	0,47	0,52	0,01

	Beta	fiksuotos	mobilios	kita
Telekom Austria	0,35	0,38	0,62	-
Vodafone	0,78	-	0,98	0,02
Mobistar	0,70	-	1,00	-
Cosmote	0,48	-	0,99	0,01
Sonaecom	0,97	-	0,91	0,09
SFR/Vivendi	1,23	-	0,70	0,30
Orascom	0,93	-	1,00	-
Drillisch	1,04	-	1,00	0,00
Telefonica	0,68	0,47	0,52	0,01

Paprastoji regresija pateikia šią priklausomybę $\beta = 0.842 \times \beta_{\text{mobili}} + 1.438 \times \beta_{\text{fiksuota}} + 0.354 \times \beta_{\text{kita}}$ ir $R^2 = 0,936$

Svertinė β apskaičiuojama kaip $\beta_L = (1 + (1 - 15\%)) \times \beta_U$, kuria gaunama 1,558 reikšmė.

Tele2 siūlo:

Kad aukščiau nurodytu apskaičiavimas būtų nustatoma ši beta reikšmė: $\beta = 1,558$

Tele2 siūlo:

Kad, remiantis dviem skirtingais skaičiavimais, buvo gautos 1,558 – 1,591 ribinės beta reikšmės, kurių aritmetinis vidurkis – 1,575. Tele2 siūlo, kad WACC skaičiavimams naudojama beta reikšmė būtų 1,575.

7. WACC apskaičiavimas.

Galutinis WACC apskaičiavimas atrodytų taip:

Nuosavybė			
Nerizikinga norma	R_{fJAV}	3,84	4,85
Šalies rizikos premija	CRP	1,44	
Nerizikinga norma Lietuva	R_f	5,28	4,85
Beta	β_L	1,575	1,575
Nuosavybės rizikos premija JAV		6,42	4,79
Šalies rizikos premija	CRP	1,44	1,20
Nuosavybės rizikos premija	ΔR_m	7,86	5,99
Rizikos premija telekomunikacijų sektoriuje		12,38	9,43
Bendroji nuosavo kapitalo kaina		17,66	14,28
Mokesčiai	t	0,1559	0,1559
Svorio koeficientas	W_e	0,738	0,738
Nuosavybės įtaka WACC		15,440	12,489
Skola			
Skolos kaina	R_d	4,85	4,85
Svorio koeficientas	W_d	0,262	0,262
Skolinto kapitalo įtaka WACC		1,079	1,079
Bendras WACC		16,710	13,759

Tele2 siūlo:

Prieš infliacijos korekciją WACC būtų nustatomas kaip 15,0 %.

8. Infliacijos korekcija

Kadangi apskaičiavimas buvo atliktas pagal JAV finansinius rodiklius, WACC turi būti koreguojamas pagal infliacijos skirtumą (infliacijos lūkesčius). Apačioje pateikta lentelė parodo infliacijos skirtumą Lietuvoje, JK ir JAV. JAV ir Lietuvos infliacijos skirtumas siekia 6,6%, kuris turėtų būti pridėtas skaičiuojant WACC Lietuvoje.

Šalis	Rodiklis	Paskutiniai duomenys	Šaltinis

Šalis	Rodiklis	Paskutiniai duomenys	Šaltinis
Lietuva	12	2008-08-31	LICPIYOY Indeksas
JK	2	2008-08-31	UKHCA9IQ Indeksas
JAV	5,4	2008-08-31	CPI YOY Indeksas

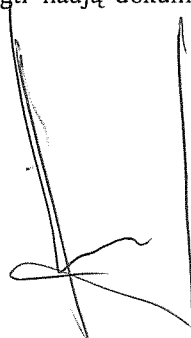
Tele2 siūlo:

kad WACC mobilaus sektoriaus rodiklis Lietuvoje būtų fiksuotas šia išraiška $12\% - 5,4\% + 15\% = 21,6\%$

Apibendrinant visa aukščiau išdėstyta, manome, kad šiuo metu pateikta viešajai konsultacijai pateiktas dokumentas „Vidutinė svertinės kapitalo kainos skaičiavimo metodika ir rezultatai“ (antra versija, 2008 m. rugsėjo 17 d.) neleidžia teisingai bei tinkamai apskaičiuoti kapitalo kainos naudojamos BU-LRAIC metodikoje, dėl ko prašome parengti naują dokumentą, atsižvelgiant į aukščiau pateiktas pastabas.

Pagarbiai

Teisės ir reguliavimo direktorius



Tadas Bukauskas