



Ndërtesa e ElektroKosovës
Bulevardi Bill Klinton nr.3
Prishtinë 10000
Republika e Kosovës

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



KOMPAKIA KOSOVARE PËR DISTRIBUIM DHE FURNIZIM ME ENERGJI ELEKTRIKE SH.A.
KOSOVO ELECTRICITY DISTRIBUTION AND SUPPLY COMPANY J.S.C.
KOSOVSKO PREDUZEĆE ZA DISTRIBUCIJU I SNABDEVANJE ELEKTRIČNOM ENERGIJOM D.O.O.
KEDS - SH.A.

Nr. 81 Dt. 28.09.2022
HQ 1

Ymer Fejzullahu
Kryesues i Bordit të ZRRE-së

Alpin Dogan
Kryeshef Ekzekutiv, KEDS sh.a.

28 Shtator 2022

Lënda: Komentet e Operatorit Sistemit të Shpërndarjes ndaj Raporteve Konsultative të ZRRE-së mbi vlerat hyrëse për periudhën 2023-2027

I nderuar z. Fejzullahu,

Ky dokument përmbledh komentet e Operatorit Sistemit të Shpërndarjes ndaj Raporteve konsultative të Zyrës së Rregullatorit për Energji (ZRRE) mbi vlerat hyrëse për periudhën 2023-2027.

OSSH ka përgatitur komentet për vlerat hyrëse si:

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

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,


SH.A.
1
Alpin Dogan
Kryeshef Ekzekutiv

Shtojcat:

Komentet e OSSH ndaj Raportit konsultativ të ZRRE-së mbi Mesataren e ponderuar të kostos së kapitalit (WACC),

Komentet e OSSH ndaj Raportit konsultativ të ZRRE-së mbi Cakun e reduktimit të humbjeve,

Komentet e OSSH ndaj Raportit konsultativ të ZRRE-së mbi Faktorin e efikasitetit.



Ndërtesa e Elektrokovës
Bulevardi Bill Clinton nr.5
Prishtinë 10000
Republika e Kosovës

Elektrokosova Building
Bill Clinton Boulevard no.5
Prishtina 10000
Republic of Kosovo



***Komentet e OSSH-së ndaj Raportit Konsultativ të ZRRE-së mbi
Mesataren e Ponderuar të Kostos së Kapitalit (WACC)***



1. Hyrje

Zyra e Rregullatorit për Energji (ZRRE) më datë 13 shtator 2022 ka publikuar Raportin Konsultativ mbi Mesataren e ponderuar së kostos së kapitalit (WACC). Në këtë raport konsultativ të publikuar nga ZRRE është paraqitur vlerësimi fillestar për Mesataren e ponderuar së kostos së kapitalit për sistemin e transmetimit dhe shpërndarjes për periudhën 2023-2027.

OSSH ka analizuar me kujdes raportin konsultativ dhe vlerësimet e ZRRE-së të parashtruara në këtë raport. WACC është normë diskontimi që përfaqëson normën e preferuar të kthimit të investitorit dhe përgjithësisht konsiderohet të jetë kostoja oportune e kapitalit të investitorit. Vlerësimi i ZRRE-së rrezikon në mënyrë të konsiderueshme stabilitetin financiar të kompanisë. Parametrat e vlerësuar për WACC nuk sigurojnë fonde të lira monetare për aksionarët mbas servisimit të obligimeve nga pikëpamja e mospërputhshmërisë të amortizimit dhe maturitetit të kredive.

Në vijim të këtij dokumentit OSSH do të paraqes qëndrimin e saj lidhur me propozimin e ZRRE-së për WACC për periudhën rregullative 2023-2027 dhe arsyetimet për të gjitha çështjet për të cilat nuk pajtohet me qëndrimin e ZRRE-së, së bashku me argumentet mbështetëse.

Në dokumentin në vazhdim OSSH ka përmbledhur argumentet e saj si në vazhdim:

- Leverazhi
- Kostoja e borxhit
- Kostoja e ekuitetit

KEDS, si Operator i licencuar i Sistemit të Shpërndarjes është në dispozicion për t'u takuar me ZRRE-në në çdo kohë për të diskutuar çështjet e ngritura në Raportin Konsultativ të ZRRE-së dhe kundër-argumentet e ofruara në këtë dokument.

2. Leverazhi

Sipas Zyrës së Rregullatorit për Energji, niveli i duhur i financimit të investimeve me borxhe për të licencuarit e rregulluar është ndërmjet 0.40 dhe 0.70. Meqenëse kapitali bazë i OSSH-së është më pak se 0.40, ZRRE propozon që financimi i investimeve me borxhe të jetë 0.40, që paraqet fundin e këtij intervali.

Megjithatë ashtu siç është argumentuar në propozimin e OSSH-së për WACC, qasja më e mirë në vlerësimin e strukturës financiare është konsiderimi i strukturës së kompanive të krahasueshme që operojnë në shërbimin e shpërndarjes së energjisë elektrike, me aktivitete dhe karakteristika të ngjashme. Qasja supozon në mënyrë implicite se grupi i kompanive të ngjashme përfaqëson së bashku një investitor efikas.

Qasja e sugjeruar nga ZRRE, bazuar në raportin e strukturës kapitale të përdorur nga zyrat e tjera rregullatore të vendeve fqinje me kushte të ngjashme si Kosova, është e aplikueshme duke marrë parasysh qëllimin e WACC (për vlerësimin e tarifave). Sidoqoftë për të nxjerrë një interval të kostos së kapitalit vetjak dhe për të vlerësuar siç duhet ndikimin e strukturës së kapitalit, është konsideruar një vlerë



minimale dhe maksimale e raportit borxh/ekuitet. Në metodologjinë e përdorur nga OSSH raporti i leverazhit të sektorit varion nga 36.62% në 40%.

Marrë në konsideratë një strukturë kapitale prej 40.0% si në intervalin e sipërm ashtu edhe në atë të poshtëm, ndikimi do të rezultonte jomaterial, duke ulur kufirin e poshtëm të intervalit tonë të propozuar të WACC me vetëm 0.3, OSSH propozon që niveli i leverazhit të mbetet sipas propozimit 36.62%.

3. Kostoja e borxhit

ZRRE propozon që të vazhdojë llogaritja e kostonë së borxhit si një normë pa risk ("RFR") plus primin e riskut të borxhit. Për përcaktimin e primit të riskut të borxhit, ZRRE-ja bazohet në normat mesatare të interesit të kredive për investime me maturim 5-10 të lëshuara në Kosovë nga bankat e nivelit të dytë për korporatat jo financiare. Norma mesatare e kredive për investime me maturim 5 deri në 10-vjet gjatë viteve 2020-2022 konsiderohet si minimum, ndërsa e njëjta normë mesatare gjatë viteve 2016-2022 përdoret si maksimum. Prandaj intervali i konkluduar 1.72%-2.12%, rezulton nga zbritja e normës mesatare përkatëse të kredive për investim nga yield-i mesatar i letrave me vlerë të Qeverisë së Kosovës me maturim 7 dhe 10 vjeçar gjatë viteve 2017-2022 (i cili konsiderohet nga ZRRE si një normë pa rrezik për Kosovën). Duke marrë parasysh sa më sipër, kostoja e borxhit e llogaritur nga ZRRE varion nga 5.37% në 5.74%.

Bazuar në publikimin e fundit të Bankës Qendrore të Kosovës (afër datës së vlerësimit të WACC), norma e interesit e kredive të reja për qëllime investimi me afat maturimi prej 5 deri në 10 vjet, rezulton 5.61% në korrik 2022. ZRRE-ja konsideron mesataren e 6 viteve të fundit në llogaritjet e tyre që barazohet me 5.37%. Megjithatë, për të pasqyruar kushtet aktuale ekonomike, ne gjykojmë të arsyeshme llogaritjen e normës së aplikueshme të interesit në datën e vlerësimit (22 korrik). Për më tepër, marrja në konsideratë e normës së interesit të bankave të nivelit të dytë nuk është plotësisht përfaqësuese kur analizohen nevojat për financim të sektorit të energjisë. Shuma e kredive të dhëna nga bankat e nivelit të dytë është mjaft e vogël në krahasim me kërkesat e financimit të OSSH-se për një investim të ri. Gjithashtu, maturimi i një kredie investimi në sektorin e energjisë është më i gjatë se 5 deri në 10 vjet për shkak të horizontit kohor të shpenzimeve kapitale, gjë që do të rezultonte në një normë interesi të aplikueshme më të lartë.

Banka Qendrore Evropiane¹ dhe Rezerva Shtetërore amerikane² si rezultat i rritjes së vazhdueshme të inflacionit parashohin rritje të normave të kredisë deri në 5% në fund të vitit 2022, e cila nënkupton se mundësia e sigurimit të kredive me normën e propozuar nga ZRRE për periudhën e tretë rregullative është

¹Banka Qendrore Evropiane, 2022, Vendimet e Politikës Monetare, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220908~c1b6839378.en.html#:~:text=Key%20ECB%20interest%20rates,The%20Governing%20Council&text=Accordingly%2C%20the%20interest%20rate%20on,effect%20from%2014%20September%202022>. (vizituar së fundi më 28.09.2022)

² CNBC 2022, "Fed sapo bëri një rritje 'enorme' të normës së interesit me 75 pikë bazë" <https://www.cnbc.com/2022/09/21/fed-raises-interest-rates-what-will-be-more-expensive.html> (vizituar së fundi më 28.09.2022)



e pa aplikueshme andaj kërkojmë që në analizë të përfshihen edhe ndikimet e pritshme nga politikat monetare të Bankave Qendrore Botërore.

Marr parasysh të larte thënat, ne e gjykojmë të arsyeshme koston tonë të borxhit prej 7.4%, pasi në llogaritjen e saj kemi konsideruar diferencën e kredisë së korporatave, e cila paraqet një bazë të krahasueshme për OSSH-në për sa i përket rrezikut të kredisë, shumës së kredisë dhe maturimit.

4. Kostoja e Ekuitetit

4.1. Norma pa rrezik

ZRRE në raportin konsultativ ka propozuar një normë pa rrezik prej 3.65%, duke marrë parasysh normën mesatare të letrave me vlerë të Qeverisë së Kosovës me maturim 7 dhe 10 vjet gjatë viteve 2017-2022.

Siç përmendet në Raportin Konsultativ të përgatitur nga ZRRE, gjithashtu referuar dhe publikimeve të Bankës Qendrore të Kosovës, shteti i Kosovës ka emetuar vetëm 16 obligacione qeveritare me një maturitet nga 7 vite deri në 10 vite gjatë periudhës 2017-2022, duke treguar një nivel të ulët emetimi. Gjithashtu, duke konsideruar kërkesat specifike të sektorit të energjisë, shpenzimet kapitale të kryera në këtë sektor kërkojnë një periudhë kohore minimale prej rreth 20 vite.

Për këtë arsye, një normë pa rrezik prej 7-vite deri në 10 vite, konsiderohet si e pa përshtatshme për sektorin, pasi norma pa rrezik e përzgjedhur duhet të përputhet me kohëzgjatjen e jetëgjatësisë ekonomike të investimeve në fjalë.

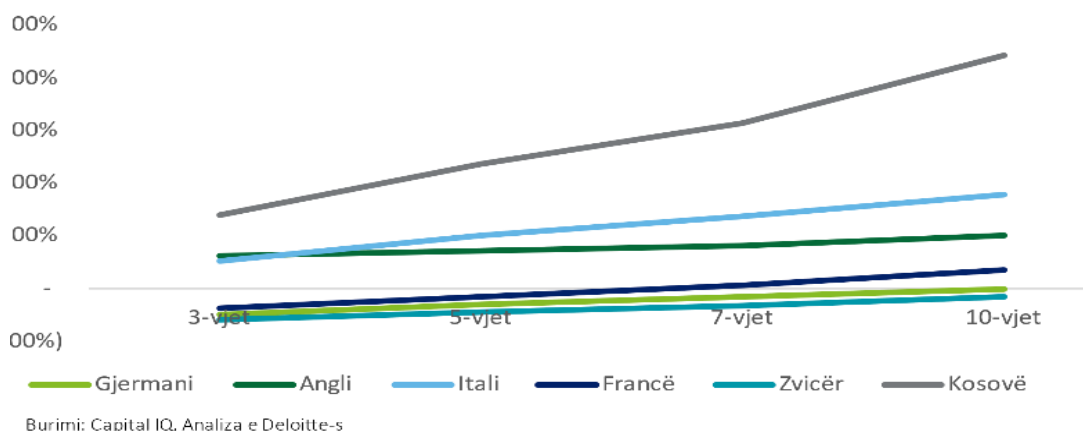
Qeveria e Kosovës deri më tani nuk ka emetuar asnjë letër me vlerë më të gjatë se 10 vjet. Prandaj, për të konsideruar horizontin kohor të kërkuar në këtë sektor dhe për të qenë në përputhje me metodologjinë e ZRRE-së, është kryer një analizë e detajuar për të përllogaritur normën e Yield-it 20-vjeçar të obligacioneve të qeverisë së Kosovës, duke marrë si pikënisje normën e Yield-it të obligacioneve shtetërore 10-vjeçar.

Më poshtë është paraqitur analiza e detajuar hap pas hapi.

1. Së pari, duke u bazuar në Platformën Capital IQ, janë nxjerrë yield-et e obligacioneve të vendeve Evropiane për disa lloj obligacionesh sipas maturitetit. Për të qëndruar konsistent me metodologjinë e ZRRE-së, është marrë parasysh yield-i mesatar nga viti 2017 deri në vitin 2022 për secilin vend Evropian duke e krahasuar me Kosovën për secilin lloj obligacioni. Siç paraqitet në grafik, yield-i i obligacioneve shtetërore shfaq një tendencë rritëse me shtimin e maturitetit nga 3 vite në 5 vite, 7 vite dhe 10 vite, gjë që pasqyron korrelacionin pozitiv që ekziston midis rrezikut të maturimit dhe kthimit. Bonot e Qeverisë së Kosovës shënojnë rritje më të theksuar në krahasim me vendet tjera për shkak të kushteve ekonomike dhe stabilitetit më të ulët financiar që reflekton Kosova.



Trendi i Yield-it të Obligacioneve Shtetërore me maturime të ndryshme



2. Për të identifikuar rritjen shtesë të normës së rrezikut të obligacioneve për shkak të rritjes së maturimit, ne kemi identifikuar rritjen e ponderuar në yield-in e obligacioneve (në bazë vjetore) për çdo vit shtesë më maturim (3-vjeçar në 5-vjeçar, 5-vjeçar në 7-vjeçar dhe 7-vjeçar në 10-vjeçar) për vendet Evropiane dhe Kosovën (të paraqitur në tabelën më poshtë).

Siç shihet në analizën e paraqitur për vendet Evropiane, rritja mesatare e tenton të stabilizohet me rritjen e periudhave të maturimit, duke reflektuar një normë më të lartë gjatë periudhave të para (3-5 vjeçare) dhe duke u ulur gradualisht më pas.

Për më tepër, për të analizuar trendin e rritjes së normës së riskut me rritjen e maturitetit, është krahasuar rritja mesatare vjetore në vendet Evropiane me rritjen vjetore të Kosovës. Rezultatet e analizës shfaqin divergjenca midis rritjes mesatare të Kosovës krahasuar me atë të vendeve Evropiane, ku Kosova pretendon një rritje të ponderuar më të lartë për çdo periudhë maturimi. Kjo i atribuohet rrezikut më të lartë investues të Kosovës në krahasim me vendet të zhvilluara evropiane të përzgjedhura.

Norma Vjetore e Ponderuar e Rritjes

	5-vjet	7-vjet	10-vjet
Gjermani	16.7%	9.2%	6.4%
Angli	8.1 %	6.7%	7.4%
Itali	39.7%	16.5%	9.2%
Francë	15.4%	12.4%	9.0%
Zvicër	15.9%	10.8%	8.3%
Norma Mesatare e Ponderua e Rritjes	19.2%	11.1%	8.0%
Norma e Ponderuar e Rritjes për Kosovën	30.8%	15.3%	12.3%
% ndryshimi i Kosovës në krahasim me vendet evropiane	61.0%	37.6%	52.8%

Burimi: Capital IQ, Analiza e Deloitte-s

3. Siç përmendet dhe më lart, në mungesë të obligacioneve afatgjata për Kosovën, analiza jonë është bazua në yield-et mesatare të bonove të thesarit të 5 viteve të fundit të Gjermanisë, Mbretërisë së Bashkuar, Italisë, Francës, Zvicrës (“vendet Evropiane”) të cilat emetojnë letra me vlerë me maturim më të gjatë (15-vjeçare, 20-vjeçare dhe 30-vjeçare), si dhe me një volum të madh të obligacioneve të



emetuara. Pas analizimit të të dhënave mbi normat e ponderuara të rritjes së yield-eve të obligacioneve afatgjata sipas llojit të maturitetit për vendet Evropiane (10-vjeçare në 15-vjeçare, 10-vjeçare deri në 20-vjeçare dhe 10-vjeçare deri në 30-vjeçare), rezulton një normë mesatare e ponderuar që varion respektivisht 4.5% deri në 2.2%, për maturimin 15-30-vjeçar, respektivisht, duke u ulur me rritjen e viteve të maturimit. Për të vlerësuar rritjen e rrezikut shtesë të lidhur me rritjen e periudhës së maturimit të Kosovës në krahasim me vendet e tjera Evropiane (siç shpjegohet në pikën 2), kemi kryer një analizë regresioni eksponencial duke marrë parasysh trendin e rritjes së ponderuar të Kosovës në krahasim me vendet Evropiane, të vërejtur në yield-et e obligacioneve me maturim deri në 10 vjet, duke konkluduar në një faktor korrektimi (rritja e Kosovës në krahasim me vendet Evropiane) për të llogaritur rrezikun shtesë që lidhet me rrezikun e ekonomisë dhe investimeve të Kosovës, krahasuar me vendet të zhvilluara Evropiane të përzgjedhura.

Pas aplikimit të korrektimit të rezultuar mbi Normën Mesatare të Ponderuar të Rritjes së vendeve të tjera Evropiane, është konkluduar në një Rritje të Ponderuar të Kosovës që varion nga 6.4% në 2.9%, respektivisht për maturim 15 deri në 30-vjeçar (mesatarisht 4.6%), e cila ulet me rritjen e maturimit siç shpjegohet në pikën 2.

Norma Vjetore e Ponderuar e Rritjes

	15-vjet	20-vjet	30-vjet
Gjermani	4.2%	3.0%	2.2%
Angli	5.1 %	3.5%	1.9%
Itali	4.0%		2.6%
Francë	4.4%		2.4%
Zvicër	4.8%		1.7%
Norma Mesatare e Ponderua e Rritjes	4.5%	3.3%	2.2%
<i>Faktori rregullues i nenkuptuar për të kthyer rritjen e ponderuar të vendeve evropiane në Kosovë</i>	42.6%	40.3%	37.2%
Rritja e ponderuar e nenkuptuar për Kosovën	6.4%	4.6%	2.9%

Burimi: Capital IQ, Analiza e Deloitte-s

- Yield-i Implikuar i Obligacioneve 20-vjeçare të Qeverisë së Kosovës llogaritet duke aplikuar Rritjen e Ponderuar të konkluduar (e cila, e konvertuar në një rritje të akumuluar për 10 vite barazohet me 57.4%) me Yield-in mesatar të Obligacioneve të Qeverisë së Kosovës me maturim 10-vjeçar gjatë viteve 2017-2022, duke rezultuar në 7.0%.

Yield i Implikuar i Obligacioneve 20-vjeçare të Qeverisë së Kosovës

Yield-i Obligacionit 10-vjeçar të Qeverisë së Kosovës	4.4%
Rritja Vjetore e Ponderuar	4.6%
Rritja e akumuluar 10-vjeçare e normës në maturim	57.4%
Obligacioni 20-vjeçar i Qeverisë së Kosovës	7.0%

Burimi: Analiza e Deloitte-s

- Norma e përlogaritur e obligacioneve 20-vjeçare të Kosovës e llogaritur më lartë reflekton riskun e tregjeve të obligacioneve. Tregjet e kapitalit janë më të rrezikshëm se tregjet e obligacioneve. Për të konvertuar normën pa rrezik (të shprehur si yield-i i obligacioneve qeveritare 20-vjeçare) në një normë



pa rrezik të tregut të kapitalit, ne e korrektoam atë për CDS dhe Faktorin e Volatilitetit bazuar tek Damodaran, 2022. Faktori i Volatilitetit është një koeficient më i lartë se 1, duke reflektuar luhatshmërinë më të lartë që ka tregu i kapitalit në krahasim me tregun e obligacioneve. Ky faktor llogaritet rregullisht nga Damodaran dhe referohet nga shumica e praktikuesve të vlerësimit globalisht. Për shkak të mungesës së vlerësimit të kredisë së Kosovës, CDS-të mesatare të Shqipërisë, Bosnjë dhe Hercegovinës, Maqedonisë së Veriut, Malit të Zi dhe Serbisë u konsideruan duke supozuar se Kosova ka çështje të ngjashme politike, ekonomike dhe financiare me këto vende. Norma pa rrezik për Kosovën pas korrektimit varion ndërmjet 7.9% në 8.0%, e cila bie brenda intervalit tonë të mëparshëm të vlerësuar duke aplikuar yield-in e obligacioneve gjermane 20-vjeçare.

Norma pa rrezik e nënkuptuar e Kosovës

	Rajoni*	B1-B3**
Obligacion 20-vjeçar i Qeverisë së Kosovës	7.0%	7.0%
CDS	5.3%	6.2%
Obligacioni 20-vjeçar i Qeverisë së Kosovës pa CDS	1.7%	0.8%
Faktori i Volatilitetit	1.17	1.17
Axhustim për CDS	6.2%	7.3%
Norma pa rrezik e Kosovës	7.9%	8.0%

Shënim: *Rajoni përfshin Shqipërinë, B&H, Maqedoninë e Veriut, Malin e Zi dhe Serbin, ndërsa **B1-B3 përfshin B&H, Maqedoninë e Veriut dhe Malin e Zi

Burimi: Domodoran, Analiza e Deloitte-s

Prandaj, ne e konsiderojmë normën prej 8.45% në kalkulimin e WACC-ut për periudhën e tretë rregullative 2023-2027.

4.2. Primi i rrezikut të tregut

Për sa i përket ERP-së, ZRRE-ja e ka bazuar propozimin e saj për ERP-në në raportin e CEER-it, duke marrë parasysh mesataren e disa vendeve (Shqipëria, Maqedonia e Veriut, Mali i Zi, Greqia, Gjeorgjia, Letonia, Republika Çeke, Sllovakia). Për të konkluduar në një interval, ZRRE heq ERP-në e Gjeorgjisë nga kalkulimi, për shkak se WACC i saj është jashtë brezit mesatar të vendeve të krahasueshme dhe minimum i ERP-së rezulton të jetë 5.04%, ndërkohë që të gjitha vendet e krahasueshme rezultojnë në një maksimum prej 5.18%.

Në bazë të analizave të OSSH-së janë identifikuar disa mospërputhje siç shtjellohen më poshtë.

- Pas kryerjes së një studimi të detajuar të tregut, konstatohet se metodologjia e llogaritjes së ERP-së e përdorur nga agjencitë rregullatore të çdo vendi ndryshon pasi disa prej tyre përfshijnë në përllogaritje Premiumin e Riskut të Vendit, i cili duhet të përjashtohet.
- Për më tepër, lindi paqartësi kur bëhet fjalë për vitin (periudhën) e miratimit të ERP-së për çdo vend. Raporti CEER 2021 përfaqëson ERP-në e zbatueshme gjatë vitit 2021, megjithatë periudha rregullatore ndryshon nga një vend në tjetrin. Prandaj, ne e konsiderojmë ERP-në e bazuar në Raportin CEER jo-përfaqësues pasi nuk pasqyron kushtet aktuale ekonomike (inflacioni, ndikimi i luftës, etj).



- Duhet të theksohet se Maqedonia e Veriut llogarit ERP-në e saj duke zbritur Normën pa Rrezik nga Premium-i i Borxhit (duke rezultuar në një ERP konsiderueshëm më të ulët prej 3.8%), e cila duket të jetë e ja është jashtë brezit mesatar të vendeve të krahasueshme dhe e pazbatueshme sipas perspektivës së vlerësimit. Prandaj, ne e konsiderojmë ERP-në e Maqedonisë së Veriut si një vlerë të papërshtatme e cila duhet të përjashtohet nga llogaritja.

Për më tepër, ne kemi analizuar edhe burime të tjera të besueshme dhe të kohëve të fundit, si Damodaran, e cila ka vlerësuar një Premium të Rrezikut të Tregut prej 6,01% që nga 1 korriku 2022. Prandaj, konkludojmë se vlerësimi i ERP-së nga OSSH është i saktë.

4.3. Koeficienti Beta

ZRRE-ja në raportin konsultativ bazohet në raportin e Këshillit të Rregullatorëve Evropianë të Energjisë ("CEER") për të përcaktuar vlerën beta të ekuitetit të aplikueshme. Për më tepër, është marrë në konsideratë beta mesatare e ekuitetit të vendeve të njëjta bazuar në vlerësimin ERP, të cilat konsiderohen të krahasueshme me Kosovën. Betës rezultuese (0.46) i është hequr efekti i borxhit dhe taksave, dhe është rikthyer në beta me borxh duke përdorur parametrat e Kosovës, për të përfunduar në një koeficient beta prej 0.88.

Sipas perspektivës së vlerësimit, beta e kompanive të krahasueshme të industrisë konsiderohet si më përfaqësuese pasi merr në konsideratë në mënyrë specifike kompanitë e ngjashme të shpërndarjes së energjisë në treg.

Për më tepër, duke marrë parasysh turbulencat e fundit në tregjet e kapitalit dhe ecurinë e paqëndrueshme të çmimeve dhe indekseve që rezultojnë është vlerësuar se me e përshtatshme të përdoren koeficientet mesatar afatgjatë në vend të betave aktuale për të luftuar parregullsitë që janë shfaqur kohëve të fundit dhe për të mundësuar vlerësimin e betës të qëndrueshme në të ardhmen. Si përfundim beta e përdorur për qëllimet e kalkulimit të WACC duhet të jete 1.

4.4. Risku i madhësisë

Sipas ZRRE-se propozimi i koston së kapitalit të OSSH-së përfshin një prim të një kompanie të vogël, e cila përfaqëson një shtesë të propozuar në CAPM, duke përfshirë pak shpjegime se pse kjo normë përfaqëson rrezik sistemik që nuk mund të diversifikohet. Primet e kompanive të vogla përfshihen në rastet kur si referencë në përcaktimin e koston së borxhit merren vetëm normat e interesit të huave të kompanive të pakrahasueshme, e që sipas ZRRE-se ky është një rast i papërshtatshëm për OSSH-në.

Megjithatë, sipas praktikës dhe metodologjisë më të mirë të vlerësimit, përgjithësisht pranohet se kompanitë e vogla kanë tendencë të kenë kthim më të lartë në krahasim me kompanitë e mëdha dhe kjo nuk lidhet me koston e borxhit, siç thuhet në Raportin Konsultativ të ZRRE-së.

Në përzgjedhjen e primit të rrezikut të madhësisë, ne kemi konsideruar një qasje konservatore, pasi nëse do të kishim marrë parasysh kriteret e kapitalizimit të tregut (Market Capitalization), norma e aplikuar për OSSH do të rezultonte rreth 6.25%.



Duke marrë parasysh rëndësinë e kompanisë në kontekstin e tregut të Kosovës (KEDS është kompania e vetme e licencuar e Shpërndarjes së Energjisë), OSSH duhet të klasifikohet si mikro – kompani me kapital të ulët, duke aplikuar një normë Rreziku të madhësisë prej 3.25%.

5. Propozimi i OSSH-së për WACC

Bazuar në të dhënat e paraqitura më sipër, ritheksojmë se vlerësimi i OSSH-së për WACC për periudhën e tretë rregullative 2023-2027 është i arsyeshëm.

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%

Propozimi i OSSH-së për WACC

Është fakt i ditur se kriza ekonomike, rritja e çmimeve dhe inflacioni pritët të ndikojnë negativisht në vitet në vazhdim dhe për të siguruar stabilitet dhe qëndrueshmëri financiare, si dhe operim efikas, OSSH kërkon nga ZRRE të vendos WACC në nivel prej 15.35%. Dështimi për të vlerësuar dhe përcaktuar në mënyrë të drejtë të parametrevë rregullative do të krijojë një rreth vicioz dhe pasoja të papërshtatshme për gjithë sektorin e energjisë elektrike.