

**NGA და NGN ქსელებით მომსახურების LRIC მოდელის შემუშავებაზე და WACC-ის
გაანგარიშების მეთოდოლოგიაზე საჯარო კონსულტაციების ფარგლებში
ოპერატორების მიერ დასმულ შეკითხვებზე „PwC“-ის პასუხები**

საქართველოს კომუნიკაციების ეროვნული კომისიის მიერ გამოცხადებულ ტენდერში „NGA და NGN ქსელებით მომსახურების მიწოდების გრძელვადიანი ნაზარდი დანახარჯების (BU-LRIC) მოდელის შემუშავებისა და საკონსულტაციო მომსახურების შესყიდვაზე“ გაიმარჯვა საკონსულტაციო კომპანია „Pricewaterhouse Coopers Advisory, s. r. o. (PwC)“-მა რომელმაც სატენდერო პირობების შესაბამისად წარმოადგინა **LRIC მოდელის და WACC-ის გაანგარიშების მეთოდოლოგიების** საკონსულტაციო დოკუმენტები. აღნიშნული დოკუმენტები გამოქვეყნებულ იქნა კომისიის ვებ გვერდზე 2018 წლის 9 აგვისტოს (<http://gncc.ge/uploads/other/3/3216.pdf>). 2018 წლის 30-31 ივლისს კომისიაში მოწვეულნი იყვნენ ოპერატორები, სადაც „PwC“-ის სლოვაკეთის ოფისის წარმომადგენლებთან ერთად მოხდა ზემოაღნიშნული დოკუმენტის საჯარო განხილვა.

2018 წლის 16 აგვისტოს წერილით შპს „მაგთიკომს“, სს „სილქნეტს“, შპს „კავკასუს ონლაინს“, შპს „დელტა კომს“, შპს „ახალ ქსელებს“, შპს „ახტელს“, შპს „რკინიგზის ტელეკომს“, შპს „საქართველოს ცენტრალური კავშირგაბმულობის კორპორაციას“ გაეგზავნათ აღნიშნული საკონსულტაციო დოკუმენტი. რასთანაც დაკავშირებით ეთხოვათ კომისიაში არგუმენტირებული შენიშვნების და კომენტარების წერილობით გამოგზავნა. ოპერატორების მიერ წარმოდგენილ შენიშვნებზე და კომენტარებზე „PwC“-ის მიერ გაცემული პასუხები მოცემულია კომპანიების მიხედვით.

შპს „მაგთიკომი“	1
შპს „კავკასუს ონლაინი“	8
სს „სილქნეტი“	13
WACC-ის გაანგარიშება	16

კითხვა:

ბუნდოვანია რიგი პარამეტრების განსაზღვრისას მიღებული კონკრეტული კოეფიციენტები, თუ მაჩვენებლები. მაგალითისთვის:

“Gearing”

Beta კოეფიციენტის განსაზღვრად აღნიშნულია, რომ მოხდება ე.წ. „Peer Group“-ში შემაჯავლი კომპანიების კაპიტალის სტრუქტურასთან შედარება. აღსაღნიშნავია, რომ ყოველი კომპანიისთვის სხვადასხვა კომპლექსური ფაქტორების მიხედვით (მაგ. ეკონომიკური მდგომარეობა, სტრატეგია, პროდუქტების სასიცოცხლო ციკლი და.ა.შ.), სხვადასხვა კაპიტალის სტრუქტურაა ოპტიმალური. აქედან გამომდინარე ძალიან მნიშვნელოვანია ასეთი „Peer Group“-ის სწორად, ყველა კომპლექსური ფაქტორის გათვალისწინებით შერჩევა და შესაბამისი კორექტირებების განხორციელება. საჭიროა გვექნოდეს Peer Group-ში შემაჯავლი კომპანიების ფინანსური მონაცემები.

პასუხი:

ე.წ. „Peer Group“-ის წევრების შერჩევისას ვიხელმძღვანელებთ „Brattle Group“-ის მიერ ევროკომისიისთვის ინვესტიციებზე გონივრული უკუგების განაკვეთის დასადგენად მომზადებული კვლევის დოკუმენტით, რომელიც განსაზღვრავს „Peer Group“-ის შერჩევის კრიტერიუმს. აღნიშნულ დოკუმენტს აქტიურად იყენებს ევროკავშირის დამოუკიდებელი მარეგულირებელი ორგანოები WACC-ის გაანგარიშებისთვის.

რადგან “Brattle study” დოკუმენტი ფოკუსირებულია მხოლოდ ევროკავშირის წევრ ქვეყნებზე, ამიტომ რეგიონალური ასპექტის გასათვალისწინებლად გაანგარიშებაში ასევე ჩართულია სხვა, არა ევროკავშირის სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების მაჩვენებლებიც, მათ შორის, ჩინური, რუსული და თურქული ოპერატორების ფინანსური მონაცემები.

ქვემოთ მოცემულია იმ კომპანიების სია, რომლებიც შერჩეული იქნა „Peer Group“-სთვის:

Company	Country	GNCC	Brattle
Hellenic Telecommunications Organization SA	Greece	x	
Magyar Telekom Telecommunications Public Limited Company	Hungary	x	
O2 Czech Republic AS	Czech Republic	x	
Telekom Austria AG	Austria	x	x
Swisscom AG	Switzerland	x	x
Vodafone Group Plc	United Kingdom	x	
Orange Polska Spolka Akcyjna	Poland	x	
Chinese Telecom	China	x	
Proximus PLC	Belgium	x	x
Orange (France Telecom) Public Joint Stock Company Long-Distance and International Telecommunications Rostelecom	Russia	x	x
Public Joint Stock Company Tatttelecom	Russia	x	
TeliaSonera Aktiebolag (publ)	Sweden	x	x
BT Group plc	United Kingdom	x	x
Türk Telekomünikasyon A.S.	Turkey	x	
Telecom Italia S.p.A.	Italy	x	x
Telefónica, S.A.	Spain	x	x
KPN	Netherlands		x
Deutsche Telekom	Germany		x
Telenet	Belgium		x
TDC	Denmark		x
Elisa	Finland		x
Kabel Deutschland	Germany		x
Telenor	Noway		x
NOS	Portugal		x
Tele 2	Sweden		x
Pharol	Portugal		x

ბლუმბერგის მონაცემებზე დაყრდნობით, თითოეული წინასწარ შერჩეული „Peer Group“- ის კომპანიისთვის განხორციელდა ვალდებულების საკუთარ კაპიტალთან თანაფარდობის კოეფიციენტის (Gearing ratio), (მედიანა- 58%) გამოთვლა. შემდგომ გაანგარიშებებში მედიანა დაკორექტირდა და შესაბამისად, გამოირიცხა ის კომპანიები, რომელთა კაპიტალის სესხთან შეფარდების კოეფიციენტი (Gearing ratio) 100% -ზე მეტი იყო, აღნიშნულის შედეგად „Peer Group“-ის საკუთარ კაპიტალთან თანაფარდობამ (Gearing) შეადგინა 46 პროცენტი. მიღებული შედეგი შეესაბამება „Brattle“-ის რეკომენდაციას, რომელიც მიუთითებს ამ კოეფიციენტის ზედა ზღვრის დონეს 50%-55%. გაანგარიშებაში გამოყენებული ფინანსური მონაცემების შესახებ დამატებითი ინფორმაცია მოცემულია ცხრილში:

Company	Country	Total assets (USD - Million)	Total Debt on capitalizati (USD - Million)		D/(D+E)	
Hellenic Telecommunications Organization SA	Greece	8 528	2 450	6 750	4 299	36%
Magyar Telekom Telecommunications Public Lim	Hungary	4 291	1 223	1 844	621	66%
O2 Czech Republic AS	Czech Republic	1 638	493	3 943	3 450	12%
Telekom Austria AG	Austria	9 172	3 043	6 163	3 120	49%
Swisscom AG	Switzerland	22 634	8 502	27 560	19 058	31%
Vodafone Group Plc	United Kingdom	174 845	54 653	84 336	29 683	65%
Orange Polska Spolka Akcyjna	Poland	6 591	2 064	2 184	120	95%
Chinese Telecom	China	101 617	16 041	38 532	22 491	42%
Proximus PLC	Belgium	10 239	2 918	10 596	7 678	28%
Orange (France Telecom)	France	113 730	41 565	46 234	4 670	90%
Public Joint Stock Company Long-Distance and In	Russia	9 740	3 327	2 475		134% excluded
Public Joint Stock Company Tattelcom	Russia	213	55	51		108% excluded
TeliaSonera Aktiebolag (publ)	Sweden	29 789	11 177	19 334	8 158	58%
BT Group plc	United Kingdom	61 002	20 899	36 215	15 316	58%
Türk Telekomünikasyon A.S.	Turkey	7 701	4 635	5 955	1 319	78%
Telecom Italia S.p.A.	Italy	82 592	39 462	17 325		228% excluded
Telefónica, S.A.	Spain	138 168	66 938	49 980		134% excluded
KPN	Netherlands	16 246	9 515	14 640	5 125	65%
Deutsche Telekom	Germany	169 709	69 079	84 198	15 119	82%
Telenet	Belgium	6 549	5 792	8 093	2 300	72%
Elisa	Finland	3 098	1 342	6 268	4 926	21%
Kabel Deutschland	Germany	3 030	2 747	11 560	8 813	24%
Telenor	Noway	24 649	9 156	32 079	22 923	29%
NOS	Portugal	3 563	1 402	3 377	1 975	42%
Tele 2	Sweden	4 782	1 381	6 195	4 814	22%
Pharol	Portugal	323	0	260	260	0%
Median						58%
Median adjusted						46%

კითხვა:

„Cost of Debt”

ა) ბუნდოვანია:

- რომელ სატელეკომუნიკაციო კომპანიებზე ხდება სწორება 10 წლიანი ევრო ბონდების ნაწილში, რომლის გამოყენებითაც მოხდება Margin over Risk Free Rate-ის კალკულაცია;

პასუხი:

განგარიშებაში არ არის გამოყენებული 10 წლიანი ევრო ობლიგაციების სარგებელის განაკვეთი. პირიქით, განგარიშებაში გამოყენებულია 10 წლიანი დაფარვის ვადის მქონე საქართველოს მთავრობის მიერ გამოშვებული სახაზინო ობლიგაციები (9.92%) და საქართველოში კომერციული ბანკების მიერ ბიზნეს სექტორზე/ინდუსტრიაზე გაცემული სესხების საპროცენტო განაკვეთი (11.42%). ვინაიდან ეროვნული ბანკის და სტატისტიკის სამსახურის ანგარიშებში საქართველოში არსებული სატელეკომუნიკაციო კომპანიების მონაცემები (სატელეკომუნიკაციო დარგის კომპანიებისთვის გაცემული სესხები) ცალკე არ არის წარმოჩენილი, ამიტომ ზემოთ მოყვანილი წყაროები ყველაზე ადეკვატურად იქნა მიჩნეული. შესაბამისად, ზემოაღნიშნული მონაცემებით პრემიის მარჟა (Debt Risk Premium) 1.51 პროცენტს შეადგენს (11.42%-9.92%).

აღნიშნული მიდგომის გადასამოწმებლად, შედარებული იქნა ევროკავშირის ქვეყნების სხვადასხვა დარგის და სატელეკომუნიკაციო სფეროს მონაწილეებისთვის შესაბამისი მონაცემები, შედეგად დადგინდა, რომ მათ შორის სხვაობა არ არის მატერიალურად მნიშვნელოვანი. მაგალითად, ევროკავშირში ტელეკომის კომპანიებზე (1.429%) და მთლინად ინდუსტრიის კომპანიებზე (1.476%) გაცემული სესხების საპროცენტო განაკვეთებს შორის სხვაობა ძალიან მცირეა.

კითხვა:

○ რამდენად რეპრეზენტაბელურია ამ კომპანიების მიერ მოზიდული კაპიტალის ოდენობა და შესაბამისი საპროცენტო განაკვეთი საქართველოში ოპერირებად სხვა სატელეკომუნიკაციო კომპანიებისთვის.

პასუხი:

როგორც ზემოთ პუნქტში აღინიშნა, გაანგარიშებაში გამოყენებული ძირითადი მაჩვენებლები მოპოვებულია ოფიციალურად გამოქვეყნებული სტატისტიკური ინფორმაციიდან. შესაბამისად, გაანგარიშება ეფუძნება საქართველოს მთავრობის მიერ 10 წლიანი დაფარვის ვადით გამოშვებულ ობლიგაციებს (9.92%) და საქართველოში კომერციული ბანკების მიერ გაცემული სესხების საპროცენტო განაკვეთებს (11.42%).

კითხვა:

ბ) ევროში დენომირებულ Margin over Risk Free Rate-ზე ქართული Risk Free Rate-ის დამატება ინფლაციების (ევროზონის და საქართველოს) დიფერენციალის სრული უგულვებელყოფით ეწინააღმდეგება ეკონომიკურ თეორიებს. მაგ. "Equation Theory" - I. Fisher.

პასუხი:

კაპიტალის ღირებულების გაანგარიშება მხოლოდ საქართველოს საფინანსო ბაზრის შესაბამის მონაცემებზეა დაფუძნებული (შენიშვნა: რადგან საქართველოში სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების სტატისტიკური მონაცემები არ არის ხელმისაწვდომი, ამიტომ ევროკავშირის მონაცემები გამოყენებული იქნა მხოლოდ კონკრეტული სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების მაჩვენებლების გადასამოწმებლად და შესადარებლად). შესაბამისად, გაანგარიშებაში ინფლაციის დიფერენცირების (differential of inflation) გათვალისწინების მიზეზები და საფუძველი არ არსებობს.

კითხვა:

Cost of Equity რატომ არის აპრიორად მართებულად მიჩნეული Brattle-ს მიერ მომზადებული იმ მეთოდოლოგიის შედეგებზე სწორება, რომელიც ევროკავშირის ქვეყნების მონაცემებზე არის დაფუძნებული და გამზადდა ევროკომისიისთვის? გარდა ამისა, მეთოდოლოგია უგულვებელყოფს Size Premium-საც, რაც ასევე არის ბუნდოვანი და საჭიროებს დამატებით ახსნა განმარტებებს.

პასუხი:

რეგულირებადი WACC -ის გაანგარიშებაში კომპანიის ე. წ. „ზომის პრემიუმის“ (size premium) კოეფიციენტის გათვალისწინების პრაქტიკა ევროკავშირის ქვეყნებში არ არის მიღებული, მიუხედავად იმისა, რომ კომერციული/საინვეტიციო მიზნებისთვის კონკრეტული კომპანიის WACC -ის გაანგარიშებაში აღნიშნული კოეფიციენტი შეიძლება იქნეს გამოყენებული. შესაბამისად, ევროკავშირის რეგულაციებთან ჰარმონიზაციის მიზნით ვიხელმძღვანელებთ „Brattle Group“ -ის მიერ ევროკომისიისთვის ამ მიმართულებით მომზადებული დოკუმენტით. აღნიშნულ დოკუმენტს აქტიურად იყენებს ევროკავშირის დამოუკიდებელი მარეგულირებელი ორგანოები ინვესტიციების გონივრული უკუგების განაკვეთის დასადგენად. ამასთან ერთად აღსანიშნავია, რომ ევროკომისიის 2018 წლის 20 თებერვლის დოკუმენტში (Brussels, 20.2.2018 C(2018) 1109 final), რომელიც შეეხება WACC -ის გაანგარიშებაში კომპანიის ზომის პრემიუმის გათვალისწინებას, ევრო კომისიამ გაანგარიშების შეფასებისას აღნიშნულთან დაკავშირებით უარყოფითი მოსაზრება გამოხატა. აღნიშნულზე საკუთარი პოზიცია გამოხატა ასევე ევროპის კომუნიკაციების დამოუკიდებელ მარეგულირებელთა ჯგუფმაც “BEREC” (BEREC published on April 4, 2018 its opinion on the Commission’s serious doubt), რომელიც ასევე დაეთანხმა ევროკომისიის მოსაზრებას კომპანიის ზომის პრემიუმის (size premium) კოეფიციენტის WACC -ის გაანგარიშებიდან გამორიცხვაზე. შესაბამისად, კომისია ითვალისწინებს ევროკავშირის მარეგულირებელ პრაქტიკას და აღნიშნულ კოეფიციენტს WACC -ის გაანგარიშებაში არ ითვალისწინებს იმ არგუმენტით, რომლითაც არ ჩათვალა რელევანტურად რეგულირებადი WACC -ის გაანგარიშებაში აღნიშნული კოეფიციენტის გათვალისწინება ევრო კომისიამ.

კითხვა:

Risk Free Rate

რატომ არ ხდება საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ გამოყენებული მეთოდოლოგიის გათვალისწინება Risk Free Rate-ის საქართველოსთვის კალკულაციის დროს მაშინ, როდესაც სწორედ ამ მიზნებისთვის და საქართველოს ფინანსური ბაზრისთვის შეიქმნა ეროვნული ბანკის მიერ ეს უკანასკნელი.

პასუხი:

ურისკო საპროცენტო განაკვეთი განისაზღვრა შემდეგი დებულების თანახმად: "ურისკო განაკვეთი (Risk-free rate) შეესაბამება, შესაბამისი პერიოდის განმავლობაში გამოშვებული გრძელვადიანი, 10 წლიანი საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთს. შესაბამისად, ურისკო განაკვეთი (Risk-free rate) არის საანალიზო წლის განმავლობაში გამოშვებული საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებლის საბაზრო ღირებულების საშუალო არითმეტიკული მაჩვენებელი." საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემებზე დაყრდნობით აღნიშნული პერიოდისთვის ის შეადგენს 9.92 პროცენტს.

კითხვა:

Risk Premium

ვერ დავეთანხმებით მიდგომას, რომლითაც Risk Premium-ად კონსულტანტი ზედა ზღვრად რეკომენდაციას უწევს განისაზღვროს მაქსიმუმ 5,5%-ი. ბუნდოვანია რატომ ხელმძღვანელობს კონსულტანტი ასე დაბალი მაჩვენებლით, როდესაც:

ა) აღებული მონაცემები საერთოდ არ ითვალისწინებს საქართველოში არსებული კაპიტალის ბაზრების მაჩვენებლებს, არამედ ეფუძნება მხოლოდ ევროკავშირის ბაზრებს. აღნიშნული მიდგომით სულ მცირე ხდება საქართველოს და ევროკავშირის ბაზრის რისკების გაიგივება.

ბ) წარმოდგენილ მეთოდოლოგიაშივეა აღნიშნული, რომ გერმანული მარეგულირებელი ორგანოს (Institut Der Wirtschaftspruefer in Deutschland e.V) მიერ რეკომენდირებული მაჩვენებელი მერყეობს 5,5%-დან 7,0%-მდე. კონსულტანტი კი ცალსახად რეკომენდაციას უწევს ქვედა ზღვარის (5,5%-ის) გამოყენებას.

გ) ასევე აღსანიშნავია, რომ იგივე A. Damodaran-ი საქართველოსთვის Equity Risk Premium-ად აფასებს 8,54%-ს.

პასუხი:

გრძელვადიან პერიოდში, მაგალითად 1926-2017 განსხვავება აქტივების საბაზრო უკუგებასა (return on the market portfolio) და ურისკო საპროცენტო განაკვეთს (risk free interest rate) შორის წარმოადგენს ე.წ „ბაზრის რისკის პრემიუმი“ (*market risk premium*). ეს განაკვეთი გავლენას ახდენს ინვესტორის მიერ მოთხოვნილი უკუგების განაკვეთზე, რომელიც უფრო მაღალია ვიდრე ურისკო განაკვეთი (*required rate of return*), აღნიშნული მიზნად ისახავს აქციონერის დაინტერესებას ინვესტირება განხორციელდეს უფრო მეტად აქციებში, ვიდრე ურისკო სახელმწიფო ობლიგაციებში (risk-free government bonds). აღნიშნულთან დაკავშირებით შესაძლოა არსებობდეს სხვადასხვაგვარი მსჯელობა, რომელიც მოიცავს ბაზრის სარისკო განაკვეთის სრულყოფის და დაზუსტების საკითხებს. საბაზრო რისკის პრემია (Market risk premia) შეიძლება განისაზღვროს სხვადასხვა პერიოდის განმავლობაში სხვადასხვა ქვეყანაში განხორციელებული საფონდო ბირჟის ისტორიული კვლევების საფუძველზე. აღნიშნული კვლევები გულისხმობს რისკის პრემიის ღირებულების (values for risk premium) გარკვეული ინტერვალით დადგენას. მაგალითად, გერმანიის მარეგულირებელმა (Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.VV) გამოაქვეყნა რეკომენდაცია, რომლის მიხედვითაც აღნიშნული მაჩვენებელი 5.5% -7% ინტერვალის ფარგლებში განისაზღვრება. გერმანიის საბაზრო მონაცემების მიხედვით ამ რისკის ღირებულება დაახლოებით 6%.

დემოდორანის ნაშრომი აანალიზებს S & P 500 -ს კომპანიების ისეთ შერჩევას, სადაც ეს მაჩვენებელი 5.8 პროცენტის დონეზეა.

ევროკომისია WACC-ის მეთოდოლოგიასთან დაკავშირებულ ანგარიშში აღნიშნულ მიდგომას ზუსტად არ განსაზღვრავს, მაგრამ ამ დოკუმენტში აღნიშნულია, რომ ERP-5% -5.5%-ს ინტერვალს შორის უნდა იყოს. ვინაიდან ზემოთ ჩამოყალიბებული მიდგომების უმეტესობაში ამ კოეფიციენტის შეფასება მეტწილად „Brattl“-ისა და „EC“-ის მიდგომებზე უფრო მაღალია და ამასთან PwC სტანდარტულად იყენებს უმაღლეს შეფასებას 6 პროცენტის ოდენობით, გადაწყდა, რომ ERP გაანგარიშებისთვის გამოყენებულ იქნეს PwC-ს მიერ ამ მონაცემისთვის სტანდარტულად დადგენილი უმაღლესი კოეფიციენტი 6 პროცენტი.

კითხვა:

მეთოდოლოგიაში საერთოდ არ არის გათვალისწინებული, ქვეყნის (საქართველოს) რისკის პრემია. იგივე A. Damodaran-ი მის ერთ-ერთ ბოლო (იანვარი 2018) შეფასებაში საქართველოსთვის ამ უკანასკნელს ადგენს 3,46%-ად, რომელიც მეთოდოლოგიაში ნახსენებიც კი არ არის (გთხოვთ, იხილოთ წყაროს ლინკი: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

პასუხი:

იმის გათვალისწინებით, რომ ჩვენ გაანგარიშებაში უშუალოდ ვიყენებთ საქართველოს ე.წ. „ურისკო განაკვეთის“ (Risk Free Rate) მაჩვენებელს, ამიტომ ჩვენს მიერ გამოყენებული მეთოდოლოგიის თანახმად, ე.წ. „ურისკო განაკვეთის“ (Risk Free Rate) შეფასება არ ითვალისწინებს ე.წ. „ქვეყნის რისკს“ (Country risk premium). თუ აღნიშნულს დამატებით კიდევ ინდივიდუალურად/ცალკე განვიხილავთ, მაშინ ეს მაჩვენებელი გაანგარიშებაში გაორმაგებული სახით იქნება გათვალისწინებული. შესაბამისად, ე.წ. „ქვეყნის რისკი“ მხოლოდ მაშინ უნდა იქნეს გამოყენებული, როდესაც გაანგარიშებაში სხვა ქვეყნის ურისკო განაკვეთია აღებული საბაზისო მონაცემად (მაგ. აშშ-ის) და მას „საქართველოს სახელმწიფო რისკის პრემიის“ კოეფიციენტი (Georgian Country Risk Premium) ემატება აღნიშნულის მისაღებად.

კითხვა:

მატერიალურ გავლენას ახდენს ბეტა კოეფიციენტის გათვლაზე და კაპიტალის ღირებულებაზე ისეთი რისკ ფაქტორები, რომლებიც არ არის გათვალისწინებული მოდელში. ასეთი სულ ხუთი რისკ ფაქტორია:

1. ქვეყნის რისკი (Country Risk Premium)- CrP;
2. კომპანიის ზომის რისკი (Size Risk Premium)- SzR;
3. სპეციფიური რისკ ფაქტორი (Specific Risk Premium) –SpR;
4. ინდუსტრიის პრემიუმი (Industry Risk Premium) – Rpi;
5. ბაზრის პრემიუმ (Market Premium)- RPm

ზემოთ ხსენებული რისკ ფაქტორებიდან მხოლოდ „ბაზრის პრემიუმი“ და ინდუსტრიის პრემიუმი“ იყო გათვალისწინებული, თუმცა „ქვეყნის რისკ ფაქტორი“ და „კომპანიის ზომის და სპეციფიური რისკ ფაქტორი“ არ იყო გათვალისწინებული.

რისკ ფაქტორი 1 . ქვეყნის რისკი (Country Risk Premium)- CrP

პასუხი:

იმის გათვალისწინებით, რომ ჩვენ გაანგარიშებაში უშუალოდ ვიყენებთ საქართველოს ე.წ „ურისკო განაკვეთის“ (Risk Free Rate) მაჩვენებელს, ამიტომ ჩვენს მიერ გამოყენებული მეთოდოლოგიის თანახმად, ე.წ. „ურისკო განაკვეთის“ (Risk Free Rate) შეფასება არ ითვალისწინებს ე.წ. „ქვეყნის რისკს“ (Country risk premium). თუ აღნიშნულს დამატებით კიდევ ინდივიდუალურად/ცალკე განვიხილავთ, მაშინ ეს მაჩვენებელი გაანგარიშებაში გაორმაგებული სახით იქნება გათვალისწინებული. შესაბამისად, ე.წ. „ქვეყნის რისკი“ მხოლოდ მაშინ უნდა იქნეს გამოყენებული, როდესაც გაანგარიშებაში სხვა ქვეყნის ურისკო განაკვეთია აღებული საბაზისო მონაცემად (მაგ. აშშ-ის) და მას „საქართველოს სახელმწიფო რისკის პრემიის“ კოეფიციენტი (Georgian Country Risk Premium) ემატება აღნიშნულის მისაღებად.

WACC- ის გაანგარიშების მეთოდოლოგიაში მოცემული მიდგომა 10 წლიანი ვადით გამოშვებულ საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციებს ითვალისწინებს, რომელიც შეადგენს 9.92%-ს, ნაცვლად BDO-ს მიერ დადგენილი ამერიკის ურისკო ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთისა (1.99%). ჩვენი მიდგომა ასევე ითვალისწინებს კომერციული ბანკების მიერ საქართველოში გამოშვებული სესხების საპროცენტო განაკვეთების მიმდინარე ღირებულებას, რომელიც 11.42 პროცენტს შეადგენს. ვინაიდან გაანგარიშება პირდაპირ საქართველოს ფინანსური ბაზრის შესაბამის

მონაცემებს ეყრდნობა, ამიტომ დამატებით სხვა ქვეყნის რისკის პრემიუმის გამოყენება მონაცემების გაორმაგებას გამოიწვევდა.

აღნიშნული რელევანტურია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ საქართველოს მთავრობის მიერ გამოშვებული ობლიგაციების ნაცვლად ამერიკის სახელმწიფო ობლიგაციები იქნებოდა გაანგარიშებაში გამოყენებული.

რისკ ფაქტორი 2. კომპანიის ზომის რისკი (Size Risk Premium)- SzR

პასუხი:

რეგულირებადი WACC -ის გაანგარიშებაში კომპანიის ე. წ. „ზომის პრემიუმის“ (size premium) კოეფიციენტის გათვალისწინების პრაქტიკა ევროკავშირის ქვეყნებში არ არის მიღებული, მიუხედავად იმისა, რომ კომერციული/საინვეტიციო მიზნებისთვის კონკრეტული კომპანიის WACC -ის გაანგარიშებაში აღნიშნული კოეფიციენტი შეიძლება იქნეს გამოყენებული. შესაბამისად, ევროკავშირის რეგულაციებთან ჰარმონიზაციის მიზნით ვიხელმძღვანელებთ „Brattle Group“ -ის მიერ ევროკომისიისთვის ამ მიმართულებით მომზადებული დოკუმენტით. აღნიშნულ დოკუმენტს აქტიურად იყენებს ევროკავშირის დამოუკიდებელი მარეგულირებელი ორგანოები ინვესტიციების გონივრული უკუგების განაკვეთის დასადგენად. ამასთან ერთად აღსანიშნავია, რომ ევროკომისიის 2018 წლის 20 თებერვლის დოკუმენტში (Brussels, 20.2.2018 C(2018) 1109 final), რომელიც შეეხება WACC -ის გაანგარიშებაში კომპანიის ზომის პრემიუმის გათვალისწინებას, ევრო კომისიამ გაანგარიშების შეფასებისას აღნიშნულთან დაკავშირებით უარყოფითი მოსაზრება გამოხატა. აღნიშნულზე საკუთარი პოზიცია გამოხატა ასევე ევროპის კომუნიკაციების დამოუკიდებელ მარეგულირებელთა ჯგუფმაც “BEREC” (BEREC published on April 4, 2018 its opinion on the Commission’s serious doubt), რომელიც ასევე დაეთანხმა ევროკომისიის მოსაზრებას კომპანიის ზომის პრემიუმის (size premium) კოეფიციენტის WACC -ის გაანგარიშებიდან გამორიცხვაზე. შესაბამისად, კომისია ითვალისწინებს ევროკავშირის მარეგულირებელ პრაქტიკას და აღნიშნულ კოეფიციენტს WACC -ის გაანგარიშებაში არ ითვალისწინებს იმ არგუმენტით, რომლითაც არ ჩათვალა რელევანტურად რეგულირებადი WACC -ის გაანგარიშებაში აღნიშნული კოეფიციენტის გათვალისწინება ევრო კომისიამ.

რისკ ფაქტორი 3. სპეციფიური რისკ ფაქტორი (Specific Risk Premium) –SpR

პასუხი:

სპეციფიკური რისკის განაკვეთის გამოყენება ხდება მხოლოდ განსაკუთრებულ გარემოებებში, ამასთან ასეთი გარემოებების ძალიან სპეციფიურ შეფასებას მოითხოვს (მაგალითად, ახალი და კომერციულად ჯერ კიდევ გამოუცდელი ტექნოლოგიების შეფასებისას იგი შეიძლება გამოყენებული იქნას ამ ახალი ტექნოლოგიის რისკის

შესაფასებლად სადაც მომავალი ფულადი ნაკადების შემოდინება საეჭვოა ან არასარწმუნოა); თუმცა ჩვეულებრივ ის არ გამოიყენება სატელეკომუნიკაციო ინდუსტრიაში. თქვენს მიერ თანდართული დოკუმენტი (იხ. „კავკასუს ონლაინის“ დანართი N1) არ ითვალისწინებს ასეთი რისკის (3% -იანი განაკვეთის) გამოყენების მტკიცებულებას. ამასთან, აღნიშნულ დოკუმენტში არ არის მითითებული ინფორმაციის წყარო.

რისკ ფაქტორი 4. ინდუსტრიის პრემიუმი (Industry Risk Premium) – Rpi

პასუხი:

სატელეკომუნიკაციო კომპანიების შესაბამისი „peer group“-ის შერჩევა ე.წ. „ინდუსტრიის პრემიუმის“ გაანგარიშებაში ასახვას ითვალისწინებს. ამასთან, როგორც შპს „კავკასუს ონლაინი“ ამ კომენტარების წარმოდგენისას აღნიშნვს (იხ. ზემოთ „კავკასუს ონლაინის“ პირველი კითხვა). ე.წ. „ინდუსტრიის პრემიუმი“ კაპიტალის ღირებულების გაანგარიშებაში მონაწილეობს. შესაბამისად, აღნიშნულთან დაკავშირებით დამატებით განმარტებები აღარ გაკეთებულა.

რისკ ფაქტორი 5. ბაზრის პრემიუმ (Market Premium)- RPM

პასუხი:

როგორც შპს „კავკასუს ონლაინი“ ამ კომენტარების წარმოდგენისას აღნიშნვს, ე.წ. „ბაზრის პრემიუმი“ კაპიტალის ღირებულების გაანგარიშებაში მონაწილეობს (იხ. ზემოთ „კავკასუს ონლაინის“ პირველი კითხვა). შესაბამისად, აღნიშნულთან დაკავშირებით დამატებით განმარტებები არ გაკეთებულა.

კითხვა:

ის ბეტა, რომელიც არის შემოთავაზებული (0,5-0,65), ასახავს მხოლოდ დივერსიფიცირებული ბაზრის რისკ პრემიუმის დანამატს, კერძოდ ინდუსტრიის პრემიას (Industry Premium); მფლობელის მიერ მოთხოვნილი კაპიტალის ღირებულების განაკვეთი (K_e) უნდა ფარავდეს ყველა რისკს რადგან სხვა გვარად დარგი აღარ იქნება მიმზიდველი ინვესტორისთვის. საკუთარი კაპიტალის ღირებულების განაკვეთი გამოითვლება ორნაირი მიდგომით და ორივე ფორმულით მიიღება იგივე შედეგი.

პასუხი:

შესაბამისი ბეტა განისაზღვრა 0.81 ოდენობით, რომელიც აღებულია სამ წლიანი პერიოდის მონაცემების საფუძველზე. „Brattle“ გვთავაზობს 2 წლიანი პერიოდის ბეტას, თუმცა, რადგან „peer group“-ის ბეტა კოეფიციენტის შესახებ მონაცემები 2 წლიანი პერიოდისთვის მცირე მოცულობითაა წარმოდგენილი, ამიტომ შევეცადეთ გვეპოვა ყველაზე უახლოესი მონაცემი, რაც შეიძლებოდა გამოყენებული ყოფილიყო ამ მიზნებისათვის. შესაბამისად, აღნიშნული კოეფიციენტი განისაზღვრა 3 წლიანი პერიოდის ბეტასთვის.

კითხვა:

$$K_e = R_f + (R_{Pm} + R_{Pi}) + S_zR + CrP + SpR$$

$$K_e = R_f + (\beta \times R_{Pm}) + S_zR + CrP + SpR$$

PwC-მიერ მოყვანილ რეკომენდაციაში არ განიხილება მნიშველოვანი რისკ ფაქტორები როგორც არის „ქვეყნის“, „კომპანიის ზომის და სპეციფიური რისკ ფაქტორი“.

პასუხი:

აღნიშნულ კომენტარზე დეტალური განმარტება წარმოდგენილია ზემოთ სხვა პარაგრაფებში დეტალურად. ასევე იხილეთ გაანგარიშება ამ დოკუმენტის ბოლოში.

Valuation Result

The fair value of the Group including cash and cash equivalents as at 30 September 2016 is presented in the table below:

WACC
Total DCF
Cash and cash equivalents as at 30 September 2016
Loan Principal as at 30 September 2016
Net interest payable, including tax shield as at 30 September 2016
Fair value of the Group as at 30 September 2016, in GEL
Rounded fair value of the Group as at 30 September 2016, in GEL



The discount rate or weighted average cost of capital (WACC) is the weighted average cost of equity and of the debt. The equity (E) is influenced by minimum rate of return on equity (Re). The cost of the debt is equal to interest rate on the loan needed for financing the Company's debt (D). The Company's weighted average cost of capital used to calculate net present value of cash flows.

$$WACC = (D/V) * (1-T) * Kd + (E/V) * Ke$$

Name of Variable	Abr	30-09-16	Formula
Asset beta (Unlevered)	BU	0.71	BU
Debt-to-Equity	D/E	36.5%	D/E
Weight of Debt	Wd	26.75%	Wd
Weight of Equity	We	73.25%	We
Income tax rate	Tax	15.00%	Tax
Relevered beta	BL	0.9346	$BL = BU * (1 + (1 - Tax) * (D/E))$
USA risk-free rate	Rf	1.99%	Rf
Relevered beta	BL	0.9346	BL
Equity risk premium	ERP	6.25%	ERP
Country risk premium	CRP	5.66%	CRP
Size premium	SRP	6.01%	SRP
Specific risk premium	CSP	3.00%	CSP
Cost of equity, USD	Ke USD	22.50%	$CAPM: Ke = Rf + B * ERP + CRP + SRP + CSP$
Cost of equity, GEL	Ke GEL	23.34%	
CPI USA	CPI USA	2.3%	
CPI GEO	CPI GEO	3.0%	
Cost of debt	Kd GEL	13.16%	Kd GEL
Weight of Debt	Wd	26.75%	Wd
Weight of Equity	We	73.25%	We
WACC	WACC	20.09%	$WACC = Wd * Kd * (1 - Tax) + We * Ke$

კითხვა:

დოკუმენტში აღნიშნული, ეფექტური ჰიპოთეტური ოპერატორის მოდელის შემუშავების ალტერნატიული მიდგომები არ არის განმარტებული და ძალიან ზოგადი ხასიათისაა/ზუნდოვანია (გვ. 9), რაც მითითებული სხვადასხვა მიდგომის გაანალიზებისა და მასზე შენიშვნების წარმოდგენის საშუალებას არ იძლევე; ასევე არ არის განმარტებული, კონკრეტულად როგორ გეგმავს კომისია ოპერატორებისაგან მიღებული ინფორმაციის საფუძველზე ეფექტური ოპერატორის ქსელის მოდელირებას და თუ რომელ ალტერნატიულ გზას (და რა არგუმენტების საფუძველზე) მიიჩნევს საუკეთესო მიდგომად საქართველოს რეალობაზე მორგებული ეფექტური ჰიპოთეტური ოპერატორის ქსელის განსაზღვრისათვის;

პასუხი:

რეგულირებადი საბითუმო ფართოზოლოვანი მომსახურების ტარიფების გაანგარიშების „LRIC +“ მოდელის მეთოდოლოგია ეფუძნება თეორიული ეფექტური ოპერატორის ("TEO") პრინციპს, რომელიც სრულად კონკურენტუნარიან ბაზარზე ეფექტური ოპერატორის ქცევის სიმულაციას ასახავს. TEO არის ოპერატორი, რომლის გადაცემის (transmission) და დაშვების ქსელი (access network) მოიცავს საქართველოს ყველა ნაწილს იმ მოცულობით, რომლითაც შესაძლებელია ქვეყნის მასშტაბით სრული მოთხოვნის დაკმაყოფილება ყველაზე ეფექტური ტექნოლოგიების და ქსელის მოწყობილობის გამოყენების გათვალისწინებით.

NGA და NGN- ქსელის საბითუმო მომსახურების LRIC- ის მოდელის შემუშავებისას თეორიული ეფექტური ოპერატორი (TEO) განისაზღვრა ბაზრის შესაბამისი ყველა მონაწილის მიერ მოწოდებული მონაცემების საფუძველზე. საერთო მომსახურების მოცულობისა და მოთხოვნის დასადგენად მოდელში გავაერთიანეთ ოპერატორების მიერ მოწოდებული ინფორმაცია შესაბამისი საბაზრო წილის პარამეტრების გათვალისწინებით. საბაზრო წილის პარამეტრის გაანგარიშება განხორციელდა აღნიშნული მომსახურების ეროვნული დაფარვის მქონე ოპერატორების საშუალო საბაზრო წილის ექვივალენტის საფუძველზე, რაც თეორიულად ეფექტური ოპერატორის ("TEO") პრინციპების და ფართოზოლოვანი საბითუმო მომსახურების ბაზრის ანალიზის შესაბამისია. მოდელში შეტანილი ინფორმაციის საფუძველზე, სრული მოთხოვნის დასაკმაყოფილებლად საჭირო მოცულობის ქვეყნის მთელი ტერიტორიის დაფარვის გათვალისწინებით აიგო დაშვების (access) ქსელი, გადაცემათა (transmission) ქსელი და ძირითადი (core network) ქსელი.

მოდელის აგებისას იმ შემთხვევაში, თუ ერთი და იმავე ადგილზე (დასახლებულ პუნქტში) ერთზე მეტი ოპერატორი უზრუნველყოფდა ფართოზოლოვანი მომსახურების მიწოდებას, შესაბამისი ზომის გათვალისწინებით მხოლოდ ერთი დაშვების კვანძი (access node) შეირჩა ამასთან ერთდ, მთლიანი მოთხოვნის დასაკმაყოფილებლად სხვადასხვა მომსახურებების რაოდენობები გაერთიანდა,

ხოლო საბაზისოდ „სილქნეტის“ და „მაგთიკომის“ დაშვების ქსელის მონაცემები იქნა აღებული, სხვა ოპერატორების დაშვების კვანძების (access nodes) მონაცემები „სილქნეტის“ და „მაგთიკომის“ მონაცემებს დაემატა ისეთ ადგილებში, სადაც „სილქნეტის“ და „მაგთიკომის“ მიერ ქსელი არ იყო დაფარული. ყველა ოპერატორის მიერ მოწოდებული ინფორმაციის შედეგად ჯამში 470 დაშვების კვანძი (access nodes) განისაზღვრა. ოპერატორების მიერ მოწოდებული მომსახურებების რაოდენობამ ჯამში 1.6 მლნ შეადგინა, რომელიც დაიყო ქვემოთ მოცემულ ცხრილში წარმოდგენილი მომსახურებებად, სადაც არ შედის ე.წ „TDM“- ის გამოყოფილი არხები და მონაცემთა გადაცემა (data transmission) .

Service	Service Volume
POTS	617 805
ISDN - BRA	0
ISDN - PRA	185
xDSL	77 371
GPON	501 141
P2P	33 408
DTV	422 201
Total	1 652 111

ადგილობრივი კვანძებისა (Local nodes) და ტრანზიტული კვანძების (Transit Nodes) გაერთიანება განხორციელდა ოპერატორების მიერ მოწოდებული მონაცემების საფუძველზე, სადაც LN და TN შერჩევა განხორციელდა ადგილმდებარეობის და კვანძებისთვის (nodes) განსაზღვრული იერარქიის მიხედვით.

სრულად კონკურენტულ ბაზარზე ეფექტური ოპერატორის ქცევის სიმულაციის შესაბამისად მოხდა გადამცემი (transmission) და ძირითადი ქსელის (core network) ტექნოლოგიების და მოწყობილობების მოდელირება. რეკომენდირებული მეთოდოლოგიის გამოყენებით დადგინდა ეფექტური ქსელის მოწყობილობების და აღჭურვილობის მოცულობა; ოპერატორებისგან მიღებული ფასების და დანახარჯების შესახებ ინფორმაციის და სხვა პარამეტრების მონაცემებზე დაყრდნობით განხორციელდა ქსელის დანახარჯების გაანგარიშება.

კითხვა:

LRIC+ მოდელთან დაკავშირებით დეტალური და მიზნობრივი შენიშვნების მოწოდებას შევძლებთ მხოლოდ მას შემდეგ, რაც კომისია, წერილობითი ფორმით, გამოაქვეყნებს დეტალურ მეთოდოლოგიასა, მეთოდოლოგიის შესაბამისად შემუშავებულ ეფექტური ჰიპოთეტური ოპერატორის (საქართველოს ბაზარისთვის შემუშავებულ) ტექნიკურ- ეკონომიკურ მოდელსა და ხარჯების გაანგარიშების შედეგებს;

პასუხი:

კონფიდენციალი მონაცემების გათვალისწინებით მიმდინარეობს მოდელის გამოქვეყნების ისეთი ფორმატის შემუშავება, რომლითაც დაცული იქნება ერთი

მხრივ კომპანიების კომერციული ინტერესები და მეორე მხრივ უზრუნველყოფილი იქნება LRIC მოდელის გაანგარიშების გამჭვირვალობა.

WACC-თან დაკავშირებული შენიშვნები:

რაც შეეხება კომისიის მიერ გამოქვეყნებულ WACC -ის გაანგარიშების მეთოდოლოგიას, უნდა აღინიშნოს, რომ სს „სილქნეტი“ არ ეთანხმება დოკუმენტში მოცემულ რიგ ძირეულ საკითხებს; დამატებით, ვინაიდან წარმოდგენილი მეთოდოლოგიის შედეგები ცალსახა არ არის, სხვადასხვა მონაცემების გამოყენების საშუალებას იძლევა, რის შედეგადაც მიღებული შედეგები შესაძლოა ერთმანეთისაგან განსხვავებული იყოს, მიგვაჩნია, რომ კომისიამ მეთოდოლოგიასთან ერთად აუცილებლად უნდა გამოაქვეყნოს მეთოდოლოგიის შესაბამისად გაანგარიშებული WACC-ი შედეგები (ზუსტად ისევე, როგორ აღნიშნული განხორციელდა ზარის დასრულების ტარიფებთან დაკავშირებით (EY-ის მიერ) WACC-ის გაანგარიშებისას) და ამის შემდეგ მოგვცეს საშუალება ჩვენი მოსაზრებები წარმოვადგინოთ სრულ ინფორმაციაზე დაყრდნობით; ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, გთხოვთ, მოცემულ შემთხვევაშიც გამოიყენოთ უკვე არსებული სამართლიანი პრაქტიკა და დამიდგომა, გამოაქვეყნოთ თქვენს მიერ წარმოდგენილი მეთოდოლოგიის შესაბამისად გაანგარიშებული WACC-ის შედეგები და დამატებითი ვადა (გამოქვეყნებიდან მინიმუმ 2 კვირა) განსაზღვროთ ოპერატორების მიერ კომენტარების წარმოსადგენად;

პასუხი:

WACC-ის გაანგარიშების დეტალები მოცემულია ამ დოკუმენტის დანართში

დანართი

WACC-ის გაანგარიშება

WACC Calculation

Risk Free Rate	9.92%
Equity Risk Premium	6.00%
Beta	0.81
Cost of Equity	14.75%
Risk Free Rate	9.92%
Debt Risk Premium - GE data	1.51%
Corporate Tax Rate	15.00%
Cost of Debt	9.71%
Capital structure/Gearing [D/(D+E)]	46%
After-tax WACC	12.43%
Pre-tax WACC	14.63%