

Studija o proračunu stope WACC za  
2014. godinu za operatora sa značajnom  
tržišnom snagom -  
Serbian Broadband - Srpske kablovske  
mreže doo

Jun 2015.

15.06.2015.

**Regulatorna agencija za elektronske komunikacije i poštanske usluge - RATEL**

Višnjićeva 8,

11000 Beograd

n/r: g-din Milan Janković, direktor

**Predmet:** Studija o proračunu stope WACC za 2014. godinu za operatora sa značajnom tržišnom snagom: Serbian Broadband - Srpske kablovske mreže doo

Poštovani g-dine Jankoviću,

U skladu sa ugovorom iz javne nabavke (br. 1-02-4042-2/15) čiji je predmet izrada studije o proračunu stope WACC za 2014. godinu za operatora sa značajnom tržišnom snagom, u prilogu Vam dostavljamo Studiju o proračunu stope WACC za Serbian Broadband - Srpske kablovske mreže doo, odnosno društvo koje je proglašeno za operatora sa značajnom tržišnom snagom na maloprodajnom tržištu distribucije medijskih sadržaja (u daljem tekstu „operator sa ZTS“ ili „SBB“).

Svrha izračunavanja je da pomogne nadležnom regulatornom telu (RATEL) prilikom regulisanja cena operatora sa ZTS.

Adekvatan WACC u skladu sa specifikacijom u konkursnoj dokumentaciji je nominalan, izražen u dinarima (RSD) i pre poreza.

Datum za koji se utvrđuje WACC je 31.12.2014. godine. Proračun je izvršen u skladu sa Pravilnikom o primeni troškovnog principa, odvojenih računa i

izveštavanju od strane operatora za značajnom tržišnom snagom u oblasti elektronskih komunikacija (»Službeni glasnik RS« br. 52/11).

Stojimo na raspolaganju za sva pitanja.

S poštovanjem,



Milovan Popović, CPA

## SADRŽAJ

|   |    |
|---|----|
| REZIME.....   | 5  |
| A. UVOD .....   | 6  |
| B. FINANSIJSKI IZVEŠTAJI OPERATORA SA ZTS .....                   | 7  |
| C. PONDERISANI PROSEČNI TROŠKOVI KAPITALA - WACC .....            | 9  |
| C.1. Svrha izračunavanja .....                                    | 9  |
| C.2. Definicija .....   | 9  |
| C.3. Osnov izračunavanja i formula.....                           | 9  |
| D. STOPA TROŠKOVA SOPSTVENOG KAPITALA .....                       | 10 |
| D.1. Definicija .....   | 10 |
| D.2. Stopa prinosa na nerizična ulaganja .....                    | 10 |
| D.4. Beta koeficijent .....                                       | 12 |
| D.5. Premija na rizik ulaganja u akcije za razvijene zemlje ..... | 14 |
| D.6. Premija za rizik zemlje.....                                 | 15 |
| D.7. Rezime računice stope troškova sopstvenog kapitala.....      | 15 |
| E. STOPA TROŠKOVA POZAJMLJENOG KAPITALA .....                     | 16 |
| E.1. Definicija .....   | 16 |
| E.2. Računica .....   | 16 |
| F. FINANSIJSKA POLUGA.....  | 18 |
| F.1. Definicija .....   | 18 |
| G. POREZ NA DOBIT PRAVNIH LICA.....                               | 18 |
| H. REZULTAT RAČUNICE WACC NA DAN 31.12.2014. ....                 | 19 |
| I. PRILOG .....   | 20 |
| I.1. Opis kompanija iz računice kreditne premije .....            | 20 |

### Skraćenice i pojmovi korišćeni u izveštaju

- ZTS - značajna tržišna snaga
- Operator sa ZTS - javni telekomunikacioni operator sa značajnom tržišnom snagom na maloprodajnom tržištu distribucije medijskih sadržaja (Serbian Broadband - Srpske kablovske mreže doo).
- WACC (eng. »*Weighted Average Cost of Capital*«) - Ponderisani prosečni troškovi kapitala
- CAPM (eng. »*Capital Asset Pricing Model*«) - Model vrednovanja kapitalne aktive
- Rf (eng. »*Risk free rate*«) - stopa prinosa na nerizična ulaganja
- Levered beta - beta koeficijent sa finansijskom polugom
- Unlevered beta - beta koeficijent bez finansijske poluge
- D/E (eng. »*Debt to Equity*«) - odnos finansijskog duga i sopstvenog kapitala
- ERP (eng. »*Equity Risk Premium*«) - premija za ulaganje u akcije
- CRP (eng. »*Country Risk Premium*«) - premija za rizik zemlje
- NBS - Narodna banka Srbije
- RSD - valuta dinar
- HRSD - u hiljadama dinara
- MRSD - u milionima dinara
- EUR - valuta evro
- BEREC - Body of European Regulators for Electronic Communications (prev. »*Grupa evropskih regulatora u oblasti elektronskih komunikacija*«)

## Spisak tabela

|  |    |
|--|----|
| Tabela 1 Rezultat računice WACC na dan 31.12.2014. ....                                      | 5  |
| Tabela 2 Bilans stanja na dan 31.12.2014. (u HRSD) .....                                     | 7  |
| Tabela 3 Bilans uspeha u periodu od 01.01. do 31.12.2014. (u HRSD) .....                     | 8  |
| Tabela 4: Pregled kamatnih stopa državnih HOV .....  | 11 |
| Tabela 4: Računica beta koeficijenta.....  | 14 |
| Tabela 5 Računica stope troškova sopstvenog kapitala.....                                    | 15 |
| Tabela 6 Kreditna premija kompanija iz oblasti pružanja usluga<br>kablovske televizije ..... | 16 |
| Tabela 7 Računica stope troškova pozajmljenog kapitala .....                                 | 17 |
| Tabela 8 Rezultat računice WACC na dan 31.12.2014. ....                                      | 19 |

## REZIME

### Obračun na dan 31.12.2014.

BDO Business Advisory doo (u daljem tekstu »BDO«) je izvršio proračun ponderisanih prosečnih troškova kapitala - stope WACC, za operatora sa ZTS, za šta je angažovan od strane Regulatorne agencije za elektronske komunikacije i poštanske usluge (RATEL).

Računica je urađena u skladu sa Pravilnikom o primeni troškovnog principa, odvojenih računa i izveštavanju od strane operatora za značajnom tržišnom snagom u oblasti elektronskih komunikacija (»Službeni glasnik RS« br. 52/11, u daljem tekstu »Pravilnik«).

Rezultat je prezentovan u tabeli sa desne strane. **Dobijena vrednost WACC stope, pre poreza, u nominalnom iznosu i domaćoj valuti na dan 31.12.2014. kreće se u rasponu:**

**od 16,38% do 16,95%.**

Tabela 1 Rezultat računice WACC na dan 31.12.2014.

| Parametar                           | 31.12.2014.   |               |
|-------------------------------------|---------------|---------------|
|                                     | Donja         | Gornja        |
| Cena sopstvenog kapitala            | 17,29%        | 17,64%        |
| Stopa prinosa na nerizična ulaganja | 11,99%        | 11,99%        |
| Beta koeficijent                    | 1,06          | 1,08          |
| Premija za ulaganje u akcije        | 5,00%         | 5,21%         |
| Cena duga (pre poreza)              | 14,61%        | 15,69%        |
| Stopa prinosa na nerizična ulaganja | 11,99%        | 11,99%        |
| Kreditna premija                    | 2,62%         | 3,70%         |
| D <sub>f</sub> /E ratio             | 0,51          | 0,55          |
| Ponder cene duga                    | 0,34          | 0,35          |
| Ponder stope sops. Kapitala         | 0,66          | 0,65          |
| Porez na dobit privrednih društava  | 0,00%         | 0,00%         |
| <b>WACC pre poreza, nominalan</b>   | <b>16,38%</b> | <b>16,95%</b> |

*Napomena: premija za rizik zemlje je već sadržana u stopi prinosa na nerizična ulaganja*

*Izvor: Damodaran, Duff & Phelps, Uprava za trezor RS, računica BDO*

## A. UVOD

BDO Business Advisory doo je angažovan od strane Regulatorne agencije za elektronske komunikacije i poštanske usluge na poslu izrade studije o proračunu stope WACC na dan 31.12.2014. godine, (u daljem tekstu »Studija«) za potrebe formiranja prodajnih cena operatora sa ZTS, prema Pravilniku.

Određivanje WACC stope je ključno za regulatorni proces. Prilikom određivanja granica cena proizvoda i usluga kompanija koje imaju značajnu tržišnu snagu, regulatori moraju da odluče šta predstavlja »fer« prinos na angažovani kapital. Fer stopa prinosa je stopa koju operatori mogu očekivati na konkurentnom tržištu distribucije medijskih sadržaja i koja treba da nadoknadi oportunitetne troškove angažovanog kapitala koji nastaju pružanjem usluga, odnosno prodajom proizvoda. Na ovaj način se daju efikasni signali tržišnim učesnicima i potrošačima i motivišu kompanije da vrše efikasne investicije u odgovarajuću infrastrukturu i usluge. Preniska stopa, odnosno stopa koja je ispod oportunitetnih troškova kapitala bi destimulisala investitore, dok bi previsoka stopa dovela do ekstra profita i narušavanja konkurentnosti, odnosno neefikasne alokacije resursa.

U skladu sa činjenicom da SBB ima značajnu tržišnu snagu, u obavezi je da primenjuje troškovni princip pri formiranju cena na maloprodajnom tržištu distribucije medijskih sadržaja. Ova obaveza je definisana u Pravilniku i odredbama Zakona o elektronskim komunikacijama (»Službeni glasnik RS«, br. 52/11).

Izvori informacija koji su korišćeni obuhvataju:

- 1) Računovodstvena dokumentacija operatora sa ZTS dobijena od RATEL-a;
- 2) Međunarodni monetarni fond - World Economic Outlook, April 2015 ([www.imf.org](http://www.imf.org));
- 3) Narodna banka Srbije ([www.nbs.rs](http://www.nbs.rs));
- 4) Ministarstvo Finansija, Uprava za Trezor ([www.trezor.gov.rs](http://www.trezor.gov.rs));
- 5) Duff & Phelps: »Valuation Handbook, Guide to Cost of Capital 2015«;
- 6) Duff & Phelps: »Valuation Handbook, Industry Cost of Capital 2014«;
- 7) Prof. Aswath Damodaran ([www.damodaran.com](http://www.damodaran.com));
- 8) IRG - Regulatory Accounting - Principles of Implementation and Best Practice for WACC calculation (prev. »Principi implementacije i najbolje prakse za izračunavanje WACC«);
- 9) ERG - Regulatory Accounting in Practice 2008 (prev. »Regulatorno računovodstvo u praksi«);
- 10) ERG - Regulatory Accounting in Practice 2009;
- 11) BEREC Report - Regulatory Accounting in Practice 2014.

Navedene izvore smo koristili kao merodavne i pouzdane, bez nezavisne verifikacije preuzetih podataka u pogledu tačnosti i potpunosti.

## B. FINANSIJSKI IZVEŠTAJI OPERATORA SA ZTS

U nastavku slede pojedinačni izveštaji SBB.

Tabela 2 Bilans stanja na dan 31.12.2014. (u HRSD)

| Pozicija  | 31.12.2014.       | 31.12.2013        |
|---|-------------------|-------------------|
| <b>Aktiva</b>                                   | <b>53.680.172</b> | <b>52.110.992</b> |
| Stalna imovina                                  | 46.756.115        | 45.706.006        |
| Nematerijalna imovina                           | 32.180.470        | 32.490.282        |
| Nekretnine, postrojenja i oprema                | 12.154.296        | 12.172.809        |
| Dugoročni finansijski plasmani                  | 2.421.349         | 1.042.915         |
| Odložena poreska sredstva                       | 0                 | 0                 |
| Obrtna imovina                                  | 6.924.057         | 6.404.986         |
| Zalihe  | 1.705.905         | 1.530.754         |
| Potraživanja po osnovu prodaje                  | 4.429.401         | 3.901.581         |
| Potraživanja iz specifičnih poslova i druga pot | 249.801           | 458.497           |
| Kratkoročni finansijski plasmani                | 163.682           | 177.046           |
| Gotovina i gotovinski ekvivalenti               | 115.464           | 140.923           |
| Aktivna vremenska razgraničenja                 | 259.804           | 196.185           |

| Pozicija                             | 31.12.2014.       | 31.12.2013        |
|--------------------------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Pasiva</b>                        | <b>53.680.172</b> | <b>52.110.992</b> |
| Kapital                              | 1.172.922         | 24.966.084        |
| Osnovni kapital                      | 25.537.578        | 25.537.578        |
| Ostali kapital                       | 0                 | 0                 |
| Rezerve                              | 4.531             | 4.531             |
| Otkupljene sopstvene akcije          | 0                 | 0                 |
| Gubitak                              | 24.369.187        | 576.025           |
| Dugoročna rezervisanja i obaveze     | 42.287.413        | 18.329.029        |
| Dugoročne obaveze                    | 42.209.567        | 18.250.997        |
| Dugoročna rezervisanja               | 77.846            | 78.032            |
| Odložene poreske obaveze             | 1.196.387         | 1.368.804         |
| Kratkoročne obaveze                  | 9.023.450         | 7.447.074         |
| Kratkoročne finansijske obaveze      | 1.302.021         | 1.261.850         |
| Primljeni avansi, depoziti i kaucije | 219.104           | 202.622           |
| Obaveze iz poslovanja                | 4.351.598         | 3.785.632         |
| Ostale kratkoročne obaveze i PVR     | 3.150.727         | 2.196.970         |

Izvor: finansijski izveštaji za 2014. godinu

Tabela 3 Bilans uspeha u periodu od 01.01. do 31.12.2014. (u HRSD)

| Pozicija   | 31.12.2014.        | 31.12.2013        |
|--|--------------------|-------------------|
| <b>Poslovni prihodi</b>                                | <b>16.130.500</b>  | <b>14.126.518</b> |
| Prihodi od prodaje robe                                | 896.216            | 783.125           |
| Prihodi od prodaje proizvoda i usluga                  | 15.041.908         | 13.226.664        |
| Prihodi od premija, subvencija, dotacija i donacija    | -                  | -                 |
| Drugi poslovni prihodi                                 | 192.376            | 116.729           |
| <b>Poslovni rashodi</b>                                | <b>14.309.048</b>  | <b>11.964.024</b> |
| Nabavna vrednost prodane robe                          | 770.538            | 694.568           |
| Prihodi od aktiviranja učinaka i robe                  | 103.805            | 72.909            |
| Troškovi materijala                                    | 213.041            | 123.603           |
| Troškovi goriva i energije                             | 89.248             | 85.970            |
| Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi | 1.467.749          | 1.300.747         |
| Troškovi proizvodnih usluga                            | 7.097.551          | 6.249.924         |
| Troškovi amortizacije                                  | 4.257.796          | 3.136.154         |
| Troškovi dugoročnih rezervisanja                       | 3.530              | 9.354             |
| Nematerijalni troškovi                                 | 513.400            | 436.613           |
| <b>Poslovna dobit</b>                                  | <b>1.821.452</b>   | <b>2.162.494</b>  |
| Finansijski prihodi                                    | 247.509            | 348.919           |
| Finansijski rashodi                                    | 4.578.913          | 1.271.209         |
| Neto efekat usklađivanja vrednosti                     | (46.223)           | (177.801)         |
| Ostali prihodi   | 1.595.065          | 371.188           |
| Ostali rashodi   | 1.646.352          | 1.613.956         |
| <b>Gubitak pre oporezivanja</b>                        | <b>(2.607.462)</b> | <b>(180.365)</b>  |
| Odloženi poreski prihod perioda                        | 172.418            | 37.099            |
| <b>Neto gubitak za godinu</b>                          | <b>(2.435.044)</b> | <b>(143.266)</b>  |

Izvor: finansijski izveštaji za 2014. godinu



## C. PONDERISANI PROSEČNI TROŠKOVI KAPITALA - WACC

### C.1. Svrha izračunavanja

WACC je opšte prihvaćena metodologija za izračunavanje prinosa na angažovani kapital i razumljiva kako za finansijski sektor, tako i za industriju telekomunikacija. Takođe, konzistentna je sa metodologijama koje koristi veliki broj regulatornih tela i koja je preporučena od strane BEREC. Svrha izračunavanja je da pomogne regulatornim telima prilikom regulisanja cena operatora sa ZTS.

### C.2. Definicija

Ponderisani prosečni troškovi kapitala predstavljaju zahtevani prinos na angažovani kapital. Prema finansijskoj teoriji, angažovani kapital najčešće čine dve komponente - sopstveni kapital i finansijski dug, odnosno postoje dve vrste ulagača - akcionari/vlasnici i finansijski. Obe vrste ulagača očekuju poseban prinos, a WACC predstavlja ukupan prosečan prinos koji je dobijen ponderisanjem pojedinačnih prinosa relativnim udelom svake komponente u ukupnom kapitalu. Ovi prinosi nemaju iste rizike iz razloga što servisiranje obaveza prema finansijskim poveriocima ima primat u odnosu na potraživanja koja mogu imati vlasnici/akcionari, iz čega proizilazi da stopa troškova pozajmljenog kapitala treba da bude niža od cene kapitala.

### C.3. Osnov izračunavanja i formula

WACC može biti izračunat u realnom ili nominalnom iznosu, izražava se u određenoj valuti i može biti utvrđen pre ili posle obračunatog poreza. U ovom slučaju, budući da se radi o regulisanju tekućih cena na domaćem tržištu Srbije, **adekvatan WACC u skladu sa Pravilnikom je nominalan, izračunat za domaću valutu (RSD) i pre poreza.** U nastavku dajemo

formulu koja će biti primenjena prilikom izračunavanja stope WACC pre poreza.

$$\text{Pre-tax WACC} = \frac{R_e \times \frac{E}{D+E}}{1-t} + R_d \times \frac{D}{D+E}$$

gde su:

- $R_e$  - stopa troškova sopstvenog kapitala,
- $E$  - sopstveni kapital,
- $D$  - pozajmljeni kamatonosni kapital (finansijski dug),
- $R_d$  - stopa troškova pozajmljenog kapitala,
- $t$  - stopa poreza na dobit pravnih lica.

Formula oslikava činjenicu da kompanije mogu da pribavljaju izvore finansiranja putem emisije vlasničkih ili dužničkih hartija od vrednosti (ili zaduživanjem kod finansijskih institucija).

Većina elemenata koji čine WACC mora biti utvrđena temeljnom analizom i zaključivanjem, budući da nisu neposredno dostupni. Utvrđivanje WACC stope će biti urađeno poštujući finansijsku teoriju i smernice EU iz oblasti telekomunikacija.

## D. STOPA TROŠKOVA SOPSTVENOG KAPITALA

### D.1. Definicija

U finansijskoj teoriji Stopa troškova sopstvenog kapitala je stopa prinosa koju investitori očekuju ulaganjem u vlasničke hartije od vrednosti, odnosno akcije. Ova stopa u očima investitora zapravo izjednačava buduće dividende i kapitalne dobitke sa aktuelnom vrednošću akcija, tj. predstavlja zahtevani prinos u ime odricanja u sadašnjosti zarad (veće) buduće ekonomske koristi.

U praksi se koriste više metoda za izračunavanje stope troškova sopstvenog kapitala, od kojih su najčešći:

- 1) Model vrednovanja kapitalne aktive (eng. »Capital Asset Pricing Model - CAPM«),
- 2) Model rasta dividendi (eng. »Dividend Growth Model«),
- 3) Model vrednovanja na bazi arbitraže (eng. »Arbitrage Pricing Theory - APT«).

Mi smo se opredelili za najčešće korišćenu metodologiju, odnosno za CAPM. Naše opredeljenje se temelji na tome da ova metodologija zahteva najmanje subjektivnih pretpostavki u poređenju sa drugim pristupima i teorijama, kao i da je za naše tržište najmerodavnija.

Prema osnovnoj teoriji, komponente stope troškova sopstvenog kapitala ( $R_e$ ) su:

- 1) Stopa prinosa na nerizična ulaganja ( $R_f$ ),
- 2) Beta koeficijent ( $\beta$ ),
- 3) Premija na rizik ulaganja u akcije (ERP)

a formula, za izračunavanje je:

$$R_e = R_f + \beta \times ERP$$

Treba imati u vidu da je CAPM teorija u izvornom obliku razrađena za razvijeno tržište SAD. Kasnije modifikacije ove teorije su predvidele zasebnu premiju za rizik zemlje (tzv. country risk premium) koja nema najviši (tzv. AAA) rejting ili izbor lokalne stope prinosa na nerizična ulaganja ( $R_f$ ) koja u sebi sadrži i premiju za rizik zemlje. Takođe, skrećemo pažnju da kasnije dopune CAPM formule predviđaju i premija za veličinu kompanije i premiju za specifični rizik. *Imajući u vidu da se radi o ZTS operatoru koji je najveća kompanija u oblasti i jedna od najvećih u državi, nismo dodavali premiju za veličinu. Takođe, imajući u vidu regulatornu svrhu ovog dokumenta, nismo razmatrali premiju za specifični rizik kompanije.*

### D.2. Stopa prinosa na nerizična ulaganja

Stopa prinosa na nerizična ulaganja je kamatna stopa za koju se očekuje da može biti ostvarena ulaganjem u finansijske instrumente bez rizika, najčešće državne dugovne hartije od vrednosti, tj. obveznice. Termin »bez rizika« se primarno odnosi na vrlo nisku verovatnoću da dođe do neplaćanja (eng. »default risk«), dok određeni rizici mogu da postoje (npr. rizik od inflacije).

Prilikom određivanja ove stope, potrebno je utvrditi relevantno tržište. Ono može biti domaće, ali se takođe mogu koristiti i državne obveznice drugih zemalja kao aproksimacija stope prinosa na nerizična ulaganja. Mi smo se, shodno preporuci IRG, opredelili za domaće tržište kao relevantno.

Prema dokumentu Principi implementacije i najbolje prakse za izračunavanje WACC (orig. »Principles of Implementation and Best Practice for WACC Calculation«, februar 2007.) izdatom od strane Independent Regulators Group (IRG), vremenski horizont za koji se utvrđuje stopa prinosa na nerizična ulaganja može da se bazira na:

- 1) trajanju investicionog perioda, sa pretpostavkom da investitori žele kompenzaciju za dugoročna ulaganja, odnosno za relevantan vremenski period;
- 2) trajanju planskog perioda, sa pretpostavkom da dugoročne obaveze treba da budu usklađene sa postojećom dugoročnom imovinom, odnosno da treba primeniti prosečan vek korišćenja sredstava (minimum 10 godina);
- 3) trajanju regulatornog perioda, sa pretpostavkom da će regulatorne mere zaštititi vlasnike angažovanog kapitala od kretanja kamatnih stopa na tržištu do narednog revidiranja regulisanih cena.

U nastojanju da koristimo što relevantnije podatke, kao i da prilikom odabira stope prinosa na nerizična ulaganja obuhvatimo adekvatnu premiju za rizik zemlje, odlučili smo se za korišćenje sedmogodišnje državne obveznice Republike Srbije (oznaka emisije RSOB1488) koja je emitovana 17. decembra 2014. godine, denominovana u RSD i sa dospećem 2021. godine. Prinos ove obveznice na dan emisije iznosio je 11.99%, što smatramo odgovarajućim nominalnim prinosom za potrebe ovog izveštaja. Naime, domaće tržište državnih dužničkih hartija od vrednosti (primarno i sekundarno) nije toliko aktivno niti postoje publikovani podaci o prinosima na konkretan dan. Stoga je razumno koristiti prinos na dan emisije 17.12., osim u slučaju ozbiljnih tržišnih poremećaja koji se nisu dogodili do kraja tog decembra 2014. godine. Prva prethodna emisija sedmogodišnjih državnih hartija u dinarima zabeležena je u septembru 2014. godine (po stopi od 11,79%), dok je u oktobru izdata desetogodišnja obveznica sa prinosom od 12,99% (jedina emisija u toku te godine sa tim dospećem). Pregled stopa prinosa domaćih državnih obveznica sledi. Iz navedenih razloga smo se odlučili za korišćenje jedinstvene stope iz decembra 2014. godine, koja predstavlja nominalni prinos (tj. sadrži i inflatorna očekivanja)

Tabela 4: Pregled kamatnih stopa državnih HOV

| Godina | Mesec | Dospeće (u godinama) |       |       |       |       |
|--------|-------|----------------------|-------|-------|-------|-------|
|        |       | 2                    | 3     | 5     | 7     | 10    |
| 2013.  | Jan.  | 12,29                | -     | 12,94 |       |       |
|        | Feb.  | -                    | 11,39 | -     |       |       |
|        | Mart  | 10,80                | -     | -     | 12,65 |       |
|        | Apr.  | 10,24                | 10,49 | -     | 12,25 |       |
|        | Maj   | 9,89                 | -     | 10,50 | -     |       |
|        | Jun   | -                    | 10,50 | -     | -     |       |
|        | Jul   | 10,48                | -     | 10,69 | -     |       |
|        | Avg.  | -                    | 12,00 | -     | -     |       |
|        | Sept. | 11,50                | -     | -     | 12,99 |       |
|        | Okt.  | -                    | 11,85 | -     | -     |       |
|        | Nov.  | 10,70                | 10,50 | 11,89 | -     |       |
|        | Dec.  | 10,09                | 10,18 | -     | -     |       |
| 2014.  | Jan.  | 8,98                 | -     | -     | -     |       |
|        | Feb.  | -                    | 10,38 | 11,48 | -     |       |
|        | Mart  | 9,80                 | 10,49 | -     | 13,00 |       |
|        | Apr.  | -                    | -     | -     | -     |       |
|        | Maj   | 9,30                 | 10,06 | -     | 11,80 |       |
|        | Jun   | 9,00                 | -     | 10,80 | 11,80 |       |
|        | Jul   | -                    | 10,00 | -     | 11,80 |       |
|        | Avg.  | -                    | -     | 10,80 | -     |       |
|        | Sept. | 9,00                 | -     | -     | 11,79 |       |
|        | Okt.  | -                    | -     | -     | -     | 12,99 |
|        | Nov.  | -                    | 9,70  | -     | -     | -     |
|        | Dec.  | 9,00                 | -     | -     | 11,99 | -     |

Izvor: NBS

#### D.4. Beta koeficijent

Beta koeficijent ( $\beta$ ) je mera rizika vlasničke hartije od vrednosti u poređenju sa rizikom čitavog tržišta. Prema teoriji, jedini rizik koji beta koeficijent oslikava je sistemski rizik, tj. rizik koji se ne može eliminisati diversifikacijom.

Beta koeficijent pokazuje u kojoj meri će se potencijalni budući prinosi ili gubici kretati u skladu sa kretanjem diversifikovanog portfolija koji sadrži veliki broj hartija od vrednosti. Ovaj portfolio se kraće naziva i tržišni portfolio. Veća vrednost beta koeficijenta označava i veći sistemski rizik kome su izloženi vlasnici akcija firme sa visokim beta koeficijentom. Ukoliko beta koeficijent akcije ima vrednost 1, po CAPM modelu se očekuje da budući prinos akcije bude u skladu sa prinosom tržišnog portfolija. Beta koeficijenti veći od 1 impliciraju da će prinos akcije porasti (pasti) u većoj meri nego prinos tržišnog portfolija, dok beta koeficijenti manji od 1 (i veći od 0) impliciraju da će prinos akcije porasti (pasti) u manjoj meri nego prinos tržišnog portfolija. Negativne vrednosti beta koeficijenta impliciraju kretanje cene akcije suprotno od kretanja tržišnog portfolija. Ako je vrednost beta koeficijenta 0, kretanje cene akcije je nezavisno od kretanja cene tržišnog portfolija.

Beta koeficijent se može izračunati na tri načina:

- 1) Istorijski beta koeficijent
- 2) »Bottom-up« beta koeficijent
- 3) Ciljni beta koeficijent

**1. Istorijski beta koeficijent** - ovaj koeficijent se dobija regresijom odnosa prinosa kompanije u prošlosti sa prinosima tržišnog portfolija. Za kompanije čijim se akcijama trguje na berzi, beta se dobija regresijom prinosa na akcije kompanije ( $R_j$ ), koji se bazira na kapitalnoj dobiti i dividendama, sa prinosom koji daje tržišni portfolio ( $R_m$ ) izražen odgovarajućim berzanskim indeksom:

$$R_j = a + \beta \times R_m$$

gde je:

- a - sečica regresije,
- $\beta$  - nagib regresije.

Beta koeficijent se, tako, računa kao odnos kovarijanse prinosa akcija i indeksa i varijanse indeksa, odnosno:

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_j, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

Pri računanju istorijskog beta koeficijenta, važnu ulogu igraju i dužina i frekvencija posmatranog prošlog perioda iz koga su se koristili podaci za računanje beta koeficijenta. Najsvježiji podaci u sebi sadrže očekivanja tržišta o budućem kretanju cena. Sa druge strane, vrednosti beta koeficijenta variraju vremenom. Ako se u obzir uzmu samo najnovija tržišna kretanja, rizikuje se propuštanje važnih podataka.

Većina institucija koje se profesionalno bave procenom beta koeficijenata kompanija biraju period između dve i pet godina za regresiju. Na ovaj način, dobija se set podataka koji je dovoljno veliki da može da proizvede statistički značajnu procenu beta koeficijenta.

Korigovani istorijski beta koeficijent se dobija primenom Bejsove ili Blumove formule.

**2. »Bottom-up« beta koeficijent** se dobija konstrukcijom repere (eng. »benchmark«) od beta koeficijenata sličnih kompanija. Na ovaj način se eliminiše potreba za istorijskim cenama akcija kompanije koja se posmatra i smanjuje se standardna greška koja se stvara regresijom.

Prvi korak pri proceni »Bottom-up« beta koeficijenata je identifikovanje ključnih osobina kompanije koja se analizira i identifikovanje kompanija koje se mogu smatrati uporedivim. Pri izboru kompanija, mora se uzeti u

obzir da beta koeficijenti dve kompanije mogu biti različiti iz više razloga koji utiču na kovarijansu kompanijinih prinosa u odnosu na prinos tržišnog portfolija, uključujući veličinu kompanije, tržište i diversifikovanost.

**3. Ciljni beta koeficijent** je beta koeficijent koji se najčešće određuje na osnovu industrijskog proseka i koji publikuju određene kompanije na osnovu sopstvenih studija (npr. Duff&Phelps).

#### Odabir Beta koeficijenta

Prilikom odabira Beta koeficijenta, **opredelili smo se za treći pristup tj. odabir ciljnog beta koeficijenta**. Beta koeficijent koji smo koristili karakterističan je za sektor u kome Društvo posluje i dobijen je na bazi informacija iz publikacije „Valuation Handbook, Industry Cost of Capital 2014“ koju objavljuje kompanija Duff & Phelps. Kalkulacija bete u ovoj publikaciji se u suštini bazira na „Bottom-up“ pristupu, uz primenu specifičnih metodologija. Razlozi primene ciljnog beta koeficijenta iz pomenute publikacije su sledeći:

- 1) kompanija Duff&Phelps se profesionalno bavi obračunom beta koeficijenta i ostalih berzanskih i investicionih pokazatelja, kontinuirano i sistematično prati relevantne kompanije i sagledava i koriguje efekat svega što može da iskrivi sliku nekog pokazatelja;
- 2) standardna greška (u statističkom smislu) je manja kada se radi na većem broju kompanija (u publikaciji je korišćeno 14 kompanija iz sektora telefonskih telekomunikacija).
- 3) obračun bete iz publikacije se bazira na bazi regresije tzv. viška prinosa (excess returns), što je statistički relevantnije i sledstvenije modelu CAPM, ali usled znatno kompleksnijeg obračuna zahteva značajne resurse i brojne izvore kako bi rezultovalo statistički značajnim informacijama.
- 4) Iako se radi o kompanijama koje uglavnom posluju na teritoriji SAD, smatramo da su beta koeficijenti, kao mera intenziteta i smera

kretanja prinosa konkretne industrije u odnosu na tržište (u najširem smislu), relevantni za potrebe obračuna WACC stope i na lokalnom nivou. Dodatno potkrepljenje sledi u nastavku.

Podaci koje smo koristili se odnose na sektor telekomunikacija (SIC Code 484 - Cable and Other Pay Television Services). Lista kompanija - incumbent operatora koje se nalaze u ovom sektoru sledi:

1. Charter Communications Inc.
2. Comcast Corp.
3. Crown Media Holdings Inc.
4. DIRECTV
5. Discovery Communications Inc.
6. Dish Network Corp.
7. Time Warner Cable Inc.

Podaci koje smo koristili se odnose na sektor pružanja usluga kablovske televizije i ostalih pratećih usluga (SIC Code 484). Posmatrali smo dva beta koeficijenta, gde jedan predstavlja niži sistemski rizik, dok drugi predstavlja nešto viši sistemski rizik. Imajući u vidu da finansijska poluga varira od kompanije do kompanije, uobičajena praksa je odabir beta koeficijenta bez efekta finansijske poluge (unlevered beta) tj. beta koeficijenta koji bi kompanija imala da nema finansijskih obaveza.

**Donju granica.** Donju granicu predstavlja beta koeficijent obračunat za agregirane podatke celokupnog sektora (isključujući kompanije sa visokim rizikom u poslovanju) koji je korigovan za buduća očekivanja primenom Vasiček metode (Vasicek adjusted beta).

**Gornja granica.** Gornju granicu predstavlja beta koeficijent obračunat kao medijana svih individualnih kompanija koje posluju u sektoru (primer „tipične kompanije“) i koji je takođe korigovan za buduća očekivanja primenom Vasiček metode (Vasicek adjusted beta).

Po osnovu podataka iz publikacije „Valuation Handbook, Industry Cost of Capital 2014“, posmatrani beta koeficijenti bez efekta finansijske poluge **za donju i gornju granicu daju istu vrednost koja iznosi 0,7.**

Nakon odabira beta koeficijenta bez efekta finansijske poluge, **dodaju se donja i gornja vrednost „ciljne finansijske poluge“ (na bazi petogodišnjeg proseka agregiranih podataka celokupnog sektora).** Formula koju ćemo koristiti za izračunavanje beta koeficijenta sa efektom finansijske poluge (levered beta), poznata kao Milerova formula, glasi:

$$B_{levered} = B_{unlevered} \times \left(1 + \frac{D}{E}(1-t)\right)$$

Ova formula je primenjena na beta koeficijent sektora bez finansijske poluge (0,7) uz primenu ciljnog D/E racija od 0,51 (donja granica) i 0,55 (gornja granica), kao i uz primenu donje i gornje granicu efektivne poreske stope od 0% do 5%.

**Računica raspona beta koeficijenta sa finansijskom polugom prikazana je u tabeli u nastavku.**

Tabela 5: Računica beta koeficijenta

|                                 | Donja       | Gornja      |
|---------------------------------|-------------|-------------|
| Unlevered beta                  | 0,70        | 0,70        |
| D/E                             | 0,51        | 0,55        |
| <b>Levered beta koeficijent</b> | <b>1,06</b> | <b>1,08</b> |

Izvor: Duff&Phelps, računica BDO

Ilustracije radi, ako uporedimo sa **drugim izvorima podataka** - npr. prof. Damodarana (unlevered beta koeficijent za sektor kablovske televizije iznosi 0,67), ), može se zaključiti da su date vrednosti u razumnom rasponu.

## D.5. Premija na rizik ulaganja u akcije za razvijene zemlje

Premija na rizik ulaganja u akcije (Equity Risk Premium - ERP) predstavlja dodatnu kompenzaciju iznad stope prinosa na nerizična ulaganja za investitore koji ulažu na tržište akcija. Ova premija reflektuje sklonost riziku prosečnog investitora.

Prema već pomenutom dokumentu izdatom od strane IRG, određivanje ove premije može da se vrši korišćenjem ex-ante ili ex-post pristupa. Ovi pristupi su opisani u nastavku.

- 1) Istorijska premija - zasniva se na korišćenju istorijskih podataka i predstavlja ex-post pristup;
- 2) Korigovana istorijska premija - podrazumeva korekciju istorijske premije zbog drugačijih očekivanja u budućnosti, a na bazi ex-ante zahtevane premije od strane investitora;
- 3) Premija na bazi ankete - predstavlja prosek rezultata dobijenih anketiranjem investitora (ex-ante pristup);
- 4) Upoređivanje - zasniva se na korišćenju podataka o premiji u drugim zemljama i korekciji na bazi uočenih razlika u ekonomijama;
- 5) Implicitna premija - ne zahteva istorijske podatke i bazira se na Modelu rasta dividendi.

Mi smo se opredelili za odabir donje i gornje granice za ERP i to po osnovu kombinacije drugog i petog pristupa tj. korigovane premije i implicitne premije. Radi se o dva najčešće citirana izvora u međunarodnoj praksi (Duff&Phelps i prof. Damodaran). Obe premije se baziraju na budućim očekivanjima.

**Donja granica.** Donju granicu za ERP smo preuzeli iz publikacije „Valuation Handbook, Guide to Cost of Capital 2015“ koju objavljuje kompanija Duff & Phelps. „Preporučeni ERP“, koji se redovno ažurira, izračunava se kao

kombinacija nekolicine relevantnih faktora koji oslikavaju realno stanje na tržištu danas. **Premija na rizik ulaganja u akcije po osnovu „Preporučenog ERP“ na kraju 2014. godine iznosila je 5,00%.**

**Gornja granica.** Pristup za koji smo se opredelili kod odabira gornje granice za ERP je peti pristup tj. implicitna premija koju na mesečnom nivou publikuje profesor Asvat Damodaran na svom sajtu i **koja je na kraju 2014. godine iznosila 5,21%.**

#### D.6. Premija za rizik zemlje

Premija za rizik zemlje predstavlja kompenzaciju za ulaganje u akcije kompanije koja posluje na tržištu određene zemlje. Naime, akcije takve kompanije bi direktno izložile ulagača specifičnim rizicima koji postoje za konkretnu zemlju. Ranije u tekstu smo objasnili na koji način ova premija može biti uključena u formulu CAPM i **naglasili smo da je ova premija sadržana u (domaćoj) stopi prinosa na nerizična ulaganja.**

#### D.7. Rezime računice stope troškova sopstvenog kapitala

Utvrđivanjem svih elemenata stope troškova sopstvenog kapitala i koristeći prethodno definisanu CAPM formulu, rezultat je **raspon stope troškova sopstvenog kapitala od 17,29% do 17,64%** na dan 31.12.2014. godine. Tabela obračuna je data u nastavku.

Tabela 6 Računica stope troškova sopstvenog kapitala

| Parametar                           | 31.12.2014.   |               |
|-------------------------------------|---------------|---------------|
|                                     | Donja         | Gornja        |
| Stopa prinosa na nerizična ulaganja | 11,99%        | 11,99%        |
| Beta koeficijent                    | 1,06          | 1,08          |
| Premija za ulaganje u akcije        | 5,00%         | 5,21%         |
| Cena sopstvenog kapitala            | <b>17,29%</b> | <b>17,64%</b> |

*Napomena: premija za rizik zemlje je sadržana u domaćoj stopi prinosa na nerizična ulaganja*

*Izvor: Damodaran, Duff&Phelps, Uprava za trezor RS, računica BDO*

## E. STOPA TROŠKOVA POZAJMLJENOG KAPITALA

### E.1. Definicija

Stopa troškova pozajmljenog kapitala predstavlja trošak koji kompanija snosi po osnovu zaduživanja kod finansijskih institucija i/ili drugih kompanija u svrhu finansiranja svog poslovanja. Ova stopa odgovara prosečnoj ponderisanoj kamatnoj stopi za različite dugoročne kredite ili stopi koja se plaća na emitovane dužničke hartije, i u snažnoj je korelaciji sa aktuelnim nivoom kamatnih stopa na tržištu, finansijskim kapacitetom i rizikom kompanije, pa čak i sa fiskalnom politikom zemlje. Stopa troškova pozajmljenog kapitala može biti utvrđena na sledeći način:

- 1) Na bazi računovodstvenih podataka,
- 2) Na bazi efikasnog nivoa zaduživanja i povezane stope troškova pozajmljenog kapitala,
- 3) Na bazi zbira stope prinosa na nerizična ulaganja i odgovarajuće dugovne premije specifične za kompaniju ili sektor.

### E.2. Računica

Kako bi se utvrdila fer stopa troškova pozajmljenog kapitala koja bi važila za sve operatore na tržištu, opredelili smo se za primenu treće metode koja podrazumeva **korišćenje stope prinosa na nerizična ulaganja i kreditnu premiju**. Razlog za ovo je činjenica da se SBB u značajnom iznosu finansira od strane matičnih i ostalih povezanih pravnih lica i da se takva kamatna stopa ne može koristiti kao tržišna. Takođe, prosečne kamatne stope za dinarske (neindeksirane) kredite, zavisno od namene, kretale su se u proseku od 10,55% do 12,97% (izvor: NBS, aktivne kamatne stope po postojećim plasmanima za nefinansijska pravna lica, decembar 2014.). Budući da su navedene stope niže od utvrđene stope na bezrizična ulaganja, a da prema konceptu CAPM i zdravoj logici cena duga treba biti

uvećana barem za kreditnu premiju, odlučili smo se za ovakav način obračuna.

Kreditna premija (Corporate Bond Spread - CBS) je utvrđena kao razlika između prinosa na korporativne obveznice kompanija koje pružaju usluge distribucije medijskih sadržaja i bezrizične stope prinosa na odgovarajućem tržištu.

U nastavku sledi tabela sa pregledom kompanija koje pružaju usluge kablovske televizije i za koje su dostupni podaci o kreditnim premijama ostvarenim u decembru 2014. godine. **Radi se o obveznicama koje dospevaju u periodu 2020-2022.** Ograničavanje uzorka na obveznice koje dospevaju samo 2021. (kao i stopa prinosa na bezrizična ulaganja), dovelo bi do eliminacije većine obveznica i rezultovalo statistički manje relevantnim nalazima.

Tabela 7 Kreditna premija kompanija iz oblasti pružanja usluga kablovske televizije

| Kompanija            | Prinos na obveznice | Kreditna premija |
|----------------------|---------------------|------------------|
| CABLEVISION SYS CORP | 5,69%               | 3,70%            |
| CSC HLDG             | 5,12%               | 2,94%            |
| GCI                  | 7,13%               | 4,98%            |
| MEDIACOM             | 5,83%               | 3,64%            |
| VIDEOTRON            | 4,83%               | 2,62%            |

Izvor: *bondsonlinequotes.com*

Izuzeli smo iz kalkulacije kompaniju GCI čiji su prosečni prinosi na obveznice bili znatno viši od ostalih iz tabele (može se protumačiti da se radi o rizičnijim obveznicama).



Kao donju vrednost kreditne premije smo uzeli najnižu od pet posmatranih vrednosti koja iznosi 2,62%, dok je kao gornja vrednost kreditne premije odabrana najviša od posmatranih pet vrednosti koja iznosi 3,70%.

Primenom ove premije na osnovnu vrednost (stopa prinosa na bezrizična ulaganja) dobija se **raspon vrednosti stope troškova pozajmljenog kapitala od 14,61% do 15,69%**:

Tabela 8 Računica stope troškova pozajmljenog kapitala

| Parametar                           | 31.12.2014.   |               |
|-------------------------------------|---------------|---------------|
|                                     | Donja         | Gornja        |
| Stopa prinosa na nerizična ulaganja | 11,99%        | 11,99%        |
| Kreditna premija                    | 2,62%         | 3,70%         |
| Cena duga (pre poreza)              | <b>14,61%</b> | <b>15,69%</b> |

Izvor: Ministarstvo finansija RS, bondsonlinequotes.com, računica BDO

## F. FINANSIJSKA POLUGA

### F.1. Definicija

Finansijska poluga predstavlja odnos finansijskog duga i sopstvenog kapitala. Na bazi ovog racia, može se odrediti učešće ovih dveju komponenti u ukupnom kapitalu. Ovi ponderi se koriste prilikom računice WACC stope.

Treba imati u vidu da racio finansijske poluge manji od 1 ukazuje na veće prisustvo sopstvenog kapitala u izvorima finansiranja. On se primenom sledeće formule pretvara u učešće duga u ukupnom kapitalu.

$$\frac{D}{D+E} = 1 - \left( \frac{1}{1 + \frac{D}{E}} \right)$$

Ovaj racio može biti izračunat na više načina i to:

- 1) Na bazi knjigovodstvenih vrednosti duga i kapitala,
- 2) Na bazi tržišnih vrednosti finansijskih dugova i tržišne kapitalizacije konkretne kompanije (ako je listirana),
- 3) Na bazi ciljnog racija ili tržišnog racia (industrijskog proseka).

Za potrebe izračunavanja WACC pre poreza na dan 31.12.2014. godine opredelili smo se za primenu trećeg pristupa tj. određivanje odnosa duga i kapitala po osnovu tržišnog tj. ciljnog racia. Racio na bazi knjigovodstvenih podataka ZTS operatora u 2014. godini iznosi čak 37 (3700%). Osim toga, industrijski tj. ciljni racio se bazira na tržišnoj kapitalizaciji pa smatramo da je prema opšteprihvaćenoj teoriji adekvatniji.

Vrednost ciljnog tj. tržišnog racija dug - kapital smo preuzeli iz godišnje publikacije „Valuation Handbook, Industry Cost of Capital 2014“ koju

objavljuje kompanija Duff & Phelps i koja se ažurira na kvartalnom nivou. Zaključno sa krajem 2014. godine, ovaj **racio je iznosio 0,51 - 0,55** (SIC composite i median, petogodišnji proseci, za kompanije koje pružaju usluge kablovske televizije i ostale prateće usluge, SIC oznaka 484). Kao proveru ovih racia, navodimo podatak prof. Damodarana prema kome D/E racio za sektor kablovske televizije iznosi 0,45 (kraj 2014.).

## G. POREZ NA DOBIT PRAVNIH LICA

Postoje dve metode koje se najčešće koriste za utvrđivanje stope poreza na dobit u kalkulaciji WACC stope:

- 1) Efektivna poreska stopa - zasniva se na računovodstvenoj kalkulaciji i predstavlja odnos plaćenog poreza i dobitka (gubitka) pre poreza;
- 2) Nominalna poreska stopa - poreska stopa propisana zakonom.

Porez na dobit u kalkulaciji WACC stope ima ulogu da obuhvati poreski štiti koji se ostvaruje korišćenjem kamatonosnog pozajmljenog kapitala. Opredelili smo se za korišćenje efektivne poreske stope iz razloga što je ZTS operator istorijski poslovao sa gubitkom, te je za očekivati da će, u skladu sa Članom 32 iz Zakona o porezu na dobit pravnih lica, u narednom periodu ostvarivati nultu efektivnu stopu. Ilustracije radi, poreski rashod perioda je poslednjih 6 godina iznosio 0.

Za potrebe obračuna WACC stope opredelili smo se da primenimo **efektivnu poresku stopu od 0%**.

## H. REZULTAT RAČUNICE WACC NA DAN 31.12.2014.

Nakon izračunavanja svih komponenti neophodnih za kalkulaciju ponderisanih prosečnih troškova kapitala pre poreza, utvrdili smo raspon vrednosti WACC za operatora sa ZTS, za šta smo angažovani od strane Regulatorne agencije za elektronske komunikacije i poštanske usluge (RATEL). Računica je urađena u skladu sa Pravilnikom.

Rezultat je prikazan u tabeli sa desne strane.

***Dobijeni raspon vrednosti WACC stope, pre poreza, u nominalnom iznosu i domaćoj valuti (RSD) se kreće u rasponu:***

***od 16,38% do 16,95%.***

Tabela 9 Rezultat računice WACC na dan 31.12.2014.

| Parametar                           | 31.12.2014.   |               |
|-------------------------------------|---------------|---------------|
|                                     | Donja         | Gornja        |
| Cena sopstvenog kapitala            | 17,29%        | 17,64%        |
| Stopa prinosa na nerizična ulaganja | 11,99%        | 11,99%        |
| Beta koeficijent                    | 1,06          | 1,08          |
| Premija za ulaganje u akcije        | 5,00%         | 5,21%         |
| Cena duga (pre poreza)              | 14,61%        | 15,69%        |
| Stopa prinosa na nerizična ulaganja | 11,99%        | 11,99%        |
| Kreditna premija                    | 2,62%         | 3,70%         |
| D <sub>f</sub> /E racion            | 0,51          | 0,55          |
| Ponder cene duga                    | 0,34          | 0,35          |
| Ponder stope sops. Kapitala         | 0,66          | 0,65          |
| Porez na dobit privrednih društava  | 0,00%         | 0,00%         |
| <b>WACC pre poreza, nominalan</b>   | <b>16,38%</b> | <b>16,95%</b> |

*Napomena: premija za rizik zemlje je već sadržana u stopi prinosa na nerizična ulaganja*

*Izvor: Damodaran, Duff & Phelps, Uprava za trezor RS, računica BDO*

## I. PRILOG

### I.1. Opis kompanija iz računice kreditne premije

#### Cablevision Systems Corporation

Radi se o Američkoj kablovskoj kompaniji koja prevashodno opslužuje region koji gravitira Njujorku (Nju Džersi, Konektikat, deo Pensilvanije, itd.). Kompanija je peti najveći kablovski operator i deveti najveći TV provajder u SAD-u. Osim usluga kablovske televizije, u ponudi su i internet, VoIP i mobilne komunikacije preko WiFi.

#### CSC Holdings LLC

CSC Holdings llc upravlja sistemima kablovske televizije na teritoriji SAD. Kompanija pruža usluge kako rezidencijalnim, tako i poslovnim korisnicima, bilo da se radi o uslugama kablovske televizije, internet uslugama ili uslugama brzog prenosa podataka putem raznovrsnih mreža i protokola. Kompanija je osnovana 1985. godine, sedište se nalazi u Nju Jorku i trenutno zapošljava preko 13.500 zaposlenih.

#### General Communication Inc (GCI)

GCI je korporacija koja pruža telekomunikacione usluge svojim klijentima na teritoriji SAD, prvenstveno na teritoriji Aljaske. Konkretno, GCI prvenstveno pruža usluge kablovske televizije i interneta, dok pored toga svojim klijentima pruža i usluge fiksne i mobilne telefonije. Kompanija je osnovana 1979. godine, sa sedištem u gradu Enkoridž, na Aljasci.

#### Mediacom LLC

Preko svojih zavisnih lica, kompanija posluje kao kablovski operator u SAD-u. Nudi video, brzi prenos podataka i telefonske usluge rezidencijalnim i malim/srednjima kompanijama. Video servisi uključuju distribuciju nacionalnih, regionalnih i lokalnih mreža, video na zahtev, HD, snimanje video sadržaja, itd. Sedište kompanije je u Njujorku, SAD.

#### Vidéotron GP

Vidéotron je kanadska kompanija iz oblasti integrisanih telekomunikacija i nudi usluge kablovske televizije, interaktivne multimedije, video na zahtev, kablovsku telefoniju, bežične komunikacije i internet. Oblasti koje pokriva su Kvebek, Nju Brunsvik i delovi Ontarija. Sedište kompanije je u Montrealu, Kvebek, Kanada.