



Ndërtesa e Elektrokosovës *Elektrokosova Building*
Bulevardi Bill Klinton nr.3 *Bill Clinton Bulevard no.3*
Prishtinë 10000 *Prishtina 10 000*
Republika e Kosovës *Republic of Kosovo*



Përgjigjet në Lidhje me Raportin Konsultativ të ZRRE,së për Mesataren e Ponderuar të Kostos së Kapitalit (WACC)

Prishtinë 18.07.2017



Përgjigjet në Lidhje me Raportin Konsultativ të ZRRE,së për Mesataren e Ponderuar të Kostos së Kapitalit (WACC)

Hyrje

KEDS'si mbajtësi i licencës të Operatorit të Sistemit të Shpërndarjes ka pranuar me datë 04.07.2017 Raportin Konsultativ të ZRRE'së në lidhje me vlerësimin e Mesatares të Ponderuar të Kostos së Kapitalit (WACC) për periudhën e dytë rregullative 2018-2022.

KEDS'si ka analizuar me kujdes raportin konsultativ dhe vlerësimet e ZRRE'së të parashtruara në këtë raport. Vlerësimi i ZRRE'së rrezikon në mënyre të konsiderueshme stabilitetin financiar të kompanisë. Parametrat e vlerësuar për WACC nuk sigurojnë fonde të lira monetare për aksionarët mbas servिसimit të obligimeve nga pikëpamja e mospërputhshmërisë të amortizimit dhe maturitetit të kredive. Në tabelën e mëposhtme është paraqitur gjendja financiare e kompanisë në bazë të parametrave të vlerësuara nga ZRRE'ja për WACC dhe nivelin e lejuar të humbjeve.

Cash flow from operating activities mln euro	2018	2019	2020	2021	2022
Ebitda	23.2	22.6	24.0	25.4	26.9
Adjust for changes in net working capital:	4.7	4.7	4.6	4.5	4.5
increase in current assets	-3.1	-3.1	-3.1	-3.0	-3.0
increase in current liabilities	7.8	7.8	7.7	7.6	7.5
Tax	-1.1	-0.6	-1.0	-1.0	-1.0
interest	-1.3	-5.1	-1.6	-1.9	-2.0
Net cash from operating activities	25.4	21.5	26.0	27.0	28.3
Cash flow from investing activities					
Acquisitions of fixed assets-capital expenditures	-26	-28	-31	-28	-27
Proceeds from sales of fix assets					
Net cash used in investing activities	-26	-28	-31	-28	-27
Cash flow from financing activities					
Loan payments	-6	-8	-7.4	-7	-9
Borrowing	10	10	10	10	10
Dividends paid					
Net cash from financing activities	4	2	2.6	3	1
Open balance	6	9.06	4.69	2.30	4.57
Net changes	3.1	-4.4	-2.4	2.3	2.3
Closing balance	9.06	4.69	2.30	4.57	6.83



Edhe pse në kalkulimet e mësipërme nuk është marrë në konsideratë realiteti i kostove shtesë për humbjet, kompania në periudhën e dytë rregulative nuk mund të gjenerojë fonde të lira monetare dhe ka nevojë për një financim të vazhdueshëm i cili vetëm për periudhën e dytë rregulative është 50-97 milion euro varësisht kostove shtesë të humbjeve.

Respektivisht KEDS'i nuk pajtohet me vlerësimet e ZRRE'së dhe do të dëshironte të paraqiste argumentet si me poshtë.

Duhet të theksohet se WACC është komponenti kryesor potencial i cili përcakton fitimin e kompanisë dhe si i tillë ka një influencë të konsiderueshme në stabilitetin financiar të saj. Përlllogaritja e WACC bëhet në bazë të formulës:

$$WACC = (1 - g) * (rE) / (1 - t) + gi * (rD)$$

WACC (para-taksave)	("Mesatarja e Ponderuar e Kostos së Kapitalit")
g	("gearing (borxh:borxh+ekuitet)")
rE	("kosto reale e ekuitetit %")
rD	("kosto reale e borxhit %")
t	("taksa mbi korporata në Kosove")

Vlerësimi i kostos së borxhit llogaritet si më poshtë:

$$Rd_i = Rf + DRP_i$$

Rf	(Norma pa risk)
DRP_i	(Premia e riskut të borxhit për firmën i , që përfaqëson riskun shtesë të asaj firme në raport me normën pa risk)

Për të vlerësuar koston e ekuitetit ZRRE'ja përdor Capital Asset Pricing Model (CAMP). Formula e përlllogaritjes të CAPM është:



$$rE_i = r_f + \beta_i * ERP_m$$

r_f ("norma pa risk")

ERP_m ("MRP Premia e riskut të tregut (diferenca në mes të kthimit në tregun e aksioneve dhe normës pa risk)")

β_i ("Beta e ekuitetit për firmën")

Norma pa risk dhe Kostoja Reale e Borxhit

Në raportin konsultativ ZRRE'ja e ka vlerësuar normën pa risk ndërmjet vlerave 1.1%-3% duke argumentuar rënien e normave të interesit në vendet e zhvilluara Evropiane dhe normat e interesit për borxhet e brendshme të Qeverisë së Kosovës të realizuara nga letrat me vlerë (bonot e thesarit dhe obligacioneve qeveritare).

Për normën më të rrezikshme ka pranuar kthimin e bonove qeveritare Hungareze me maturitet 10 vjeçar¹.

Megjithatë duhet vlerësuar me kujdes dhe marrë në konsideratë që Qeveria e Kosovës ka lëshuar vetëm një obligacion qeveritar me maturitet 5 vjeçar i cili nuk është në qarkullim sepse i gjithë emisioni është blerë nga bankat e nivelit të dytë për të mbuluar detyrimet e tyre kundrejt Bankës Qendrore. Respektivisht përdorimi i shembullit nga Kosova mund të japi konkluzione të gabuara duke rrezikuar stabilitetin e sistemit.

Përcaktimi i normës pa risk për një vend pa të dhëna historike duhet të behet duke krahasuar obligacionet qeveritare me një vend me kushte të ngjashme ekonomike dhe politike, krahasimi me Hungarinë e cila është shtet i Bashkimit Evropian, me një sistem bankar të qëndrueshëm dhe investime të drejtpërdrejta dhe ku qasja në burimet e kapitalit është më e lehtë dhe më pak e kushtueshme.

Në raportin "Doing Business 2017" Kosova renditet në vendin e 60 kurse Hungaria në vendin e 41². Krahasimi me Hungarinë nuk është adekuat.

Norma mesatare e kredive të realizuara nga bankat në Kosovë për vitin 2016 është 6.8% pa marrë në konsideratë 10% të taksës në burim për kreditë 5 vjeçare. Duhet të theksohet që norma e interesit të

¹ <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teimf050&plugin=1>

²

<https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKewiY4OTGwJLVahVJLhoKHd7JBecQFggUAE&url=http%3A%2F%2Fwww.doingbusiness.org%2F~%2Fmedia%2FWBG%2FDoingBusiness%2FDocuments%2FAnnual-Reports%2FEnglish%2FDDB17-Full-Report.pdf&usg=AFQjCNHtZldUHZleOCTs6casUNtRUMAlcA>



kredive varet nga kolaterali likuid që mund të lëshohet, në rastin e KEDS'it është vetëm garancia e aksionarëve e cila normalisht ka kosto shtese 1% vjetore (garancitë bankare janë afërsisht 1.5% të vlerës). Ndërtesat administrative të KEDS'it si pjesë e Bazës së Rregulluar të Aseteve nuk pranohen si kolateral likuid. Përveç kësaj duhet të merret në konsiderate që koha e amortizimit është gjithmonë më e gjatë se koha e ri pagimit të kredive 5 vjeçare respektivisht me një mesatare 18 vjeçare. Kështu që kompania duhet ta ri financojë kredinë vazhdimisht me kredi të reja në mënyre që të mund të paguajë kreditë aktuale. Duke marre parasysh këto rreziqe shtesë, kosto reale e borxhit duhet të vlerësohet në vlerën 7.5%-8% për kreditë 5 vjeçare.

Në qoftë se marrim në konsiderate raportin e vlerësimit të lëshuar nga ZRRE'ja para një viti për Burimet e Ripërtëritshme³, kosto e borxhit është vlerësuar në vlerën 6.5% duke mos harruar kthimin në kohë të shkurtër të investimit dhe garancia e blerjes së energjisë me tarifa nxitëse që eliminojnë rreziqet financiare. Kështu që po e përsërisim se kosto reale e borxhit për Operatorin e Shpërndarjes duhet të vlerësohet në vlerat 7.5%-8%.

Kostoja Reale e Ekuitetit

ZRRE'ja në raportin konsultativ e ka vlerësuar preminë e riskut të tregut duke argumentuar dhe marrë parasysh vendimet e rregullatorëve të shteteve të Bashkimit Evropian. Me këtë vlerësim ZRRE'ja supozon që Kosova ka të njëjtin rrezik sistematik me shtetet e zhvilluara të Bashkimit Evropian. Me fjalë të tjera ZRRE'ja supozon që Kosova ndan të njëjtën Linjë të Tregut Kapital (Capital Market Line CML) dhe Linjë të Tregut të Aksioneve (Security Market Line SML). Konceptet e CML dhe SML janë koncepte themelore të financës moderne dhe modelit CAPM të cilat reflektojnë sjelljen e investitorëve kundrejt riskut. Në qoftë se kthimi në kapital do të jetë i njëjte në investime reciprokisht ekskluzive, investitorët racionalë do të investojnë në vendet ku risku është më i vogël ashtu si paraqitet edhe në supozimet e modelit CAPM që investitorët e urrejnë riskun (risk averse). Përveç kësaj vlerësimi i koston së ekuitetit është pothuajse i njëjtë me normat e depozitave 5 vjeçare në USD në Turqi që nuk kanë ndonjë risk të konsiderueshëm.

Për këtë arsye vendet në zhvillim e sipër janë të detyruar të ofrojnë kthim më të lartë në investime që të tërheqin investimet direkte dhe që investitorët të investojnë duke u ruajtur nga risku sistematik i cili nuk mund të shmanget.

Tabela e mëposhtme paraqet vlerësimin e profesorit Aswath Damodaran i Shkollës së Biznesit të Universitetit të New York të cilat janë përditësuar në Janar të vitit 2017⁴.

³ http://www.ero-ks.org/2016/Tarifat/RAPORT_per_FIT_te_eres_dhe_hidrocentraleve_te_vogla_eng.pdf

⁴ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>



<i>Country</i>	<i>Equity Risk Premium</i>	<i>Country Risk Premium</i>
Albania	12.09%	6.40%
Bosnia and Herzegovina	14.94%	9.25%
Macedonia	10.81%	5.12%
Moldova	14.94%	9.25%
Montenegro	12.09%	6.40%
Serbia	12.09%	6.40%
Turkey	9.24%	3.55%
Ukraine	19.90%	14.21%

Gjithashtu punimi dhe analiza e vitit 2016 e profesorëve, Pablo Fernandez, Alberto Ortiz dhe Isabel F. Acin profesorë të Shkollës së Biznesit të Universitetit Navarra japin vlerësime të afërta me Aswath Damodaran⁵. Duhet të merret në konsideratë që punimet dhe studimet e profesorit Damodaran gjejnë përdorim të gjerë dhe shfrytëzohen nga shumica e bankave të mëdha investuese dhe nga korporatat e mëdha për vlerësimin e riskut të ekuitetit.

KEDS'i propozon që premia e riskut të ekuitetit minimum të vlerësohet në 15% i njëjtë me Bosnje Hercegovinën, shtet i rajonit që është i ngjashëm me Kosovën. Kjo vlerë është vlera reale që përfaqëson pritshmërinë e investitorëve për të investuar në Kosovë kundrejt riskut sistematik të vendit. Duke marrë parasysh faktin që Kosova nuk është njohur plotësisht dhe nuk ka notë vlerësimi (credit rating) premia e riskut në ekuitet duhet të vendoset më e lartë se vlera që është për Bosnje Hercegovinën respektivisht KEDS'i propozon që premia e riskut të ekuitetit të përcaktohet në vlerën 15.9% (Rf + ERPm) që të shmangë mungesën e interesit të investitorëve të huaj.

Vlen të theksohet që propozimi dhe kërkesa e investitorit me mbështetjen e IFI për preminë e riskut të ekuitetit për projektin e vetëm të madh "Kosova e Re" që ka një kthim të ngjashëm me KEDS (afërsisht 20 vjet) i cili është ende në diskutim e sipër, është 21 % dhe nga perspektiva e likuiditetit minimizon riskun e investitorit. Biznesi i Shpërndarjes së Energjisë Elektrike është biznes më me rrezik dhe është i ekspozuar kundrejt rreziqeve financiare dhe likuide. Kështu që premia e riskut të ekuitetit nuk mund të përcaktohet me shumë ndryshime drastike. Përsëri vlen të theksohet që ZRRE'ja për projektet e Burimeve të Ripërtëritshme edhe pse janë biznese me shumë pak rrezik në krahasim me KEDS'in, e ka përcaktuar preminë e riskut të ekuitetit në vlerën 12% në studimin e saj të vitit 2016⁶.

Gearing

Në lidhje me gearing KEDS është dakord me propozimin e ZRRE,së në vlerën 40%

Beta

⁵ http://didattica.unibocconi.it/mypage/download.php?nomefile=MRP2016_Fernandez20170213193256.pdf.

⁶ http://www.ero-ks.org/2016/Tarifat/RAPORT_per_FIT_te_eres_dhe_hidrocentraleve_te_vogla_eng.pdf



Derisa nuk ka ndonjë studim specifik për vlerën Beta, KEDS propozon që Beta të jetë 1, sepse KEDS'i ndan të njëjtin risk me tregun e Kosovës.

Në tabelën e mëposhtme është paraqitur propozimi i KEDS'it për periudhën e dytë rregullative 2018-2022.

Përshkrimi	PR1 ZRRE	Shpjegime	RES ZRRE	Propozimi KEDS	Shpjegime
Norm / Rate without risk (real)	6.5%	Vlerësimi e ZRRE për kushtet e Tregut	3.5%	3.5%	E njëjte me RES
Premium of debt	2.8%	Vendimi i ZRRE viti 2016	3.0%	4.0%	Premia e borxhit me e madhe se RES
Cost of debt (real)	9.3%	Kalkulim	6.5%	7.5%	Janë shtuar kostot e likuiditetit dhe taksës në burim
Premium for risk in equity	6.7%	Vendimi i ZRRE viti 2016	8.5%	12.4%	Bosnja +1% risku Vendit
Beta of equity	1	Vendimi i ZRRE viti 2016	1	1	E njëjte me tregun në Kosove
Cost of equity (after taxes, real)	13.2%	Kalkulim	12.0%	15.9%	Kalkulim
Norm / rate of taxes in corporation	10.0%	Norma e taksave në Kosovë	10.0%	10.0%	Norma e taksave në Kosove
Cost of equity (before taxes, real)	14.7%	Kalkulim	13.3%	17.7%	Kalkulim
Gearing	50.0%	Vendimi i ZRRE viti 2016	50.0%	40.0%	Propozimi ZRRE
WACC (before taxes, real)	12.0%	Kalkulim	9.9%	13.6%	Kalkulim
Eurozone HICP	3.0%	Vendimi i ZRRE viti 2016	1.9%	1.9%	Propozimi ZRRE
WACC (before taxes, nominal)	15.0%	Kalkulim	11.8%	15.5%	Kalkulim

Përfundim

KEDS propozon që WACC përpara taksave të përcaktohet në vlerën 13.6%. Kjo vlerë është reale dhe siguron vazhdimësi dhe qëndrueshmëri financiare të Operatorit të Sistemit të Shpërndarjes. Vlerat e propozuara nga ZRRE'ja duke mos marrë parasysh riskun e vendit dhe kostot shtesë të financimit do ta vendosnin kompaninë në pozitë shumë të vështirë financiare duke cenuar dhe rrezikuar seriozisht qëndrueshmërinë dhe vazhdimësinë e shëndetshme të kompanisë. KEDS kërkon fuqishëm që ZRRE'ja ti marrë parasysh komentet dhe argumentet e KEDS'it dhe ti vlerësojë rreziqet që i kanosen kompanisë që kryen shërbime publike, rreziqet të cilat ndikojnë të gjithë sektorin e energjisë.