



Ndërtesa e Elektrokosovës
Bulevardi Bill Clinton nr.3
Prishtinë 10000
Republika e Kosovës

Elektrokosovs Building
Bill Clinton Boulevard no.3
Prishtina 10 000
Republic of Kosovo



KOMPANIA KOSOVARE PËR DISTRIBUIM DHE FURNIZIM ME ENERGI ELEKTRIKE S.H.A.
KOSOVO ELECTRICITY DISTRIBUTION AND SUPPLY COMPANY J.S.C.
KOSOVSKO PREDUZEĆE ZA DISTRIBUCIJU I SNABEVAJE ELEKTRIČNOM ENERGIJOM D.O.

KEDS - S.H.A.

Nr. 64 Dt. 29.07.2022
HQ 1

Ymer Fejzullahu
Kryesues i Bordit të ZRrE-së

Alpin Dogan
Kryeshef Ekzekutiv, KEDS sh.a.

29 Korrik 2022

Lënda: Shqyrtimi i Tretë Periodik për periudhën rregullative 2023-2027

I nderuar z. Fejzullahu,

Zyra e Rregullatorit për Energji ka iniciuar shqyrtimin e tretë periodik për periudhën rregullative 2023-2027, më 26 maj 2022 për të vendosur të Hyrat e Lejuara Maksimale (HLM) për Operatorin e Sistemit të Shpërndarjes (OSSH) për periudhën 1 prill 2023 deri më 31 mars 2027.

Në përputhje me kërkesat e Dokumentit iniciues për Shqyrtimin e tretë periodik, OSSH ka përgatitur Propozimin për vlerat hyrëse si:

- Mesataren e ponderuar të Kostos së Kapitalit; dhe
- Nivelin e lejuar të humbjeve dhe faktorin ndarës të humbjeve

Kriza energjetike, rritja e çmimeve dhe inflacioni pritet të ndikojnë negativisht në vitet në vazhdi, andaj për të shmangur çdo rreziku e cila do të dëmtonte stabilitetin dhe qëndrueshmërinë financiare dhe operimin efikas të OSSH, kërkojmë nga ZRRE që të konsideroj propozimin e OSSH-së

Për shkak të rëndësisë së madhe të këtij procesi, OSSH-ja është e hapur dhe e gatshme për diskutime të mëtejshme kurdo që është e nevojshme.

Me respekt,


Alpin Dogan
Kryeshef Ekzekutiv

Shtojcat:

Propozimi për Mesataren e ponderuar të kostos së kapitalit,

Propozimi për nivelin e lejuar të humbjeve për periudhën rregullative 2023-2027,



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



Propozimi për Mesataren e Ponderuar e Kostos së Kapitalit (WACC) për periudhën e tretë rregullative 2023-2027

Korrik 2022



Përmbajtja

| | | |
|------|--|----|
| 1. | Hyrje | 3 |
| 2. | Metodologjia..... | 3 |
| 3. | Leverazhi (Gearing) | 6 |
| 4. | Metodologjia e llogaritjes se koston së ekuitetit | 7 |
| 4.1. | <i>Kostoja e ekuitetit - Norma pa rrezik në Gjermani.....</i> | 8 |
| 4.2. | <i>Kostoja e ekuitetit - Norma pa rrezik në Kosovë</i> | 10 |
| 4.3. | <i>Kostoja e ekuitetit - Primi i rrezikut të ekuitetit</i> | 11 |
| 4.4. | <i>Kostoja e ekuitetit - Koeficienti beta</i> | 12 |
| 4.5. | <i>Kostoja e ekuitetit - Primet tjera specifike</i> | 14 |
| 5. | Metodologjia e llogaritjes se koston së borxhit para tatimit | 15 |
| 6. | Propozimi per WACC-un | 16 |
| 7. | Shtojca - Shqyrtimi i kompanive A1 | 17 |



1. Hyrje

Zyra e Rregullatorit për Energji (ZRRE) duke u bazuar në përgjegjësit e dhëna me Ligjin për Rregullatorin e Energjisë si dhe konform Rregullës për të hyrat e Operatorit Sistemit të Shpërndarjes (OSSH) ka filluar shqyrtimin e tretë periodik për tarifat shumëvjeçare (MYT3) për të vendosur të Hyrat e Lejuara Maksimale (HLM) të licencuarve OST/OT dhe OSSH për periudhën 1 prill 2023 deri më 31 mars 2027.

Pjesë e shqyrtimit të tretë periodik, është përcaktimi i vlerave hyrëse si parametra kryesor të cilat përdoren për llogaritjen e të hyrave të lejuara maksimale të OSSH-së. Një ndër vlerat hyrëse e cila përdoret për llogaritjen e të hyrave të lejuara maksimale për OSSH është Mesatarja e ponderuar e kostos së kapitalit (WACC).

OSSH në këtë dokument ka paraqitur propozimin për Mesataren e ponderuar të kostos së kapitalit për periudhën rregullative 2023-2027 vlera e së cilës do të sigurojë vazhdimësi dhe qëndrueshmëri financiare për Operatorin e sistemit të shpërndarjes, ashtu siç kërkohet me legjislacionin në fuqi.

2. Metodologjia

Mesatarja e ponderuar e kostos së kapitalit (WACC) është norme diskontimi që përfaqëson normën e preferuar të kthimit të investitorit, që përgjithësisht konsiderohet të jetë kostoja oportune e kapitalit të investitorit. Madhësia e një norme diskontuese lidhet me rrezikun e perceptuar të investimit. Koncepti i rrezikut përfshin një situatë investimi që shtrihet diku në mes të sigurisë së plotë të kthimit monetar (pa rrezik), dhe pasigurisë së plotë të kthimi monetar (rreziku i pafund). Kur një investitor krahason dy investime, ku secila ka të njëjtin kthim monetar të pritur, një investitor do të preferonte një investim me rrezik më të ulët. Prandaj, sa më i lartë të jetë rreziku, aq më i lartë është kthimi i pritur.

Metodologjia e llogaritjes së WACC bazohet në Rregullen për të Hyrat e OSSH-së, sipas se cilës përcaktohet mënyra e kalkulimit bazuar në formulën e mëposhtme.

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

Ku:

- **WACC** - Mesatarja e ponderuar e kostos së kapitalit ("the Weighted Average Cost of Capital")
- **g** - Gearing (norma borxh:ekuitet) për ("gearing (debt:debt+equity ratio)")
- **rE** - Kostoja reale e ekuitetit (shprehur si %) për ("real cost of equity (expressed as a %)")
- **rD** - Kostoja reale e borxhit (shprehur si %) për ("real cost debt (expressed as a %)")
- **t** - Norma e tatimit mbi korporatat në Kosovë ("Kosovo corporate income tax rate")



Sipas Rregullës për te Hyrat e OSSH-së:

Leverazhi (gearing - g) do të jetë vlera që propozohet nga i licencuari për OSSH dhe përcaktohet nga rregullatori në mes të 0 dhe 1 dhe përfaqëson pjesëmarrjen e borxhit në financimin e përgjithshëm. Kjo vlerë do të përcaktohet mbi bazë të një shqyrtimi të balancuar të përbërjes së financimit të tanishëm të OSSH-së dhe përbërjes së financimit që do të mund të pritej të jetë i arritshëm tani dhe në të ardhmen, duke marrë parasysh përbërjen e financimit të kompanive të ngjashme ndërkombëtarisht.

Kostoja e ekuitetit (rE) do të jetë vlera që propozohet nga i licencuari për OSSH dhe përcaktohet nga rregullatori duke marrë parasysh ngjashmerinë me kompanitë me fushëveprim të ngjashëm vendor dhe ndërkombëtar si dhe llogaritet duke përdorur modelin për vënien e çmimeve të asetëve kapitale (CAPM - Capital Asset Pricing Model) me formulën në vijim:

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

Ku:

- ***r_f*** - është norma pa risk ("risk-free rate")
- ***ERP_m*** - është premia për riskun në ekuitet ("equity risk premium")
- ***β_i*** - kovarianca në mes të kthimeve të asetit të ekuitetit në fjalë dhe të asetëve të tërë tregut (beta e ekuitetit)(" covariance between the returns on the individual equity asset and those of the market as a whole (the equity beta)")

Norma pa risk (r_f) paraqet koston e borxhit jokoncesionar shtetëror në Kosovë, në terma realë, dhe do të propozohet nga i licencuari për OSSH dhe përcaktohet nga rregullatori duke përdorur të dhëna për koston e borxhit jokoncesionar shtetëror në Kosovë dhe/ose, rast të të dhënave të munguara apo të pamjaftueshme, koston e borxhit jokoncesionar shtetëror të shteteve të cilat kanë status të njëjtë kreditor me Kosovën.

Premia e riskut mbi ekuitetin (ERP_m) propozohet nga i licencuari për OSSH dhe përcaktohet nga rregullatori, duke përdorur të dhëna nga premia e riskut mbi ekuitetin në arenën ndërkombëtare.

Beta (β_i) do të propozohet nga i licencuari për OSSH dhe do të përcaktohet nga rregullatori duke përdorur të dhëna mbi betat e aplikueshme në kompani të ngjashme në arenën ndërkombëtare.

Kostoja e borxhit (r_D) do të jetë mesatarja e normës së interesit për kreditë ekzistuese afatgjata (që kalojnë 1 vit) për OSSH-në, shprehur në terma realë dhe e ponderuar sipas vlerës në euro të secilës kredi.

OSSH obligohet të prokurojë hua komerciale (jokoncesionare) përmes një procesi të konkurrencës ose t'ia demonstrojë Rregullatorit se norma e interesit për huatë e marra pa proces konkurrues është e barabartë me, ose më e ulët se, norma e interesit që mbizotëron në treg në kohën kur është nënshkruar marrëveshja e huasë.



Në rastin kur rregullatori konsideron se norma e interesit për një hua të marrë në mënyrë jokonkurruese e tejkalon normën e interesit që mbizotëron në treg, atëherë diferenca e huas mbi normën e interesit në treg do të përshtatet dhe do të përjashtohet nga llogaritja e kostos së borxhit.

Në rastin kur rregullatori konsideron se ekzistojnë hua të pamjaftueshme prezente për të arritur në një vlerësim të arsyeshëm të kostos së huamarrjes për OSSH-në, rregullatori mund të bëjë një përshtatje të kostos së borxhit që llogaritet si më lart. Kjo përshtatje do të bazohet në:

- I. Vlerësimin e normës së interesit mbizotëruese në treg për huatë e bizneseve të e madhësisë, rrezikut dhe statusit kreditor të ngjashëm me OSSH-në.
- II. Vlerësimin e normës së parashikuar të interesit për huatë e ardhshme koncesionare të OSSH-së.
- III. Vlerësimin e përbërjes së parashikuar të huave komerciale (jokoncesionare) dhe koncesionare në borxhin e OSSH-së për periudhën e ardhshme rregullative.

WACC përdoret si masë e përshtatshme e kthimit minimal që investitorët kërkojnë për të investuar në një biznes. Është një masë e nivelit normal të fitimit që i duhet një biznesi për të qenë në gjendje të tërheqë financa në një treg konkurrues. Është një metodologji e pranuar gjerësisht për të llogaritur koston e kapitalit, e kuptuar si nga komuniteti financiar ashtu edhe nga industria dhe e përdorur edhe nga shumë rregullatorë.

Për të marrë për bazë madhësinë e kompanisë krahasuar me kompanitë e tjera në tregun ndërkombëtar, që krahasimisht është kompani me madhësi më të vogël, në koston e kapitalit është shtuar primi i rrezikut të madhësisë, në përputhje me teorinë e përlllogaritjes së WACC-ut.



3. Leverazhi (Gearing)

Në vlerësimin e strukturës financiare të kompanisë duhet të merret parasysh raporti financiar i kompanive të krahasueshme që operojnë në shërbimin e shpërndarjes së energjisë elektrike, kanë aktivitete të ngjashme, si dhe optimizimi i strukturës për të ulur koston e kapitalit. Qasja supozon në mënyrë implicite se grupi përfaqëson së bashku një investitor efikas.

Meqenëse WACC i vlerësuar do të zbatohet në bazën rregulluar të asetëve ("RAB"), gjykohet si e përshtatshme të përdoret Borxhi Neto i Rregulluar në llogaritje. Borxhin Neto i Rregulluar arrihet duke zbritur nga Borxhi Total, parandë, ekuivalentët e parasë dhe detyrimet e qirasë.

Për të nxjerrë një gamë të koston së kapitalit dhe për të vlerësuar siç duhet ndikimin e strukturës së kapitalit, është konsideruar një vlerë minimale dhe maksimale e borxhit/kapitalit.

Raporti minimal i borxhit/kapitalit sigurohet nga Capital IQ më 11 korrik 2022, bazuar në të dhëna mesatare prej 5 vitesh në përputhje me llogaritjet Beta.

Raporti maksimal borxh/kapital bazohet në Raportin e CEER mbi Kornizat Rregullatore për Rrjetet Evropiane të Energjisë 2021. Përkatësisht është marrë parasysh mesatarja e borxhit/kapitalit të katër vendeve (Shqipëria, Maqedonia e Veriut, Mali i Zi, Sllovakia) bazuar në të dhënat e disponueshme.

| Raporti i përzgjedhur Borxh/Ekuitet (B/E) | | | |
|--|-----------------|-------------------------|---------------------------|
| | Mesatarja (B/E) | Mesatarja (Borxh/Kosto) | Mesatarja (Ekuitet/Kosto) |
| Kompanitë e krahasueshme të të shpërndarjes së energjisë elektrike | 57.8% | 36.62% | 63.38% |
| Raporti Borxh/Ekuitet i shteteve të përzgjedhura nga CEER | 66.7% | 40.00% | 60.00% |

Burimi: Analiza e Deloitte

Në tabelën e mësipërme është paraqitur raporti i borxhit ndaj kapitalit duke marrë për bazë mostra të ndryshme, në përputhje me llogaritjen Beta, përkatësisht:

1. Kompanitë e Shpërndarjes së Energjisë Elektrike, evropiane, të përzgjedhura, të tregtuara publikisht;
2. Raporti mesatar borxh/ekuitet i vendeve të përzgjedhura bazuar në CEER;

Si përfundim, raporti i leverazhit të sektorit varion ndërmjet 36.62% deri në 40.00%.



4. Metodologjia e llogaritjes së kostos së ekuitetit

Kostoja e ekuitetit përfaqëson kthimin nga një alternativë e krahasueshme investimi për investimin në kompaninë përkatëse dhe duhet të ketë karakteristika të ngjashme me rrjedhën e pagesave nga kompania në lidhje me maturimin, rrezikun dhe tatimin. Kthimet alternative zakonisht përcaktohen në bazë të kthimeve në tregjet e kapitalit për investimet e ekuitetit në kompani (në formën e një portofoli të përbashkët). Këto kthime mund të vëzhgohen në treg dhe mund të ndahen në parim në një normë pa rrezik dhe një prim rreziku të kërkuar nga aksionarët në këmbim të pranimit të rrezikut të biznesit dhe rrezikut financiar. Primet e rrezikut korrespondojnë me specifikat e tregut të Kosovës dhe/ose rrezikut të kompanisë dhe madhësisë.

Kjo është qasja që përdoret më së shpeshti nga investitorët për të vlerësuar koston e ekuitetit duke shprehur kthimin e pritshëm nga kapitali.

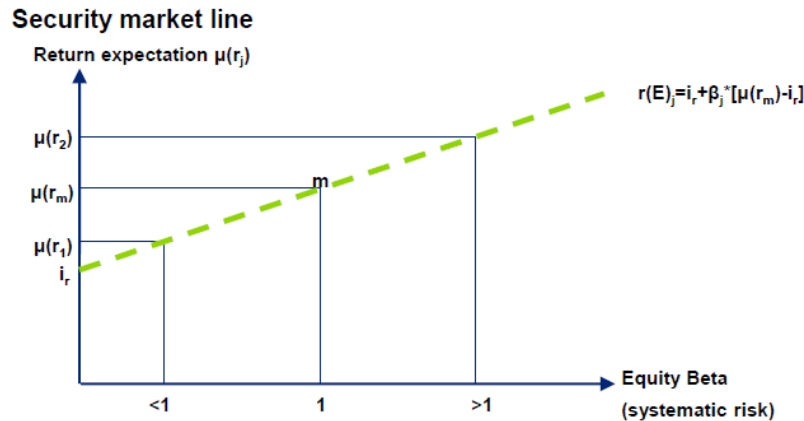
Në funksion të përcaktimit të kostos së kapitalit të një kompanie, ne i referohemi një metode që pasqyron të dhënat e konsideruara në disa tregje dhe veçoritë e biznesit të treguara nga rezultatet e kërkimeve dhe analizave të kryera në kompani të krahasueshme që operojnë në tregjet ndërkombëtare. Modele teorike të tregut të kapitalit janë zhvilluar në shkencën ekonomike për të vlerësuar koston e kapitalit, nga të cilat më i rëndësishmi është modeli për vënien e çmimeve të aseteve kapitale (CAPM). Supozimi themelor i modelit CAPM është se ekziston një marrëdhënie lineare midis rrezikut që i bashkëngjitet një letre me vlerë dhe kthimit të pritshëm për atë vlerë. Modeli matë rrezikun e sigurisë duke përdorur kovariancën e tij të normalizuar, të njohur si koeficienti beta.

Kostoja e kapitalit të një kompanie mund të vlerësohet duke përdorur modelin CAPM në bazë të formulës së mëposhtme:

$$r(E)_j = ir + \beta_i * [\mu(rm) - ir]$$

Ku:

- **r(E)_j**- Norma e kërkuar e kthimit nga ofruesit e kapitalit për kompaninë me leverazh
- **ir** – kthimi në investimin pa rrezik (e barabartë me normën pa rrezik)
- **β_j** – Beta
- **μ(rm)** – kthimi i pritshëm në portofolion e tregut



4.1. *Kostoja e ekuitetit - Norma pa rrezik në Gjermani*

Konceptualisht, norma pa rrezik përfaqëson kthimin që investitori mund të arrijë në datën e vlerësimit nga një investim në letra me vlerë pa rrezik me maturim të ngjashëm. Në një rast ideal teorik, ky është kthimi në një portofol letrash me vlerë, ku rreziku i mospagimit dhe korrelacioni me kthimet nga investimet e tjera është i barabartë me zero.

Për më tepër, duke pasur parasysh mungesën e obligacioneve shtetërore afatgjata të tregtuara (likuide) në Kosovë, norma pa rrezik bazohet në normën e obligacioneve gjermane, të shprehura në euro, që korrespondon me monedhën e Kosovës. Norma pa rrezik bazuar në qasjen e obligacioneve të qeverisë gjermane pasqyron më mirë rrethanat aktuale të tregut për shkak të maturimeve të gjata të obligacioneve (bondeve), likuiditetit të obligacioneve dhe numrit të madh të obligacioneve të tregtuara.

Janë bërë rregullime të mëtejshme për të pasqyruar mjedisin komercial në Kosovë krahasuar me atë gjerman, siç është rreziku i primit në vend.

Obligacionet (bondet) e Qeverisë Gjermane të përdorura për normën pa rrezik kanë një afat maturimi 20 vjet, duke qenë se me shumë mundësi ky është horizonti kohor minimal i shpenzimeve kapitale të aplikuara në industrinë e energjisë.

Duke pasur parasysh turbulencat e fundit në tregjet e kapitalit dhe ecurinë e paqëndrueshme të çmimeve dhe indekseve si pasojë, vlerësohet si më përshtatshme të përdoren një sërë vlerash për të llogaritur luhatshmërinë.

Janë përdorur si minimum të ardhurat mesatare të tre muajve të fundit para 11 korrikut 2022 prej 1.40% dhe si maksimum të ardhurat e datës 11 korrik 2022 prej 1.48%. Një periudhë më e gjatë historike ndaj normës mesatare pa rrezik nuk do të ishte e përshtatshme sepse rritja e shpejtë e inflacionit është këtu për të qëndruar gjatë aplikimit të tarifave për periudhën e ardhshme.



Është aplikuar një përshtatje në normën e zgjedhur pa rrezik, duke zbritur nga norma minimale pa rrezik CDS-në mesatare (Credit Default Swap) për Gjermaninë, në tre muajt e fundit para 11 korrikut 2022 prej 0.23% dhe duke zbritur nga norma maksimale pa rrezik CDS-në, që nga 11 korriku 2022 e barabartë me 0.26%, për të gjeneruar një normë të përshtatur pa rrezik, duke përjashtuar efektin e CDS.

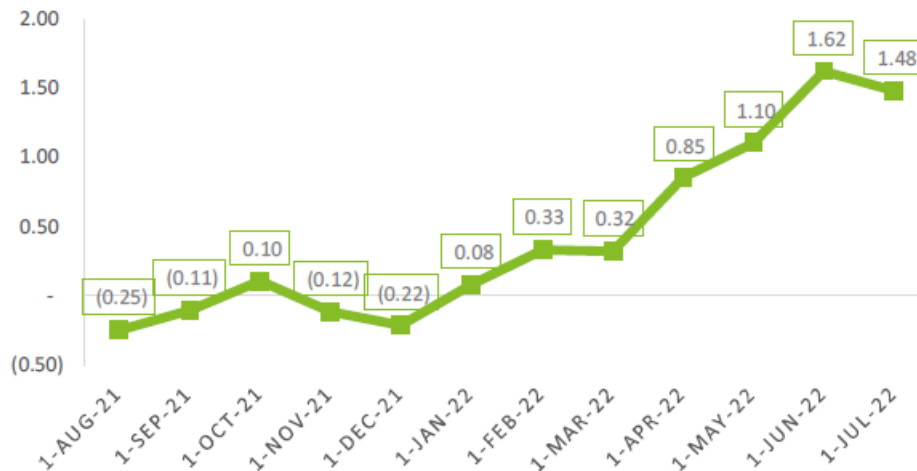
Prandaj, norma gjermane e përdorur pa rrezik varion nga një minimum prej 1.17% në një maksimum prej 1.22%.

Obligacionet e Qeverisë Gjermani sipas të ardhurave më 11 korrik 2022



Burimi: CapIQ

Obligacionet 20 vjeçare të Qeverisë Gjermane në 12 muajt e fundit



Burimi: CapIQ



4.2. Kostoja e ekuitetit - Norma pa rrezik në Kosovë

Gjermania shfaq rrezikun më të ulët në Evropë, duke nënkuptuar se çdo investitor mund të zgjedhë të investojë në një obligacion qeveritar alternativ të një vendi evropian duke marrë parasysh rrezikun shtesë të vendit. Bazuar në këtë arsyetim, norma pa rrezik e një vendi tjetër evropian mund të llogaritet duke shtuar primin specifik të rrezikut të vendit në normën gjermane pa rrezik.

Premia e rrezikut të vendit për Kosovën është llogaritur bazuar në vlerësimet e primit të rrezikut të vendeve të analizuara nga Damodaran, të cilat rrjedhin nga konvertimi i diferencave përkatëse të vlerësimit të rrezikut të mospagimit të obligacioneve nga një vend përkatës.

Kosova nuk ka një renditje nga agjencitë e vlerësimit, prandaj nuk është e mundur të vlerësohet rreziku i drejtpërdrejtë i vendit për të. Për të anashkaluar këtë vështirësi janë marrë parasysh të gjitha vendet fqinje me Kosovën (Shqipëria, Bosnja dhe Hercegovina, Maqedonia e Veriut, Mali i Zi dhe Serbia), nën supozimin se Kosova ka çështje të ngjashme politike, ekonomike dhe financiare në krahasim me këto vende. Është konsideruar diferenca mesatare e rrezikut të mospagimit të këtyre vendeve si një minimum, i cili rezulton në 5.30%. Si maksimum, është marrë në konsideratë diferenca mesatare e rrezikut të mospagimit të vlerësimeve të Shqipërisë, Bosnjë-Hercegovinës dhe Malit të Zi pasi këto vende konsiderohen të jenë më të krahasueshme me Kosovën.

Prima e rrezikut të shtetit sipas studimit të Damodaran

| Shteti | Vlerësimi sipas Moody-t | Diferenca e mospagimit të vendeve | Prima e rrezikut të shtetit |
|------------------------|-------------------------|-----------------------------------|-----------------------------|
| Shqipëria | B1 | 5.40% | 6.29% |
| Bosnja dhe Hercegovina | B3 | 7.80% | 9.09% |
| Maqedonia Veriore | Ba3 | 4.31% | 5.03% |
| Mali i Zi | B1 | 5.40% | 6.29% |
| Serbia | Ba2 | 3.61% | 4.21% |
| Mesatarja | | 5.30% | 6.18% |
| Mesatarja B1-B3 | | 6.20% | 7.23% |

Burimi, Damodaran, 2022

Diferenca e paracaktuar pasqyron tregjet e obligacioneve, të cilat janë provuar të jenë më pak të rrezikshme se tregjet e kapitalit. Damodaran llogarit shumëzuesin relativ të paqëndrueshmërisë (1.17x) duke përdorur raportin e devijimit standard të Indeksit të Kapitalit të Tregut në Zhvillim S&P ndaj devijimit standard të indeksit të obligacioneve publike BAML.

Prandaj, primi i rrezikut të vendit që rezulton për Kosovën është 7.23%. Norma pa rrezik në Kosovë është llogaritur duke i shtuar normës gjermane pa rrezik rrezikun e vlerësuar të vendit të Kosovës dhe është vlerësuar si 8.45%.



| Përshkrimi | Vlera |
|--|--------------|
| Norma pa rrezik e Gjermanisë | 1.48% |
| <i>Këmbimi i mospagimit të kredisë (CDS) në Gjermani më 11 korrik 2022</i> | 0.26% |
| Norma pa rrezik e Gjermanisë e përshtatur për CDS | 1.22% |
| Diferenca e mospagimit të vende (sipas vende regjionale) | 6.20% |
| Rregullimi për përhapjen e rrezikut shtesë | 1.17x |
| Përshtatja per Primin e Rrezikut | 7.23% |
| Norma pa rrezik e Kosovës | 8.45% |

Burimi: Analiza e Deloitte

4.3. Kostoja e ekuitetit - Primi i rrezikut të ekuitetit

Niveli më i lartë i rrezikut që lidhet me një investim në një kompani krahasuar me letrat me vlerë pa rrezik reflektohet në primin e rrezikut të kapitalit neto. Ai llogaritet si diferencë midis kthimit të pritshëm në portofolin e tregut, i cili përfaqëson portofolin hipotetik të një investitori plotësisht të diversifikuar dhe kthimin pa rrezik. Ndërsa portofoli i tregut si i tillë nuk është i disponueshëm në tregun e kapitalit, ai mund të barazohet lehtësisht me indeksat kryesore (p.sh. S&P 500).

Primi i rrezikut të kapitalit neto nuk kompenson rrezikun total të lidhur me një vlerë, por mbulon vetëm rrezikun sistematik (rrezikun e tregut). Risku sistematik është pjesa e rrezikut total të një letre me vlerë që nuk mund të shmanget nga diversifikimi. Niveli i rrezikut sistematik ndikohet p.sh. nga norma pa rrezik, parashikimet ekonomike ose politikat tatimore sipas vendeve.

ERP-ja mesatare aritmetike për 1926 - 2020 sipas Vjetarit SBBI 2021; Duff & Phelps rezulton me 7.25%. Për të rikthyer vlerësimin historik të S&P 500 P/E, Deloitte llogarit rregullimin e P/E prej 0.78% që përfaqëson rritjen vjetore të indeksit P/E të S&P 500. ERP Historike e Modifikuar rezulton në 6.47%.

Për më tepër, sipas përlllogaritjes së fundit të Deloitte, Kthimi i nënkuptuar në Treg rezulton në 9.65%-10.32%. Gama e kthimit të nënkuptuar në treg është rregulluar për normën pa rrezik (të ardhurave nga obligacionit me maturim konstant 20-vjeçar të thesarit) duke rezultuar në Premium të nënkuptuar të rrezikut të kapitalit neto prej 6.27% - 6.94%.

Bazuar në sa më sipër, sipas konsensusit më të fundit të Deloitte Advisory (30 qershor 2022), ERP rezulton në 6.25%.

| Prima e rrezikut të ekuitetit | Vlera |
|---|-------|
| Prima e rrezikut të ekuitetit sipas dt. 30 qershor 2022 | 6.25% |

Burimi: Metodologjia e Deloitte

Ne kemi përdorur primin e rrezikut të kapitalit prej 6.25% në llogaritjen tonë të WACC.



4.4. Kostoja e ekuitetit - Koeficienti beta

Një konsideratë e rëndësishme në përcaktimin e kostos së kapitalit për një kompani specifike është vlerësimi i profilit të rrezikut të kompanisë në krahasim me tregun në tërësi. Ky vlerësim shprehet me koeficientin beta. Koeficienti beta përfaqëson shkallën në të cilën kthimi i një letre të caktuar ndryshon kur ka një ndryshim në kthimin në portofolin e tregut. Prandaj, koeficienti beta është një masë e rrezikut sistematik të një letre të caktuar dhe shprehet në terma matematikorë si një kovariancë e normalizuar.

Në përgjithësi, një kompani duhet të kuotohet në një bursë në mënyrë që primi i rrezikut të llogaritet duke përdorur modelin CAPM. Në mungesë të kthimeve të vëzhgueshme, si për shembull për kompanitë private, nuk është e mundur të llogaritet një koeficient beta direkt nga tregu. Megjithatë, koeficienti beta mund të vlerësohet për kompanitë e pakuotuar duke përdorur një mesatare të sektorit ose beta mesatare të një grupi të përzgjedhur të kompanive të krahasueshme. Për këtë qëllim, ne kemi zgjedhur grupin e kompanive homologe të paraqitur në Shtojcën 1 për të nxjerrë koeficientin beta.

Kur përdoren koeficientët beta të publikuar të kompanive të krahasueshme, duhet të deklarohet rreziku sistematik i përbërë që i bashkëngjitet kompanive përkatëse të krahasueshme, ose mesatarja e sektorit. Rreziqet sistematike mund të përfshijnë si rreziqet operative ashtu edhe ato financiare. Prandaj, beta e kompanive të krahasueshme rregullohet për rrezikun financiar (borxh/ekuitet) dhe atë operacional (taksën e korporatës).

Procesi i përzgjedhjes së grupeve

Për qëllimet e analizës është përdorur si burimi ynë kryesor baza e të dhënave e ofruar nga Capital IQ (S&P), duke ofruar informacion me cilësi të lartë si në tregjet e kapitalit publik ashtu edhe në atë privat, së bashku me aplikimet e hulumtimeve të tregut dhe kompanive, shqyrtimin dhe të dhënat në kohë reale. Parametrat individualë të kërkimit u vendosën në mënyrë kumulative si më poshtë:

Klasifikimi: Është identifikuar grupi i listës së gjatë të kompanive të krahasueshme përgjatë kritereve të klasifikimit të industrisë të “Shpërndarjes së Energjisë Elektrike”, në bazë të IQ-së së Kapitalit. Gjithashtu, me kriteret e industrisë, ne kufizuar shqyrtimin e kompanive të krahasueshme, duke përzgjedhur ato që operojnë në tregun evropian, në mënyrë që të reflektohet ngjashmëria me tregun ku operon kompania. Për më tepër, ne rafinuam shqyrtimin për të pasqyruar të dhënat e kompanive publike, me synimin për të arritur në cilësinë e informacionit.

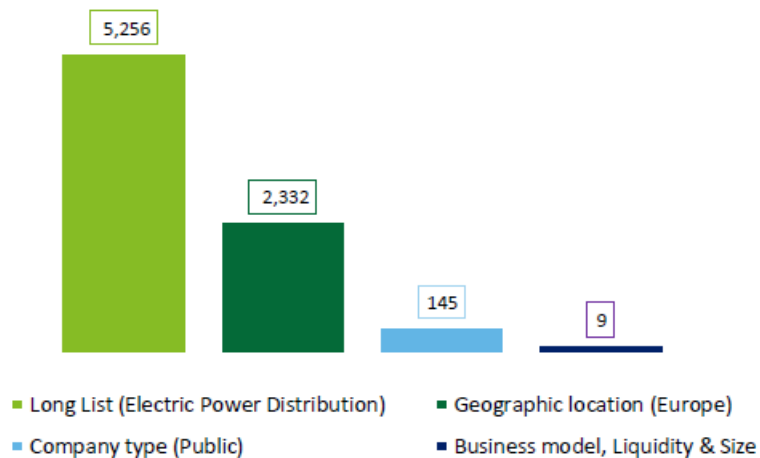
Modeli i biznesit: Si hap i dytë në procesin e përzgjedhjes së grupit, modeli i biznesit të kompanive të përfshira në listën e gjatë u rishikua dhe u krahasua me kompaninë, më pas u konsiderua më tej.

Likuiditeti i tregimit të aksioneve: Nga grupi i shoqërive të tregtuara publike janë përzgjedhur ato me likuiditet të mjaftueshëm të aksioneve të tregtuara.

Grupi i fundit i kompanive të krahasueshme përbëhet nga 9 kompani evropiane publike të Shpërndarjes së Energjisë Elektrike, siç tregohet në Shtojcën 1.



Analiza e kompanive të krahasueshme



Burimi: CapIQ

Me qëllim që të arrihet tek beta që do të përdoret si një input për llogaritjen e WACC-ut të kompanisë, ne është konsideruar si minimum mesatarja e betës së paleveruar, që rezulton nga kompanitë e përzgjedhura të krahasueshme, e barabartë me 0,56x.

Gjithashtu, Këshilli i Rregullatorëve Evropianë të Energjisë “CEER” publikon çdo vit metodologjinë dhe llogaritjen e WACC për çdo vend evropian. Të dhënat sigurohen nga Autoritetet Rregullatore të Energjisë të vendeve përkatëse. Bazuar në raportin më të fundit të publikuar në janar 2022 nga CEER përmes “Raportit mbi Kornizat Rregullatore për Rrjetet Evropiane të Energjisë 2021”, është konsideruar si maksimum mesatarja e betës së palëve të katër vendeve fqinje, duke marrë parasysh të dhënat e disponueshme, përkatësisht Shqipërinë, Maqedoninë e Veriut, Malin e Zi dhe Sllovakinë, duke rezultuar në 0.62x.

Duke pasur parasysh turbulencat e fundit në tregjet e kapitalit dhe ecurinë e paqëndrueshme të çmimeve dhe indekseve që rezultojnë, është vlerësuar si më të përshtatshme të përdoren koeficientët mesatarë afatgjatë të betës (5 vjet) në vend të beta-ve aktuale për të luftuar parregullsitë që janë shfaqur kohët e fundit dhe për të mundësuar vlerësimin e beta të qëndrueshme në të ardhmen.

Beta e paleveruar duhet të leverohet duke përdorur raportin borxh/ekuitet dhe normën e Tatimit të Korporatës. Norma e tatimit ne korporate ne Kosovës është 10%.

Si përfundim, beta e përdorur për qëllimet e kalkulimit të WACC është vlerësuar 1.



4.5. Kostoja e ekuitetit - Primet tjera specifike

Në përputhje me modelin CAPM, përshtatjet të tjera përkatëse duhet të merren parasysh gjatë llogaritjes së mesatares së ponderuar të kostos së kapitalit. Përgjatë linjave të diskutimit të veçorive të tregut dhe vendit ku kompania zhvillon aktivitetin e saj, duhet të merren parasysh edhe kondita të tjera në lidhje me biznesin për të pasqyruar ndikimet që lidhen me koston e kapitalit. Prandaj, në përputhje me metodën CAPM, përshtatjet për primin e madhësisë dhe primin e rrezikut specifik për kompaninë duhet të konsiderohen siç shpjegohet më poshtë:

Primi sipas madhësisë- llogarit rrezikun shtesë të trashëguar në kthimet e aksioneve të kompanive të vogla. Duke qenë se kompanitë e vogla operojnë brenda një sektori të caktuar, krahasuar me kompanitë e tjera udhëzuese, është e përshtatshme që të aplikohet një premium madhësie për mikro-limitin e koston së kapitalit të tyre.

Premia e madhësisë, siç u përmend më lart, bazohet në një mostër të kompanive që operojnë në Shtetet e Bashkuara, të cilat duke pasur parasysh madhësinë dhe trendet e tregut nuk korrespondojnë plotësisht me madhësinë e kompanive që operojnë në Kosovë. Prandaj, duke pasur parasysh madhësinë e vogël të kompanisë që i nënshtrohet analizës në krahasim me tregun amerikan, megjithatë duke pasur parasysh rëndësinë e kompanisë në kontekstin e tregut të Kosovës (KEDS është e vetmja kompani e licencuar për Shpërndarjen e Energjisë), ne e pamë të arsyeshme ta klasifikojmë atë si limiti mikro nda e vogla.

Prandaj, madhësia premium që përdoret në llogaritjen e kësaj kostoje të kapitalit varion ndërmjet 1,50 % 3,25 %.

Shkalla e Primit të rrezikut të madhësisë

| Radhitja | Kapitalizimi i tregut në mil \$ | | Vlera |
|--------------------------------|---------------------------------|------------|-------------------|
| | Nga | Deri në | Prima e madhësisë |
| Kapitalimi i mesëm 3-5 | 2,446 | 13,178 | 0.75% |
| Kapitalizimi i ulët 6-8 | 449 | 2,445 | 1.50% |
| Kapitalizimi Mikro 9-10 | 2 | 446 | 3.25% |
| 1 | 29,026 | 1,966,079 | 0.00% |
| 2 | 13,179 | 28,808 | 0.50% |
| 3 | 6,715 | 13,178 | 0.75% |
| 4 | 3,830 | 6,711 | 0.75% |
| 5 | 2,446 | 3,829 | 1.00% |
| 6 | 1,592 | 2,445 | 1.25% |
| 7 | 912 | 1,589 | 1.50% |
| 8 | 449 | 911 | 2.00% |
| 9 | 189 | 446 | 2.25% |
| 10 | 2 | 189 | 5.00% |
| 10a | 84 | 189 | 3.25% |
| 10w | 125 | 189 | 2.50% |
| 10x | 84 | 125 | 4.50% |
| 10b | 2 | 84 | 8.00% |
| 10y | 37 | 84 | 6.25% |
| 10z | 2 | 37 | 11.00% |

Burimi: Metodologjia e Deloitte



5. Metodologjia e llogaritjes së kostos së borxhit para tatimit

Ndryshe nga kostoja e kapitalit, kostoja e borxhi mund të vërehet drejtpërdrejt në treg. Duke pasur parasysh koston e borxhit për Kompaninë, është konsideruar një normë interesi referencë (EURIBOR 1 vjeçare) dhe është aplikuar Premiumi i Riskut të Borxhit (Spreadat e kredisë së korporatave) bazuar në renditjen kreditore të agjencive të vlerësimit.

Për normën referuese të interesit është përdorur minimalisht mesatarja 1 vit EURIBOR i tre muajve të fundit, para 11 korrikut 2022, prej 0.7% dhe maksimumi EURIBOR 1 Vjetor më 11 korrik 2022 prej 1.0%.

Kosova nuk ka një renditje kreditore nga agjencitë e vlerësimit, prandaj nuk është e mundur të vlerësohet një vlerësim i drejtpërdrejtë i kredisë për të. Për të anashkaluar këtë vështirësi kemi marrë parasysh vendet fqinje me Kosovën (Shqipëria, Bosnja dhe Hercegovina, Maqedonia e Veriut, Mali i Zi), duke supozuar se Kosova ka çështje të ngjashme politike, ekonomike dhe financiare në krahasim me këto vende.

Vlerësimi kreditor

| Shtetit | Vlerësimi sipas Moody-t | Vlerësimi sipas S&P |
|------------------------|-------------------------|---------------------|
| Shqipëria | <i>B1</i> | <i>B+</i> |
| Bosnja dhe Hercegovina | <i>B3</i> | <i>B</i> |
| Maqedonia Veriore | <i>Ba3</i> | <i>BB-</i> |
| Mali i Zi | <i>B1</i> | <i>B</i> |
| Serbia | <i>Ba2</i> | <i>BB+</i> |
| Mesatarja | | <i>B</i> |

Burimi: *Trading Economics*

Duke marrë parasysh vlerësimin e kreditit, janë llogaritur diferencat e kredisë së korporatave për renditjen BB-, B+ dhe B bazuar në të dhënat e Fed St. Louis.

Për Premiumin e Riskut të Borxhit janë përdorur si minimum dhe maksimum diferencat mesatare të kredisë së korporatave për vlerësimet BB-, B+ dhe B të tre muajve të fundit. Për rrjedhojë, kostoja e zgjedhur e borxhit (para tatimit) është vlerësuar në 7.4%.

Kostoja e Borxhi (Para tatimi)

| Përshkrimi | Vlerësimi |
|----------------------------------|-----------|
| Norma referente | 1% |
| Premiumi i Rrezikut të Borxhit | 6.5% |
| Kostoja e Borxhit (para tatimit) | 7.4% |

Burimi: Analiza e Deloitte



6. Propozimi për WACC-un

Bazuar në analizën e mësipërme, mesatarja e ponderuar e kostos së kapitalit para tatimit, vlerësohet në 15.35%. Kjo njëherazi paraqet edhe kërkesën e Operatorit të Sistemit të Shpërndarjes për WACC për periudhën e trete rregullative 2023-2027:

| Emërtimi | Vlera |
|-----------------------------------|---------------|
| Norma pa rrezik | 8.45% |
| Leverazhi | 36.62% |
| Premia e kompanive të vogla | 3.25% |
| Kostoja e borxhit | 7.40% |
| Premia e rrezikut | 6.25% |
| Beta | 1 |
| Kostoja e ekuitetit pas tatimit | 17.95% |
| Norma e tatimit për korporata | 10.00% |
| Kostoja e ekuitetit para tatimit | 19.94% |
| WACC-ja reale para tatimit | 15.35% |

Në kushtet kur OSSH ende nuk është rimëkëmbur nga pandemia COVID dhe kur çmimet e energjisë elektrike në tregjet ndërkombëtare do të vazhdojnë të jenë shumë të larta, vendosja e caqeve jo realiste do të rrezikojë qëndrueshmërinë financiare të OSSH e cila tashmë është brishtësuar nga ndikimi i krizës globale energjetike.

Është fakt i ditur se kriza ekonomike, rritja e çmimeve dhe inflacioni pritet të ndikojnë negativisht në vitet në vazhdim dhe për të shmangur çdo rrezik dhe cila do të dëmtonte stabilitetin dhe qëndrueshmërinë financiare dhe operimin efikas të OSSH kërkohet nga ZRRE që të vendosen caqe realiste për periudhën 2023 -2027 dhe kërkohet vëmendje të shtuar gjatë vlerësimit të propozimit të OSSH-së.



7. Shtojca - Shqyrtimi i kompanive A1

Grupi i përzgjedhur i kompanive të krahasueshme përbëhet nga 9 kompani publike evropiane të shpërndarjes së energjisë elektrike.

| | Emri i Kompanisë | Shteti | Raporti Borxh/Ekuitet | Beta e palaveruar |
|-------------------|------------------------------------|----------------------|--------------------------|----------------------|
| IBSE:ENJSA | Enerjisa Enerji A.S. | Turqi | 79.3% | 0.47 |
| BME:IBE | Iberdrola, S.A. | Spanjë | 57.4% | 0.35 |
| LSE:SSE | SSE plc | Mbretëria e Bashkuar | 43.4% | 0.36 |
| WSE:PGE | PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. | Poloni | 3.2% | 1.15 |
| WBAG:VER | VERBUND AG | Austri | 5.9% | 0.93 |
| ENXTLS:EDP | EDP - Energias de Portugal, S.A. | Portugali | 84.3% | 0.29 |
| BME:ELE | Endesa, S.A. | Spanjë | 66.9% | 0.36 |
| WSE:ENA | ENEA S.A. | Poloni | 48.9% | 0.67 |
| BIT:ENEL | Enel SpA | Itali | 130.6% | 0.44 |
| Mesatarja | | | 57.8% | 0.56 |

Burimi: Capital IQ