IDEAS | PEOPLE | TRUST

IZRAČUN WACC

Izdelava izračuna stroška lastniškega kapitala, stroška dolga in vrednosti tehtanega povprečnega stroška kapitala za potrebe določitve reguliranega donosa operaterjev prenosnih in distribucijskih sistemov električne energije ter plina v obdobju po 1. januarju 2028

Datum poročila: 12.11.2026

KONČNO POROČILO ZA JAVNO OBJAVO

Agencija za energijo
Strossmayerjeva ulica 30
2000 Maribor
Slovenija
(“Naročnik“)

Cesta v Mestni log 1
SI-1000 Ljubljana
Slovenija

Tel: +386 1 53 00 920
info@bdo.si
www.bdo.si

Spoštovani,

Ta dokument je pripravljen na podlagi Pogodbe št. 971-P-0075/2026, ki je bila sklenjena dne 13.7.2026 (v nadaljevanju “Pogodba“) med Agencijo za energijo, Strossmayerjeva 30, 2000 Maribor (v nadaljevanju “AGEN“ ali “Naročnik“) in družbo BDO Svetovanje d.o.o., Cesta v Mestni log 1, 1000 Ljubljana (v nadaljevanju “BDO“ ali “Izvajalec“).

AGEN je nacionalni regulativni organ Republike Slovenije na področju trga z energijo. Deluje skladno z določili veljavnega Energetskega zakona (EZ-2) in med drugim spremlja, usmerja ter nadzira izvajalce energetskih dejavnosti na področju elektrike in plina ter opravlja z zakonom določene naloge reguliranja izvajalcev energetskih dejavnosti.

Skladno z določili ZOEE (Zakona o oskrbi z električno energijo) in ZOP (Zakona o oskrbi s plini), AGEN s splošnim aktom predpisuje metodologijo za določitev regulativnega okvira. Ta (metodologija za določitev regulativnega okvira) pa temelji na metodi reguliranja, ki operaterju zagotavlja pokritje vseh letnih upravičenih stroškov, vključno z reguliranim donosom.

Reguliran donos je skladno z ZOEE in ZOP odvisen o regulativne baze sredstev (v nadaljevanju “RAB“), vrste in tveganosti dejavnosti, regulirane strukture virov financiranja in učinkovitosti uporabe sistema. Izračuna se na podlagi povprečne vrednosti regulativne baze sredstev z upoštevanjem tehtanega povprečnega stroška kapitala pred obdavčitvijo (WACC) kot stopnje donosa (v nadaljevanju tudi “reguliran donos“).

Ker se v letu 2027 iztekajo veljavna regulativna obdobja na področju prenosa in distribucije električne energije in plina, je Naročnik pričel s postopki priprave podlag in podatkov za novo regulatorno obdobje. Ta dokument tako predstavlja vse podlage in tudi razkriva ***izračun WACC za potrebe določitve reguliranega donosa operaterjev prenosnih in distribucijskih sistemov električne energije ter plina***, ki ga bo AGEN lahko uporabil v regulativnem obdobju od 1. januarja 2028 dalje.

Izračun WACC temelji na zahtevah ZOEE in ZOP in pri oceni tveganosti dejavnosti upošteva metodo regulacije, ki izvajalcem energetske dejavnosti zagotavlja pokrivanje vseh njihovih upravičenih stroškov (vključno z donosnostjo na sredstva). Pri izračunu WACC je za potrebe določitve zahtevane donosnosti na lastniški kapital upoštevan model CAPM (“Capital Asset Pricing Model“). Izvajalec je seznanjen s tem, da je bila pri določitvi stopnje donosa za regulativna obdobja od 1. januarja 2019 dalje uporabljena metodologija, ki je zahtevano donosnost na lastniški kapital določala na podlagi modela premije za tveganje*. Ne glede na navedeno se je Izvajalec za potrebe določitve WACC, ki naj bi veljala od 1. januarja 2028 dalje, odločil, da oceno donosnosti na lastniški kapital temelji na uporabi modela CAPM. Ocenjuje namreč, da ta model z neposrednim upoštevanjem tržnih parametrov, zlasti netvegane stopnje donosa, premije za tržno tveganje in sistematičnega tveganja, omogoča bolj neposredno in transparentno povezavo med zahtevano donosnostjo na lastniški kapital ter razmerami na kapitalskih trgih.

**Študiji, ki jih je pripravila Univerza na Primorskem, Fakulteta za management, januarja 2018 in oktobra 2020 in sta javno dostopni na spletni strani AGEN.*

Dodatno utemeljitev za uporabo navedenega pristopa predstavlja tudi dejstvo, da model CAPM pri določanju stopnje reguliranega donosa predstavlja prevladujoč pristop za ocenjevanje stroška lastniškega kapitala tudi pri večini evropskih regulatorjev (vir: Pregled in analiza poročila CEER 2025).

Poročilo je pripravljeno na način, da prikazuje:

- Opredelitev projekta, prikaz uporabljene dokumentacije ter ključne predpostavke in omejitve, upoštevane pri pripravi tega poročila.
- Analizo makroekonomskega okolja.
- Metodološka oziroma teoretična izhodišča za izračun WACC.
- Izračun WACC (z uporabo CAPM modela).
- Izbrane podatke iz CEER 2025 poročila.

To poročilo je bilo pripravljeno v obdobju med 20.7.2026 in 14.10.2026, ko je bil Naročniku posredovan v pregled Osnutek poročila. Naročnik je na osnutek dne 19.10.2026 podal manjše vsebinske komentarje, ki so bili upoštevani v končni verziji poročila. Končno poročilo, ki je namenjeno javni objavi, je bilo oddano 12.11.2026.

Pri pripravi poročila je bila upoštevana dokumentacija, ki je navedena v 1. poglavju tega dokumenta, pri čemer so jasno prikazane informacije, ki jih je samostojno pridobil in analiziral Izvajalec ter informacije, ki so bile posredovane s strani Naročnika. Za informacije, ki so bile posredovane s strani Naročnika, v celoti odgovarja Naročnik.

To poročilo je pripravljeno izključno in samo v povezavi z izračunom WACC (stopnja donosa) za potrebe določitve reguliranega donosa operaterjev prenosnih in distribucijskih sistemov električne energije ter plina v regulativnem obdobju od 1. januarju 2028 dalje. Poročilo je javno in bo objavljeno na spletni strani Naročnika. Izvajalec na tem mestu opozarja, da Poročilo ne sme biti uporabljeno za kakršenkoli drug namen, razen za namen, naveden v tem odstavku oziroma namen opredeljen v Pogodbi sklenjeni z AGEN z dne 13.7.2026.

To poročilo ima status KONČNEGA POROČILA.

V skladu z določili iz Pogodbe, sklenjene dne 13.7.2026, je bil Osnutek poročila (pripravljen dne 14.10.2026) predmet pregleda s strani predstavnikov AGEN.

S spoštovanjem,

KARIN LUŠNIC
Digitalno podpisano od KARIN LUŠNIC
DN: cn=KARIN LUŠNIC, c=SI, o=BDO D.O.O.
Datum: 2026.11.12 11:57:28 +01'00'

Karin Lušnic
Partner, Oddelek poslovnega svetovanja

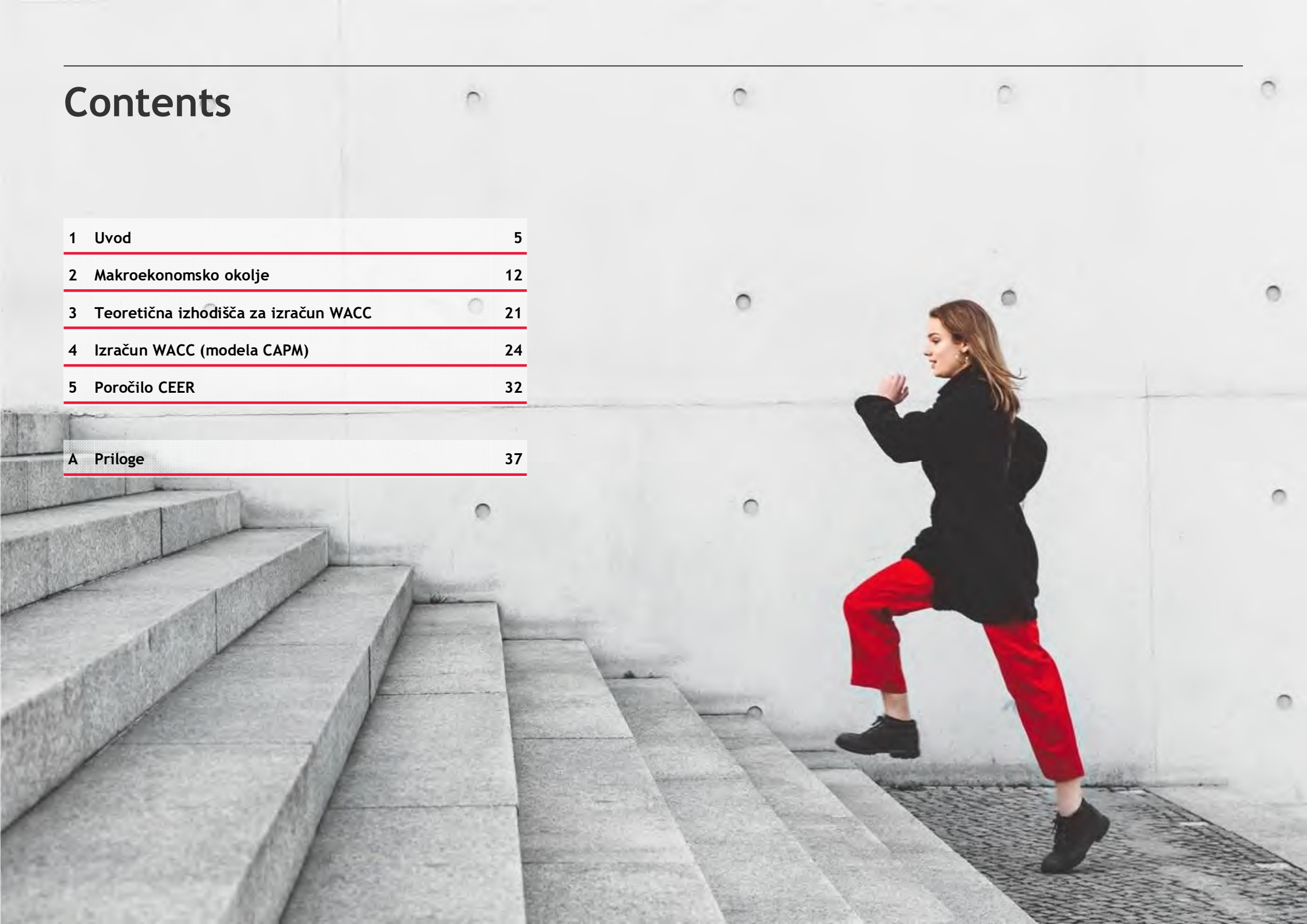
Definicije, kratice in slovar pojmov

Kratica	Definicije
	Povezava na osnovno kazalo Poročila
Agencija / AGEN / Naročnik	Agencija za energijo, Strossmayerjeva ulica 30, 2000 Maribor
BDO / Izvajalec	BDO Svetovanje, d.o.o., Cesta v Mestni log 1, 1000 Ljubljana
Pogodba	Pogodba št 971-P-0075/2026 o storitvi svetovanja, sklenjena dne 13.7.2026 med AGEN in BDO
Študija	Študija »Izračun WACC z uporabo modela premije za tveganje za potrebe določitve reguliranega donosa operaterjev prenosnih in distribucijskih sistemov električne energije ter plina v obdobju po 1.1.2022«, ki jo je pripravila Univerza na Primorskem, Fakulteta za management, oktobra 2020
CEER	Svet evropskih energetskih regulatorjev (Council of European Energy Regulators - CEER)
Poročilo CEER 2025	CEER, Regulativni okvir za evropska energetska omrežja 2025, 22.1.2026 (CEER, Report on Regulatory Frameworks for European Energy Networks 2025)
EZ / EZ-2	Energetski zakon (UL RS, št. 38/24)
ZOEE	Zakon o oskrbi z električno energijo (UL RS, št. 172/21, 47/25)
ZOP	Zakon o oskrbi s plini (UL RS, št. 204/21, 121/22)
Akt - P	Akt o metodologiji za določitev regulativnega okvira operaterja sistema plina (UL RS, št. 30/24, 50/25, 16/26)
Akt - E	Akt o metodologiji za določitev regulativnega okvira za elektrooperaterje (UL RS, št. 123/22, 2/23-popr., 49/24, 53/24, 27/25, 28/25-popr., 102/25, 4/26, 21/26, 283/26-popr., 591/2026-popr.)
ODPS	Operaterji distribucijskih in prenosnih sistemov / skupaj elektrooperaterji in operaterji sistema plina
DSO	Operater distribucijskega sistema (Distribution System Operator)
TSO	Operater prenosnega sistema (Transmission System Operator)
RAB	Regulativna baza sredstev (Regulatory Asset Base) ali Regulirana višina sredstev
RoR / WACC	Stopnja reguliranega donosa / Tehtani povprečni strošek kapitala (Weighted Average Cost of Capital), ki vstopa v izračun reguliranega donosa na sredstva
Reguliran donos	Stopnja reguliranega donosa (WACC) × povprečna vrednost RAB

Kratica	Definicije
CAPM	Model določanja cene kapitala (Capital Asset Pricing Model)
LK / E	Lastniški kapital (Equity)
Dolg / D	Dolžniški kapital / Obrestovani dolg (Debt)
Celotni kapital	Vsota lastniškega in dolžniškega kapitala (E + D)
D/E	Razmerje med obrestovanim dolgom in lastniškim kapitalom
RoE	Donos na lastniški kapital (Return on Equity)
ČPI / ČD	Čisti poslovni izid obračunskega obdobja / Čisti dobiček
Ke / CoE	Strošek lastniškega kapitala (Cost of Equity)
Kd / CoD	Strošek dolžniškega kapitala (Cost of Debt)
T / t	Davčna stopnja (Tax)
W_e	Delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu (E/(E+D))
W_d / g	Delež dolžniškega kapitala v celotnem kapitalu / gearing / (D/(E+D))
R_f / RF	Netvegana stopnja donosa (Risk-free rate)
MRP	Tržna premija za tveganje (Market risk premium)
CRP	Premija za tveganje države / Deželno tveganje
β_a / β_U	Beta sredstev / Nezadolžena beta (asset beta / unlevered beta)
β_e / β_L	Beta lastniškega kapitala / Zadolžena beta (equity beta / levered beta)
OS / OOS / NOS	Osnovna sredstva / Opredmetena osnovna sredstva / Neopredmetena osnovna sredstva
OBK	Obratni kapital
OM	Obrestna mera
MSOV	Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti (trenutno veljavni od 31.1.2025 dalje)
EA	Države evrskega območja

Contents

1	Uvod	5
2	Makroekonomsko okolje	12
3	Teoretična izhodišča za izračun WACC	21
4	Izračun WACC (modela CAPM)	24
5	Poročilo CEER	32
A	Priloge	37



Uvod

To poglavje predstavlja uvodni del poročila. Obravnava ključna izhodišča projektne naloge, dokumentacijo, ki jo je družba BDO uporabila pri izdelavi navedenega poročila ter ključne predpostavke in morebitne omejitve, ki so pomembne za razumevanje rezultatov, prikazanih v tem dokumentu.

Podaja tudi kratek povzetek izračuna stopnje donosa (WACC) za regulativno obdobje od 1. januarja 2028 dalje. Pri tem izpostavljamo, da to poglavje podaja izključno in samo povzetek izračuna. Podlage za izračun ter analiza vseh vhodnih parametrov izračuna WACC pa so predstavljene v preostalih poglavjih tega dokumenta.

Uvod	Stran
Izhodišča	6
Pristop	7
Uporabljena dokumentacija	9
Ključne predpostavke in omejitve	10
Povzetek ključnih ugotovitev	11



Uvod

Izhodišča

Osnovne informacije o AGEN in regulaciji

- AGEN je nacionalni regulativni organ Republike Slovenije na področju trga z energijo. V skladu z Energetskim zakonom (EZ-2) ter področnimi zakoni opravlja regulatorne, nadzorne, razvojne in strokovne naloge z namenom zagotavljanja preglednega in nepristranskega delovanja energetskih trgov. Deluje samostojno in neodvisno od udeležencev na energetskih trgih.
- Med ključne naloge AGEN na področju električne energije in plina sodi ekonomsko reguliranje dejavnosti operaterjev sistemov, pri katerih zaradi narave omrežnih dejavnosti ni mogoče zagotoviti učinkov konkurence na običajen tržni način. Namen ekonomske regulacije je ustvarjanje pogojev in spodbud, primerljivih s tistimi, ki bi jim bili izvajalci izpostavljeni na konkurenčnem trgu, ob hkratnem zagotavljanju učinkovitega, zanesljivega in kakovostnega delovanja energetskih sistemov.
- Skladno z določbami veljavnega Zakona o oskrbi z električno energijo (ZOEE) in Zakona o oskrbi s plini (ZOP), AGEN s splošnim aktom predpisuje **metodologijo za določitev regulativnega okvira**. Trenutno veljavna metodologija za določitev regulativnega okvira na področjih električne energije in plina je opredeljena v naslednjih aktih:
  - Akt o metodologiji za določitev regulativnega okvira za elektrooperaterje (Uradni list RS, št. 123/22, 2/23 - popr., 49/24, 53/24, 27/25, 28/25 - popr., 102/25, 4/26, 21/26, 283/26 - popr., 591/2026 - popr.) in
  - Akt o metodologiji za določitev regulativnega okvira operaterja sistema plina (Uradni list RS, št. 30/24, 50/25, 16/26).
- AGEN ekonomsko regulacijo izvaja na način, da operaterjem, ki izvajajo dejavnost prenosa in distribucije elektrike in plina, **zagotavlja pokritje vseh upravičenih stroškov**, vključno z **reguliranim donosom**.

  Reguliran donos je skladno z ZOEE in ZOP odvisen o višine regulativne baze sredstev (v nadaljevanju tudi "RAB"), vrste in tveganosti dejavnosti, regulirane strukture virov financiranja in učinkovitosti uporabe sistema. **Izračuna se na podlagi povprečne vrednosti regulativne baze sredstev ("RAB") z upoštevanjem tehtanega povprečnega stroška kapitala pred obdavčitvijo (WACC) kot stopnje donosa.** V izogib dvoma in za namen preglednosti uporabe posameznih pojmov v nadaljevanju tega poročila izračun reguliranega donosa prikazujemo še s poenostavljeno formulo:

  Reguliran donos* = WACC (stopnja reguliranega donosa) × povprečna vrednost RAB

  **Izpostavljamo, da je natančna formula za določitev reguliranega donosa za segment elektrooperaterjev in za segment operaterjev sistema plina razvidna iz zgoraj navedenih Aktov.*

Osnovne informacije o CEER

- CEER (Council of European Energy Regulators) oziroma Svet evropskih energetskih regulatorjev je evropsko združenje nacionalnih energetskih regulatorjev (NRA – National Regulatory Authorities). Njegova vloga je spodbujanje sodelovanja in izmenjave regulatornih praks med nacionalnimi regulatorji.
- Člani CEER so nacionalni regulativni organi (NRA) držav EU oziroma EGP (Evropskega gospodarskega združenja), mednje pa spada tudi AGEN (kot nacionalni regulativni organ Republike Slovenije na področju energetike).
- CEER izdaja letna poročila z naslovom "Regulativni okvir za evropska energetska omrežja", ki podajajo letni primerjalni pregled regulativnih sistemov za elektroenergetska in plinska omrežja (ločeno za G TSO, G DSO, E TSO in E DSO), v zadnjem poročilu iz leta 2025 pa so razkriti podatki za 35 poročevalskih jurisdikcij.
- Ne glede na to, da so poročila CEER sestavljena na podlagi anket / vprašalnikov, ki jih izpolnijo in na CEER posredujejo posamezni nacionalni regulativni organi, pa ta vsebujejo obširen nabor različnih podatkov / informacij, ki vstopajo v izračune reguliranega donosa oziroma stopnje reguliranega donosa (WACC). Med drugim so v poročilih CEER na voljo tudi sledeča razkritja (za posamezne poročevalske jurisdikcije):
  - stopnja reguliranega donosa oz. WACC in donos na lastniški kapital (RoE oz. Ke),
  - regulativna baza sredstev (RAB),
  - amortizacija sredstev,
  - določanje dovoljenih prihodkov,
  - OPEX / CapEx in
  - spodbude in zahteve glede učinkovitosti.
- Izvajalec je natančno in podrobno analiziral podatke iz Poročila CEER 2025 (zadnje poročilo, ki je bilo na voljo s strani CEER v času izdelave študije WACC) in določene informacije (kjer je to pomembno za same izračune ali pojasnila) tudi razkriva v tem poročilu.
- <u>Pomembno</u>: **Pri tem izpostavljamo, da se med državami poročevalkami, ki so izpolnile ankete CEER in katerih podatki so vidni v Poročilu CEER 2025, razlikujejo tako oblika stopnje reguliranega donosa (nominalni/realni WACC ter WACC pred- oziroma po-davkih), kakor tudi način določanja posameznih komponent in obdobje, za katero so določeni posamezni parametri, ki vstopajo v izračune. Nekritična primerjava razkritih podatkov o stopnjah reguliranega donosa (WACC) ali posameznih parametrov, ki so vstopali v izračun stopnje reguliranega donosa (WACC) ali Ke med poročevalskimi državami, ter tudi s podatki za WACC za Slovenijo, zato ni ustrezna oziroma zahteva razumevanje širšega regulatornega koncepta (npr. kaj vstopa v izračun RAB, ali se ugotavlja nominalni ali realni reguliran donos, ipd.).**

Uvod

Pristop

Osnovne informacije iz prejšnjih Študij za oceno WACC

- Trenutno regulatorno obdobje za elektrooperaterje velja od 1.1.2024 do 31.12.2028 (5 let) za operaterje sistema plina pa od 1.1.2025 do 31.12.2027 (3 leta). AGEN je že v preteklosti, za vsako novo regulatorno obdobje, pristopil k preverbi in posodobitvi izračuna tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC), pri čemer je od 1.1.2019 dalje izračun temeljil na študijah, ki jih je pripravila Univerza na Primorskem, Fakulteta za management, Koper, in sicer:
  - Za regulatorno obdobje od 1.1.2022 dalje: Študija *»Izračun WACC z uporabo modela premije za tveganje za potrebe določitve reguliranega donosa operaterjev prenosnih in distribucijskih sistemov električne energije ter plina v obdobju po 1.1.2022«*, ki jo je pripravila Univerza na Primorskem, Fakulteta za management, oktobra 2020.
  - Za regulatorno obdobje od 1.1.2019 dalje: Študija *»Izračun WACC z uporabo modela premije za tveganje za potrebe določitve reguliranega donosa operaterjev prenosnih in distribucijskih sistemov električne energije in plina v obdobju 2019-2021«*, ki jo je pripravila Univerza na Primorskem, Fakulteta za management, januarja 2018.
- Ugotavljamo, da je v zgoraj navedenih študijah izračun stopnje reguliranega donosa / WACC temeljil na naslednjih ključnih izhodiščih:
  - Izračunaval se je t.i. skupni WACC (en WACC, ki je veljal tako za določitev reguliranega donosa operaterjev prenosnih in distribucijskih sistemov električne energije kakor tudi za operaterje sistema plina).
  - Izračunan je bil nominalni WACC pred davki.
  - Za izračun WACC-a je bila v Študiji uporabljena sledeča formula:

$$WACC_{\text{pred davki}} = W_d \times K_d + \frac{W_e \times K_e}{(1-T)}$$

Kjer je:

K_d = strošek dolžniškega kapitala
K_e = strošek lastniškega kapitala,
We in Wd = Uteži = delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu (E/(E+D)) oz. delež dolga v celotnem kapitalu (D/(E+D))
T = davčna stopnja

Pri čemer je bil strošek lastniškega kapitala ocenjen z uporabo modela premije za tveganje.

  - Vhodni parametri za določanje WACC v zadnji Študiji (iz leta 2020) so temeljili na zgodovinski časovni seriji 2008 – 2019 (ocena tveganja skozi gospodarski cikel), za končno presojo primerne premije pa je bila večja teža dana zadnjim osmim letom analiziranega obdobja (2012 – 2019).
  - WACC je bil v Študiji iz leta 2020 (velja za regulativno obdobje od 1. januarja 2022 dalje) ocenjen na 5,15%.

Izhodišča upoštevana pri izračunu WACC za regulativno obdobje od 1. januarja 2028 dalje

- Izvajalec je pri izračunu stopnje reguliranega donosa (WACC), ki bo veljala za regulativno obdobje od 1. januarja 2028 dalje, upošteval primerljiva izhodišča, z izjemo:
  - **Načina izračuna / ocene stroška lastniškega kapitala**, ki je izračunan z uporabo modela določanja cene kapitala (“Capital Asset Pricing Model“ ali “CAPM“), kar pomeni, da v izračun vstopajo parametri kot so Netvegana mera donosa, Premija za tržno tveganje, Faktor beta in Premija za deželno tveganje.

    Razlog za to je, da pristop CAPM temelji na vključitvi tržnih parametrov, za katere Izvajalec meni, da ustrezno odražajo tržne razmere in tveganja, relevantna za določitev zahtevane donosnosti lastniškega kapitala. Njegovo uporabo dodatno utemeljuje dejstvo, da CAPM predstavlja prevladujoč pristop pri ocenjevanju stroška lastniškega kapitala tudi pri večini evropskih regulatorjev (vir: pregled CEER poročila za leto 2025).
- Sicer pa izračun stopnje reguliranega donosa / WACC, kot prikazan v tem poročilu, temelji na sledečih ključnih izhodiščih:
  - Izračunavali smo t.i. skupni WACC (en WACC, ki bo veljal tako za določitev reguliranega donosa operaterjev prenosnih in distribucijskih sistemov električne energije kakor tudi za področje plina).
  - Izračunan je bil nominalni WACC pred davki.
  - Pri ocenjevanju vhodnih parametrov smo upoštevali, da AGEN izhaja iz dolgoročne perspektive, kar pomeni, da upošteva dolgoročne oziroma ravnovesne vrednosti spremenljivk, ki vstopajo v model, ter zanemari kratkoročne odmike od teh vrednosti, ki nastajajo zaradi trenutnih vplivov gospodarske in finančne krize ali drugih kratkoročnih dejavnikov.

    Vhodne parametre za določanje WACC smo analizirali na zgodovinski časovni seriji 2005 – 2025. Izbrano obdobje je po oceni Izvajalca dovolj dolgo, da zajema več različnih faz gospodarskega cikla, vključno s predkrizno ekspanzijo, globalno finančno in evropsko dolžniško krizo, daljšim obdobjem gospodarskega okrevanja, pandemičnim šokom ter poznejšim okrevanjem in upočasnitvijo gospodarske aktivnosti. Hkrati vključuje tudi več različnih režimov denarne politike in pogojev financiranja, ki so se odvili v navedenem obdobju.
- Izračun WACC, prikazan v tem poročilu, temelji na uporabi enake osnovne formule, in sicer:

$$WACC_{\text{pred davki}} = W_d \times K_d + \frac{W_e \times K_e}{(1-T)}$$

Kjer je:

K_d = strošek dolžniškega kapitala
K_e = strošek lastniškega kapitala,
We in Wd = Uteži = delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu (E/(E+D)) oz. delež dolga v celotnem kapitalu (D/(E+D))
T = davčna stopnja

Uvod

Pristop

Izhodišča upoštevana pri izračunu WACC za regulativno obdobje od 1. januarja 2028 dalje

- **Pri čemer pa je Ke oziroma strošek lastniškega kapitala ocenjen upoštevaje model CAPM ("Capital Asset Pricing Model"), ki pa temelji na uporabi sledeče formule:**

  Ke = Rf + (beta x ERP) + CRP

  Kjer je:

  Rf = netvegana stopnja donosa
  ERP = premija za tržno tveganje
  Faktor beta = mera za sistematično tveganje
  CRP = premija za deželno tveganje

- V nadaljevanju navedeni parametri, ki vstopajo v izračun WACC, so bili določeni s strani AGEN:
  - **Delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu (E/(E+D)) = 60%**
  - **Delež dolga v celotnem kapitalu (D/(E+D)) = 40%**
  - **Davčna stopnja = 19% (statutarna davčna stopnja za davek od dobička v Sloveniji, ki naj bi veljala od konca leta 2028 dalje).**

  Izvajalec zgoraj navedenih parametrov tako ni analiziral in se glede njih tudi ne opredeljuje.

- Parametri kot so **Faktor beta, Netvegana mera donosa, Premija za tržno tveganje, Premija za deželno tveganje**, ki prav tako vstopajo v izračun WACC, pa so bili ocenjeni s strani Izvajalca, upoštevaje analitične postopke, ki so prikazani v nadaljevanju tega poročila. Kot že predhodno navedeno smo za vse v tem odstavku navedene parametre analizirali njihovo gibanje v daljšem časovnem obdobju (časovna vrsta od 2005 do 2025) z namenom zagotavljanja večje robustnosti in reprezentativnosti ocenjenih vhodnih parametrov z vidika dolgoročnih pogojev financiranja regulirane dejavnosti.

- Pri pripravi tega poročila smo upoštevali, da se izračunava stopnja reguliranega donosa (WACC) za družbe, ki delujejo v slovenskem okolju. Vhodne parametre, ki so vstopali v izračun WACC, smo zato v čim večji možni meri in tam, kjer je to bilo mogoče, temeljili na podatkih, ki izhajajo iz evropskega ali slovenskega okolja. Ključni vhodni parametri (z izjemo teh, ki so bili določeni s strani AGEN) za izračun WACC tako temeljijo na sledečih osnovah:
  - Netvegana mera donosa: Analiza donosa do dospetja za 10 letno Euro obveznico z najvišjo bonitetno oceno (bonitetna ocena AAA). Donos do dospetja za 10 letno Euro obveznico smo analizirali v obdobju 2005 do 2025.
  - Premija za tržno tveganje: Analiza gibanja premije za tržno tveganje, ki jo razkriva podatkovna baza Damodaran (gre za t.i. "implied ERP"). Tudi v tem primeru smo analizirali gibanje premije za tržno tveganje v obdobju 2005 do 2025. Gre sicer za podatke, ki se nanašajo na ameriški trg, razlog za navedeno pa je, da so bili navedeni podatki konsistentno na voljo za celotno analizirano časovno obdobje (2005 – 2025).

    Tekom izvedbe smo analizirali tudi informacije ERP, kjer podporni izračunu temeljijo na podatkih za evropski trg (npr. podatkovna baza Kroll, študija ERP, ki jo pripravlja družba KPMG). Potrdimo lahko, da so navedene ERP informacije konsistentne z ugotovitvami, ki jih predstavljamo v nadaljevanju.
  - Faktor beta: Faktor beta smo temeljili na naboru kotirajočih družb, ki delujejo v segmentu elektro distribucije in prenosa ter distribucije in prenosa plina in so locirane v Evropi. Nabor vključuje 11 kotirajočih podjetij, ki so razkrita v nadaljevanju tega poročila. Za vsa podjetja, ki so bila vključena v nabor, smo analizirali gibanje faktorja beta v obdobju od leta 2005 do 2025.
  - Premija za deželno tveganje: Analiza gibanja premije za deželno tveganje, ki velja za Slovenijo v časovnem obdobju od 2005 do 2025, pri čemer smo izhajali iz podatkov, ki so objavljeni v podatkovni bazi Damodaran.
  - Strošek dolga: Za oceno stroška dolga smo uporabili enak vir, kot je bil uporabljen tudi v prejšnjih Študijah, in sicer je to Bilten Banke Slovenije, ki razkriva podatke o gibanju stroška dolga (fiksna obrestna mera za posojila nad 1 mio EUR in s trajanjem več kot 5 let). Gibanje stroška dolga smo analizirali v obdobju 2005 do 2025.

- Izvajalci smo tekom projekta izvedli tudi podrobno analizo najpomembnejših makroekonomskih dejavnikov, ki vplivajo na vrednosti vhodnih parametrov za izračun WACC ter podrobne analize drugih relevantnih dejstev, ki vplivajo na same izračune in so predstavljene v nadaljevanju.

- Pomembno: **Ključne vhodne parametre za izračun WACC smo analizirali za obdobje od leta 2005 do leta 2025, pri čemer je zadnje opazovanje na presečni datum 31.12.2025. S tem smo zagotovili časovno primerljivost vhodnih podatkov, saj so vrednosti vseh parametrov določene za isto opazovano obdobje. Poskrbeli smo tudi, da smo podatke za obdobje 2005 do 2025 povzemali iz istih virov in da so bili ti v celotnem analiziranem obdobju opredeljeni / izračunavani na enak način (npr. ni prihajalo do spremembe metodologije izračunavanja vhodnih parametrov).**

  Dodatno smo za parametre, za katere so bili podatki na voljo, preverili tudi vrednosti na dan 30.6.2026. Namen dodatnega preverjanja je bil ugotoviti, ali novejša opazovanja potrjujejo ugotovljena dolgoročna gibanja in so skladna z razponom vrednosti, značilnim za analizirano obdobje. Pri določitvi vhodnih parametrov za izračun WACC smo namreč izhajali iz mediane vrednosti v obdobju 2005 - 2025, s čimer smo omejili vpliv kratkoročnih nihanj in morebitnih izstopajočih vrednosti. Preverjanje na dan 30.6.2026 (pri tistih vhodnih parametrih, kjer so bili ti podatki na voljo) je pokazalo, da novejša opazovanja ne odstopajo bistveno od dolgoročnih gibanj, njihov vpliv na mediano celotnega opazovanega obdobja pa je pri posameznih parametrih zanemarljiv oziroma nima materialno pomembnega vpliva na končni izračun WACC-a. Navedeno potrjuje, da se izračun WACC za regulativno obdobje od 1. januarja 2028 dalje ne bi pomembneje spremenil, tudi če bi v izračun pri določenih vhodnih parametrih časovno vrsto podaljšali in bi v izračun zajeli tudi podatke na dan 30.6.2026.

Uvod

Uporabljena dokumentacija

- Pri izvedbi izračuna WACC za potrebe določitve reguliranega donosa operaterjev prenosnih in distribucijskih sistemov električne energije ter plina za obdobje od 1. januarju 2028 dalje je bila uporabljena sledeča dokumentacija:

  Makroekonomska analiza

  - Eurostat, medletna rast realnega BDP po četrtletjih v Sloveniji in v evrskem območju v obdobju Q1 2005 - Q2 2026 (v %).
  - Eurostat, rast realnega BDP po letih v Sloveniji in v evrskem območju v obdobju 2005 - 2025 (v %).
  - Napovedi BDP za Slovenijo in evrsko območje:
    - Banka Slovenije, Pregled makroekonomskih gibanj z napovedmi, Tabela 1 (napovedi za obdobje 2026 - 2028).
    - UMAR, Jesenska in Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2026, september in marec 2026.
    - Evropska komisija, Spring Forecast 2026, maj 2026.
    - IMF - WEO Oktober 2026 (IMF datamapper).
    - OECD, Economic Outlook, June 2026.
    - ECB, Macroeconomic Projection Database – MPD (Spring/June 2026) – navedena publikacija samo za BDP za evrsko območje.
  - Eurostat, medletna rast inflacije po mesecih v Sloveniji in v evrskem območju v obdobju M1 2005 - M6 2026 (v %).
  - Eurostat, inflacija v Sloveniji in v evrskem območju po letih (HICP) v obdobju 2005 - 2025 (v %).
  - Napovedi inflacije za Slovenijo in evrsko območje:
    - Banka Slovenije, Pregled makroekonomskih gibanj z napovedmi, Tabela 1 (napovedi za obdobje 2026 - 2028).
    - UMAR, Jesenska in Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2026, september in marec 2026.
    - Evropska komisija, Spring Forecast 2026, maj 2026.
    - IMF - WEO Oktober 2026 (IMF datamapper).
    - OECD, Economic Outlook, June 2026.
    - ECB, Macroeconomic Projection Database – MPD (Spring/June 2026) – navedena publikacija samo za BDP za evrsko območje.

  Gibanje donosov do dospetja - obveznice

  - www.investing.com.
  - za Eurobond = spletna stran ECB; letni donosi-mesečna opazovanja.

  Gibanje obrestnih mer za posojila

  - Bilten Banke Slovenije 6/2026, 6/2022, 6/2018, 6/2014 in 6/2010 (Tabela 2.4.4. Monetarne finančne institucije - obrestne mere in obseg novih posojil nefinančnim družbam v domači valuti (% na letni ravni, obseg mio EUR)).
  - ECB MFI interest rate statistics.

  Podatki CEER

  - Poročilo CEER "Regulativni okvir za evropska energetska omrežja“ za leto 2025 (vključno z vsemi statističnimi prilogami tega poročila).

  Vhodni podatki za izračun WACC, upoštevaje CAPM model

  - Faktor beta je bil pridobljen iz plačljive podatkovne baze Capital IQ.
  - Netvegana mera donosa temelji na analizi donosa za 10 letno Evro obveznico (z bonitetno oceno AAA), pri čemer so podatki pridobljeni iz podatkovne baze ECB.
  - Pribitek na tržno tveganje (ERP) temelji na podatkih, ki so na voljo v podatkovni bazi Aswath Damodaran in se nanašajo na implied ERP.
  - Pribitek za deželno tveganje temelji na podatkih, ki so na voljo v podatkovni bazi Aswath Damodaran in se nanašajo na pribitek za deželno tveganje, kot ocenjen za Slovenijo.

  Podatki Naročnika (AGEN)

  - Delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu (E/(E+D)) = 60% in delež dolga v celotnem kapitalu (D/(E+D)) = 40%
  - Davčna stopnja = 19%

Uvod

Ključne predpostavke in omejitve

- Pri izvedbi izračuna WACC za potrebe določitve reguliranega donosa operaterjev prenosnih in distribucijskih sistemov električne energije ter plina za obdobje od 1. januarju 2028 dalje so bile upoštevane sledeče ključne predpostavke in omejitve:
  - Skupni WACC: V skladu s sklenjeno Pogodbo z dne 13.7.2026 smo bili zadolženi za izračun WACC za potrebe določitve reguliranega donosa operaterjev prenosnih in distribucijskih sistemov električne energije ter plina za obdobje od 1. januarja 2028 dalje. V skladu z navodili Naročnika in upoštevaje določila iz sklenjene Pogodbe se je pripravil en izračun WACC-a, ki bo veljal tako za operaterje električne energije kakor tudi za operaterje plina, torej t.i. "skupni WACC".
  - Skupni WACC – Faktor beta: Predpostavka glede izračunavanja enega WACC-a (velja tako za operaterje električne energije kakor tudi za operaterje plina) se je upoštevala tudi pri oceni vhodnega parametra, to je Faktorja beta. To pomeni, da je Izvajalec kriterij za iskanje primerljivih kotirajočih družb opredelil na način, da je zajel tako operaterje, ki delujejo na področju električne energije, kakor tudi operaterje plina oziroma kotirajoče družbe, ki so po možnosti izvajale obe dejavnosti (prenos in distribucija električne energije ter plina).
  - Nominalni WACC pred davki: V okviru predmetne analize je bil izračunan nominalni WACC pred davki. Navedena metodološka opredelitev je bila ustrezno upoštevana pri določitvi in medsebojni uskladitvi vseh relevantnih vhodnih parametrov ter pri samem izračunu WACC-a.
  - Dolgoročna narava izračunanega WACC-a: Ne glede na to, da se je to poročilo pripravljalo v obdobju med julijem 2026 in 12.11.2026, izračun WACC-a, prikazan v tem poročilu, ne predstavlja ocene trenutnega oziroma t. i. »spot« stroška kapitala (npr. stroška kapitala / WACC na presečni datum 30.6.2026 ali 30.9.2026). Ker je izračun WACC-a namenjen oceni regulirane stopnje donosa za daljše regulativno obdobje, so bili posamezni vhodni parametri ocenjeni z vidika dolgoročnih in vzdržnih pogojev financiranja regulirane dejavnosti. Pri tem je bil cilj omejiti vpliv kratkoročnih nihanj na finančnih trgih, začasnih makroekonomskih okoliščin ter drugih prehodnih dejavnikov, ki bi lahko povzročili, da bi trenutne tržne vrednosti posameznih parametrov odstopale od ravni, ki je primernejša za dolgoročno določitev reguliranega donosa.
  - Obdobje analiziranja: Upoštevaje zgoraj navedeno smo gibanje izbranih vhodnih parametrov, ki vstopajo v izračun WACC-a (to je Faktor beta, Netvegana mera donosa, Premija za tržno tveganje, Premija za deželno tveganje), analizirali za obdobje od leta 2005 do leta 2025. Po oceni Izvajalca je izbrano obdobje dovolj dolgo, da zajema več različnih faz gospodarskega cikla in več različnih režimov denarne politike ter pogojev financiranja, ki so se v tem času odvili v Sloveniji, Evropski Uniji ter globalno.
  - Datum preseka (cut-off date) upoštevanih podatkov: Ta dokument se je pripravljal v obdobju od sredine julija 2026 do 14.10.2026 (predaja Osnutka poročila v pregled Naročniku) oziroma do 12.11.2026 (oddaja Končnega poročila). Vsebuje izključno podatke in informacije, vključno z makroekonomskimi napovedmi, ki so bili javno dostopni oziroma Izvajalcu razpoložljivi do vključno konca Oktobra 2026. Morebitni dogodki, spremembe na finančnih trgih, objave novih makroekonomskih podatkov, napovedi ali druge informacije, objavljene po navedenem datumu, pri pripravi analiz in izračunov v tem poročilu niso bile upoštevane, razen če je v posameznem delu poročila izrecno navedeno drugače.
  - Ocena Faktorja beta – izbor kotirajočih družb: Ker je bil za oceno stroška kapitala (Ke) uporabljen model CAPM, navedeno pomeni, da smo Faktor beta ocenili na vzorcu izbranih in primerljivih kotirajočih podjetij, ki opravljajo dejavnosti prenosa oziroma distribucije električne energije in/ali plina (uporabljena je bila podatkovna baza Capital IQ). Pri tem Izvajalec izpostavlja, da na kapitalskih trgih praviloma ni mogoče identificirati družb, ki bi bile z vidika vseh relevantnih značilnosti povsem primerljive z reguliranimi operaterji, na katere se nanaša predmetni izračun WACC-a. Posamezne primerljive družbe se lahko med drugim razlikujejo glede na geografsko prisotnost, regulativni okvir, strukturo dejavnosti, delež reguliranih in nereguliranih dejavnosti, velikost, kapitalsko strukturo ter stopnjo finančnega vzvoda. Izbor primerljivih družb zato temelji na strokovni presoji Izvajalca in na vnaprej opredeljenih kriterijih primerljivosti. Posledično tako oblikovan vzorec predstavlja približek primerljivega sistemskega tveganja regulirane dejavnosti in ne popolnega ekvivalenta posameznemu reguliranemu operaterju. Vzorec podjetij, ki je bil uporabljen v našem poročilu, je razkrit v nadaljevanju oziroma v prilogi tega poročila.
  - Vhodni parametri AGEN: Kot že navedeno, sta bila vhodna parametra, ki se nanašata na davčno stopnjo ter na strukturo financiranja (delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu (E/(E+D)) in delež dolga v celotnem kapitalu (D/(E+D)), določena s strani AGEN. Izvajalec navedenih vhodnih parametrov zato ni neodvisno analiziral in se tudi ne opredeljuje do njihove višine.
  - Razpoložljivost in kakovost podatkov: Pri pripravi analize in izračunu posameznih vhodnih parametrov WACC-a so bili uporabljeni podatki iz javno dostopnih virov ter priznanih finančnih in podatkovnih baz, ki jih je Izvajalec ocenil kot ustrezne in relevantne za namen predmetne analize. Izvajalec pri tem izpostavlja, da je obseg analize omejen s kakovostjo, popolnostjo, razpoložljivostjo in medsebojno primerljivostjo podatkov, ki so bili na voljo v času priprave poročila. Izvajalec potrjuje, da so bili vsi parametri, ki vstopajo v izračun WACC-a z uporabo metode CAPM, analizirani za celotno obdobje od 2005 do 2025.
  - Zaokroževanje: Končna vrednost izračunanega WACC-a je bila zaokrožena na dve decimalni mesti. Enako pravilo zaokroževanja je bilo uporabljeno tudi pri posameznih vhodnih parametrih, ki vstopajo v izračun WACC-a, razen kjer je zaradi narave posameznega izračuna ali zagotavljanja večje računske natančnosti izrecno navedeno drugače. Zaradi uporabe navedenega pravila lahko pri ponovnem izračunu na podlagi nezaokroženih vrednosti posameznih parametrov nastanejo manjša odstopanja od vrednosti, prikazanih v tem poročilu.
  - Namen in omejitev uporabe rezultata: Izračun WACC, prikazan v tem poročilu, je pripravljen izključno za namen določitve reguliranega donosa v predmetnem regulativnem okviru in za obdobje od 1. januarja 2028 dalje. Izvajalec na tem mestu opozarja, da izračuna ni primerno uporabljati za kakršenkoli drug namen.

Uvod

Povzetek ključnih ugotovitev

- **Povzetek izračuna WACC pred davki, ki bo uporabljen za namen določitve reguliranega donosa po 1. januarju 2028, je prikazan v spodnji tabeli. Izračunan je upoštevaje spodaj prikazano formulo za WACC pred davki, pri čemer ocena stroška kapitala (Ke) temelji na uporabi modela CAPM.**
- Vhodni parametri so ocenjeni upoštevaje analizo, ki se nanaša na časovno vrsto od leta 2005 do 2025, z namenom upoštevanja dolgoročne oziroma ravnovesne vrednosti vhodnih spremenljivk, ki vstopajo v model in v izogib upoštevanja kratkoročnih / trenutnih vrednosti, ki so lahko podvrženi morebitnim kratkoročnim in / ali neobičajnim dejavnikom.

$$WACC_{pred\ davki} = W_d \times K_d + (W_e \times K_e) / (1 - T)$$

$$WACC_{pred\ davki} = 40\% \times 3{,}89\% + (60\% \times 6{,}99\%) / (1 - 19\%) = 6{,}73\%$$

Izračun WACC z uporabo modela CAPM		
Netvegana mera donosa	R_f	2,21%
Beta z zadolženostjo - operaterji	β_L	0,63
Pribitek za kapitalsko tveganje	ERP	5,08%
Pribitek za deželno tveganje	CRP	1,57%
= Strošek lastniškega kapitala	**$K_e = R_f + (\beta_L \times ERP) + CRP$**	**6,99%**
Beta brez zadolženosti – primerljiva podjetja	β_U	0,41
D/E	W_d/W_e	66,67%
Davčna stopnja (DDPO)	T	19%
= Beta z zadolženostjo - operaterji	**$\beta_L = \beta_U \times [1+ (1 -T) \times (D/E)]$**	**0,63**
Strošek lastniškega kapitala	K_e	6,99%
Strošek dolga pred obdavčitvijo	K_d	3,89%
Delež dolga v strukturi kapitala	W_d	40%
Delež LK v strukturi kapitala	W_e	60%
Davčna stopnja (DDPO)	T	19%
WACC $_{pred\ davki}$	**$W_d \times K_d + (W_e \times K_e) / (1 - T)$**	**6,73%**

Zaključna ugotovitev za oceno WACC-a pred davki (z uporabo modela CAPM), ki velja od 1. januarja 2028 dalje:

- **WACC**, ki naj bi odražal **stopnjo reguliranega donosa (RoR)** operaterjev prenosnih in distribucijskih sistemov električne energije ter plina **za obdobje od 1. januarja 2028 dalje** (pri čemer je strošek lastniškega kapitala ocenjen po modelu CAPM), je ocenjen na **6,73%**.

V preostanku poročila so podrobno predstavljena analitična izhodišča, metodologija in izračuni vseh vhodnih parametrov za določitev tehtanega povprečnega stroška kapitala (WACC) z uporabo modela CAPM, vključno z vsemi podpornimi podatki, predpostavkami in vmesnimi izračuni, ki so bili uporabljeni pri določitvi posameznih parametrov.

Makroekonomsko okolje

To poglavje prikazuje pregled makroekonomskega okolja, in sicer podaja splošne makroekonomske informacije za Slovenijo ter Evropsko Unijo oziroma evrsko območje za daljše-ročno historično obdobje, vključno s planskimi podatki za obdobje 2026 - 2028, ki so bili znani v času priprave tega dokumenta.

Dodatno pa razkriva še podrobnejše analize ključnih makroekonomskih parametrov, kot so BDP, inflacija in obrestne mere za posojila (vse navedeno za daljše-ročno historično obdobje ter, kjer je bilo to možno, tudi za plansko obdobje 2026 do 2028).

Makroekonomsko okolje	Stran
Analiza gibanja BDP	13
Analiza gibanja inflacije	15
Analiza gibanja donosnosti dolgoročnih državnih obveznic	17
Analiza gibanja obrestnih mer za posojila	19
Povzetek ključnih ugotovitev makroekonomske analize	20

Pomembno: Pregled gibanja historičnih makroekonomskih kazalnikov je pripravljen za obdobje od leta 2005 do leta 2025 (oziroma, kjer je bilo to možno, do H1 2026).

Obdobje 2005–2025 je dovolj dolgo, da zajema več različnih faz gospodarskega cikla, vključno s predkrizno ekspanzijo, globalno finančno in evropsko dolžniško krizo, daljšim obdobjem gospodarskega okrevanja, pandemičnim šokom ter poznejšim okrevanjem in upočasnitvijo gospodarske aktivnosti.

Hkrati vključuje tudi več različnih režimov denarne politike in pogojev financiranja – od pred-kriznega okolja relativno višjih obrestnih mer, prek dolgotrajnega obdobja izrazito ekspanzivne denarne politike in zelo nizkih donosnosti državnih obveznic (te so bile v nekaterih državah in v nekaterih obdobjih celo negativne), do hitrega zaostrovanja denarne politike po letu 2022 ter postopnega sproščanja od sredine leta 2024.

Glede na to, da se izračun reguliranega donosa (“RoR“) pripravlja za obdobje od 1.1.2028 dalje, to poglavje vključuje tudi pregled napovedi ključnih makroekonomskih kazalnikov za obdobje 2026 do 2028. Upoštevaje informacije, ki so bile na voljo v času priprave tega dokumenta, se za Slovenijo v letu 2026 pričakuje 3,8% rast BDP ter inflacija na nivoju med 3,1% - 3,6%. V letu 2027 in 2028 pa rast BDP na nivoju okvirno 2,1% - 2,5% ter postopno zniževanje inflacije (na okvirno 2,3% - 2,7% v letu 2027 ter na okvirno 2,0% - 2,2% od leta 2028 dalje). Opozarjamo, da ostaja tveganje glede nadaljnjega makroekonomskega razvoja povišano, pri čemer na napovedi lahko pomembno vplivajo predvsem geopolitična tveganja (nadaljnji razvoj vojne v Ukrajini, razmere na Bližnjem vzhodu ter njihov morebitni vpliv na cene energentov, transportne poti, inflacijo in pogoje financiranja).

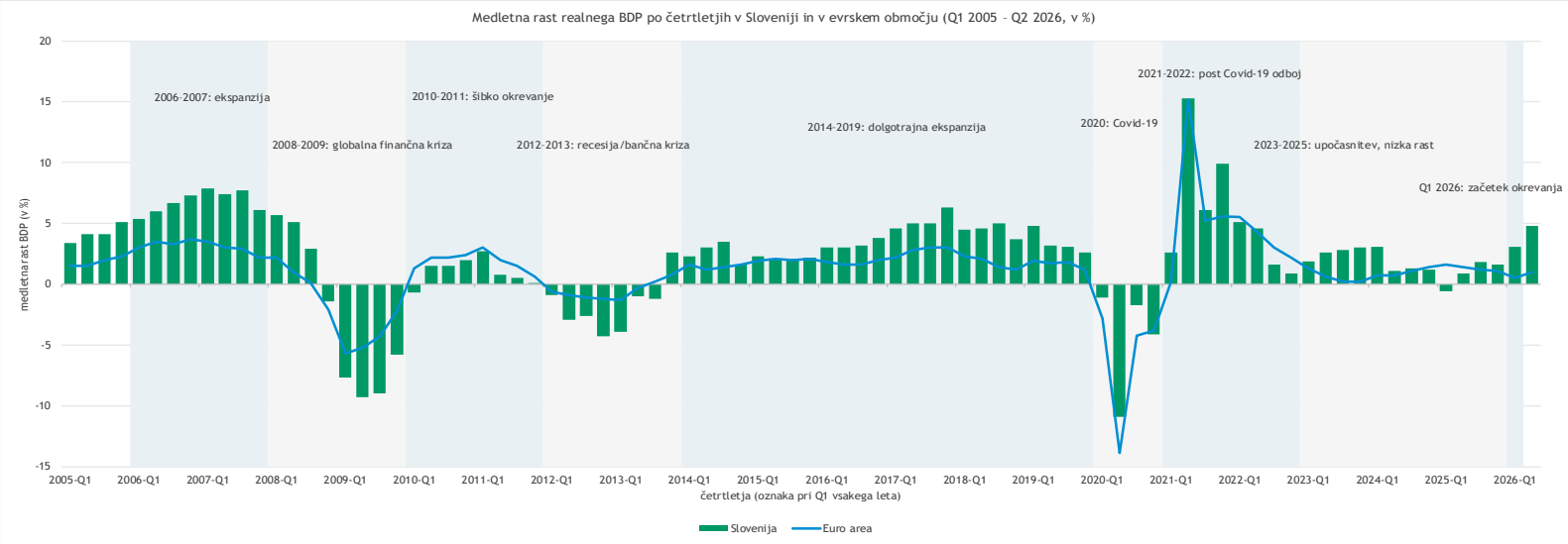


Makroekonomsko okolje

Analiza gibanja BDP

Pregled gibanja historičnega BDP po različnih obdobjih

Analiza makroekonomskega okolja, ki je prikazana na tem mestu, zajema **obdobje od leta 2005 do 2025** (oziroma H1 2026, kjer so podatki na voljo). Graf prikazuje medletno rast BDP za Slovenijo in evrsko območje na podlagi kvartalnih podatkov Eurostat baze (za Slovenijo so podatki skladni s SURS bazo). Prikazana je stopnja realne rasti BDP glede na enako četrtletje predhodnega leta, podatki so desezonirani (imajo izločen vpliv sezone in koledarja). Takšen prikaz je uporabljen zato, ker omogoča podrobnejši vpogled v dinamiko gospodarske aktivnosti ter boljše zaznavanje prelomov med fazami rasti, upočasnjevanja in recesije. Je primernejši za analizo cikličnosti gospodarstva in primerjavo odziva Slovenije z evrskim območjem.



Vir: Eurostat, medletna rast realnega BDP po četrtletjih v Sloveniji in v evrskem območju v obdobju Q1 2005 - Q2 2026 (v %)
** Evrsko območje (EA12-2001, EA13-2007, EA15-2008, EA16-2009, EA17-2011, EA18-2014, EA19-2015, EA20-2023, EA21-2026)*

- **V obdobju 2005 - 2025 je gospodarska aktivnost v Sloveniji in v Evropi oziroma v evrskem območju prešla skozi več cikličnih faz, in sicer obdobje pred-krizne ekspanzije, dveh recesijskih epizod, obdobja post-recesijskega okrevanja, šok zaradi Covid-19 pandemije, post-COVID odboj, čemur je sledilo obdobje nizke rasti. Podatki za H1 2026 pa trenutno kažejo znake okrevanja.**
- **Ciklična nihanja slovenskega gospodarstva so bila v analiziranem obdobju izrazitejša kot v evrskem območju. Razlog za to je relativna majhnost in odprtost (izvozna usmerjenost) slovenskega gospodarstva, ki se na zunanje gospodarske šoke praviloma odziva z večjo amplitudo, hkrati pa je bila v posameznih obdobjih okrevanja tudi rast gospodarske aktivnosti v Sloveniji višja kot v evrskem območju.**
- **Obdobje 2005-2025 predstavlja dovolj dolg in vsebinsko raznolik časovni horizont, da zajema več faz gospodarskega cikla ter ključne makroekonomske šoke, ki so pomembno vplivali na gospodarsko aktivnost v Sloveniji in v evrskem območju.**

- **2005 - 2007**: V letu **2005** se je v Sloveniji nadaljevala **stabilna gospodarska rast** iz 2004, okvirno na nivoju 4%, proti koncu leta je že vidno povečevanje stopnje rasti na 5,1%. Obdobje **2006 - 2007** zaznamuje **ekspanzija**, ki je pogojena z visoko domačo in tujo konjunkturo, močno rastjo izvoza in investicij ter z gradbenim ciklom (slovensko gospodarstvo je v teh letih raslo zelo hitro; letna rast BDP se je povečala iz okvirno 5,9% v 2006 na 7,1% v 2007).
- **2008 - 2009**: Ta leta predstavljajo obdobje **globalne finančne krize in recesije**, na kar vpliva zlom zunanjega povpraševanja, investicij in gradbeništva ter zelo močan padec rasti v industriji oziroma predelovalnih dejavnostih. Stopnja rasti slovenskega BDP je v letu 2008 znašala 3,4%, v 2009 pa beleži padec v višini -7,6%.
- **2010 - 2011**: V obdobju 2010 do 2011 pride do **šibkega okrevanja** na račun izvoza, vendar domače povpraševanje v navedenem obdobju ostaja šibko. Rast BDP se je gibala med 1,1% in 0,7%.
- **2012 - 2013**: Leti 2012 in 2013 beležita obdobje **ponovne recesije**, ki pa je nekoliko šibkejša kot v letu 2009. Ključni dejavniki so bili **evropska dolžniška kriza**, razdolževanje bank in podjetij, fiskalna konsolidacija, krčenje kreditiranja, težave slovenskega bančnega sistema ter sanacija bank (BDP se je v 2012 zmanjšal za -2,9%, v 2013 pa še za -0,8%).
- **2014 - 2019**: Leta 2014 do 2019 predstavljajo obdobje **stabilizacije oziroma daljše obdobje rasti**, na kar je vplivalo okrevanje izvoza, izboljšanje konkurenčnosti, rast zaposlenosti in zasebne potrošnje. Rast BDP je bila v letih 2014 – 2016 okvirno med 2,4% in 3%, v 2017 je vidna še posebej močna konjunktura (5,2%). V letih 2018 (4,4%) in 2019 (3,5%) pa rast ni več tako ekspanzivna.
- **2020**: Leto 2020 predstavlja nastop **Covid-19 pandemije in padca gospodarske aktivnosti** na račun administrativnih / zdravstvenih omejitev gibanja in poslovanja, ki so neposredno prizadele številne storitvene dejavnosti. V 2020 je BDP na letni ravni padel za -4,% (medletna stopnja v Q2 2020 pa je znašala -10,9%).
- **2021**: Leto 2021 predstavlja **post-covid ekspanzijo (močan odboj)**, spodbujeno s ponovnim odpiranjem gospodarstva, rastjo povpraševanja ter javnofinančno podporo. Rast BDP je znašala 8,4% (15,1% v Q2 2021).
- **2022**: Leto 2022 zaznamuje **vojna v Ukrajini in energetski šok,** ki ima za posledico splošno upočasnitev gospodarske rasti ter na drugi strani rast inflacije. Letna rast BDP je znašala 2,7%.
- **2023 - 2025**: Obdobje 2023 do 2025 zaznamuje **nizka gospodarska rast**, postopna stabilizacija po pandemiji in geopolitični pretresi, hkrati pa še šibka trgovinska dinamika, stagnacija evropske industrijske proizvodnje ter zaostritev pogojev financiranja (višje obrestne mere) in postopno umirjanje inflacije. Rast BDP se je postopoma zmanjšala iz 2,4% v 2023 na 1,7% 2024 in 1,1% v 2025.

  V letu 2025 so svetovno gospodarstvo in evrsko območje prizadele nenadne spremembe trgovinske politike ZDA (zvišanja carin), kar je povečalo nestabilnost in negotovost v svetovnem gospodarstvu. EU in Slovenija kot odprti gospodarstvi sta močno čutili vpliv navedenih motenj.
- **H1 2026**: V H1 2026 so zaznani znaki **ponovne rasti**, krepitev industrije in izvoza ter visoke javne investicije. V Q1 in Q2 2026 se je BDP medletno povečal za 3,1% oz. 4,8%. Ostaja pa **visoka geopolitična negotovost glede napovedi** (zaostrene razmere na Bližnjem vzhodu, nadaljevanje vojne v Ukrajini).

Makroekonomsko okolje

Analiza gibanja BDP

Stopnja realne rasti BDP v Sloveniji in evrskem območju v obdobju 2005 - 2025

BDP, realna rast v %	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Mediana 05 - 25
Euro area	1,7	3,2	2,9	0,4	-4,4	2,1	1,7	-1,0	-0,2	1,4	2,1	1,8	2,6	1,8	1,6	-6,0	6,4	3,6	0,4	1,0	1,2	1,70
Slovenija	3,9	5,9	7,1	3,4	-7,6	1,1	0,7	-2,9	-0,8	2,8	2,4	3,0	5,2	4,4	3,5	-4,1	8,4	2,7	2,4	1,7	1,1	2,70

Vir: Eurostat, rast realnega BDP po letih v Sloveniji in v evrskem območju v obdobju 1996 - 2025 (v %)

** Euro area (EA11-1999, EA12-2001, EA13-2007, EA15-2008, EA16-2009, EA17-2011, EA18-2014, EA19-2015, EA20-2023, EA21-2026)*

***Podaki iz Eurostata za Slovenijo za historično obdobje se ujemajo s podatki SURS (baza SI-STAT)*

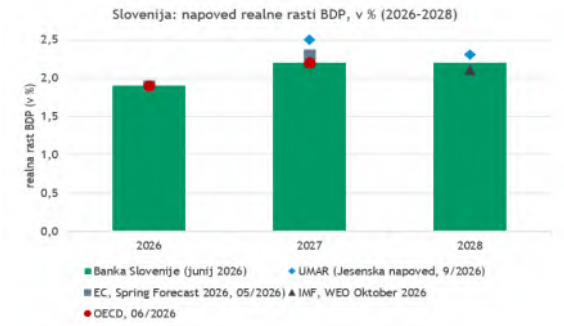
- **Na tem mestu je podan prikaz historičnega gibanja povprečne letne stopnje rasti BDP za Slovenijo in Evro območje. Ta podatek je razkrit zato, ker je primernejši za dolgoročno primerjavo gibanja BDP med leti in gospodarskimi obdobji.**
- **Hkrati so podatki v preteklem analiziranem obdobju neposredno primerljivi z makroekonomskimi napovedmi, ki so praviloma izražene na letni ravni.**

- Slovensko gospodarstvo je v obdobju 2005 – 2025 v povprečju raslo hitreje in tudi z večjo amplitudo kot Evro območje (mediana 2,7%, primerjalno z mediano 1,7% za Evro območje), kar kaže na višjo občutljivost na zunanje šoke. Kot že omenjeno je slovensko gospodarstvo relativno majhno in vpeto v evropske proizvodne verige, kar pomeni, da je Slovenija občutljiva na spremembe zunanjega povpraševanja in se nanje tudi močneje odziva.

Napoved gibanja BDP v obdobju 2026 - 2028

V nadaljevanju so prikazane **napovedi rasti BDP v Sloveniji** in **v evrskem območju,** za obdobje **2026 - 2028,** na podlagi različnih virov/inštitucij. UMAR za Slovenijo ter IMF za Slovenijo in evrsko območje objavljata tudi daljše ročne napovedi do leta 2030 (prikazane v tabelah).

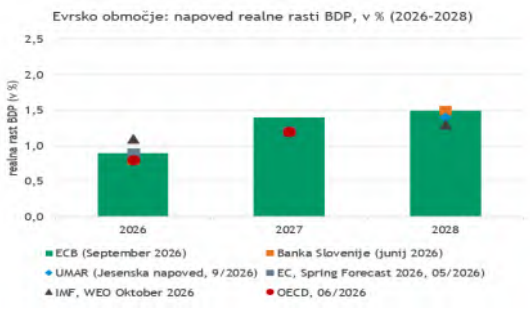
Slovenija



Slovenija BDP, realna rast v %	2026	2027	2028	2029	2030
Banka Slovenije (junij 2026)	1,9	2,2	2,2	/	/
UMAR (Jesenska napoved, 9/2026)	***3,8***	***2,5***	***2,3***	***2,2***	***2,2***
EC, Spring Forecast 2026, 05/2026)	1,9	2,3	/	/	/
IMF, WEO Oktober 2026	***3,2***	***2,2***	***2,1***	***2,1***	***2,1***
OECD, 06/2026	1,9	2,2	/	/	/

Viri:
- *Banka Slovenije, Pregled makroekonomskih gibanj z napovedmi, Tabela 1 (napovedi za odobje 2026 - 2028)*
- *UMAR, Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2026, september 2026, Tabela 1 (str.50)*
- *Evropska komisija, Spring Forecast 2026 (Table 1, str. 17), maj 2026*
- *IMF. WEO Oktober 2026 (IMF datamapper: https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/BOP)*
- *OECD, Economic Outlook, June 2026 (stran 264)*

Evrsko območje



Evrsko območje BDP, realna rast v %	2026	2027	2028	2029	2030
Banka Slovenije (junij 2026)	0,8	1,2	1,5	/	/
UMAR (Jesenska napoved, 9/2026)	***0,8***	***1,2***	***1,4***	***/***	***/***
EC, Spring Forecast 2026, 05/2026)	0,9	1,2	/	/	/
IMF, WEO Oktober 2026	***1,1***	***1,2***	***1,3***	***1,2***	***1,1***
OECD, 06/2026	0,8	1,2	/	/	/
ECB (September 2026)	***0,9***	***1,4***	***1,5***	***/***	***/***

Viri:
- *Banka Slovenije, Pregled makroekonomskih gibanj z napovedmi, Slika 1, str. 9 (napovedi za odobje 2026 - 2028)*
- *UMAR, Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2026, september 2026, Predpostavke napovedi na str. 8.*
- *Evropska komisija, Spring Forecast 2026 (Table 1, str. 17), maj 2026*
- *IMF. WEO Oktober 2026 (IMF datamapper: https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/BOP)*
- *OECD, Economic Outlook, June 2026*
- *ECB, Macroeconomic Projection Database - MPD (September 2026)*

- V prvem polletju 2026 so bili vidni znaki okrevanja, ki so se v **Sloveniji** jeseni 2026 še nekoliko pospešili. Gospodarska rast za Slovenijo za 2026 je tako ocenjena na 3,8% in presega oceno iz UMAR Pomladanske napovedi 2026. Razlog je okrevanje izvoza in močna pospešitev investicijske aktivnosti ter rast zasebne in državne potrošnje. So pa nekateri spodbujevalni dejavniki, zlasti zaključevanje velikih investicijskih projektov, začasne narave.

  Napovedi realne rasti BDP za Slovenijo se v nadaljevanju postopoma zmanjšujejo in dosežejo 2,3% - 2,2%. Napovedi upoštevajo osnovni scenarij, po katerem se ne predvideva dolgotrajno povišanih cen nafte in plina ter njihove otežene dobave, pričakuje se rast tujega povpraševanja, postopno okrevanje izvoznega sektorja (izboljšani obeti industrijske proizvodnje v najpomembnejših trgovinskih partnericah), prav tako se pričakuje rast investicijske aktivnosti (javne investicije) ter krepitev rasti zasebne in državne potrošnje.
- V **evrskem območju** naj bi po napovedih gospodarska rast ostala na nižjih nivojih kot v Sloveniji. Iz preglednice izhaja, da napovedi za evrsko območje kažejo na pričakovano šibko rast v 2026 na nivoju med 0,8% in 1,1%. V letih 2027 – 2028 pa naj bi se gospodarska rast postopoma okrepila in približala nivoju 1,2% - 1,5% (kar pa še vedno predstavlja šibke rasti).

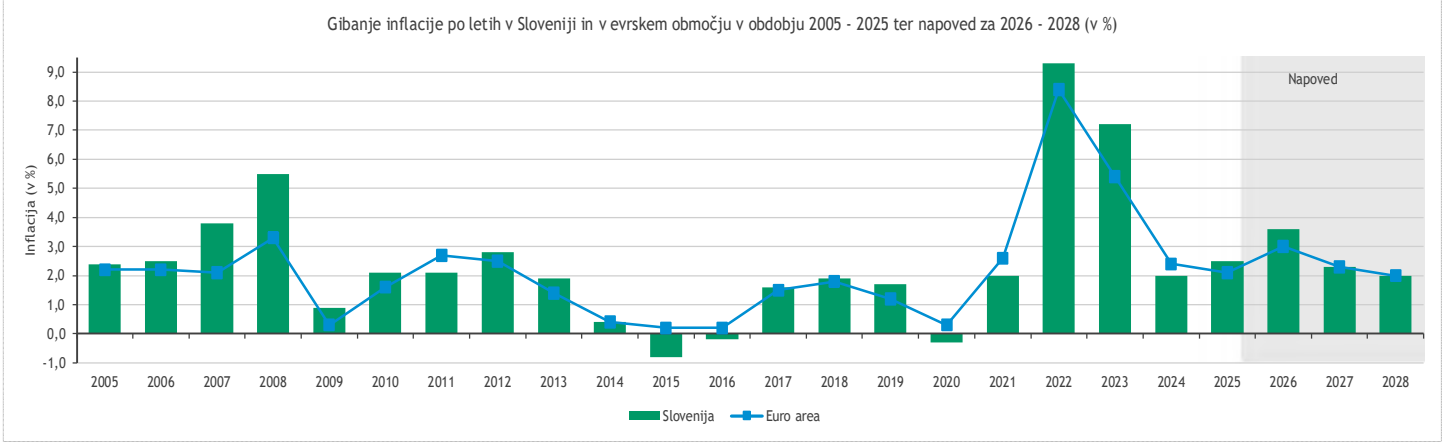
  Izboljšanje bo po napovedih temeljilo predvsem na domačem povpraševanju, vendar ga bodo omejevali geopolitična in energetska tveganja ter šibko zunanje povpraševanje.
- **Tako za države evrskega območja kot za Slovenijo ostaja visoko tveganje geopolitične negotovosti (zaostrene razmere na Bližnjem vzhodu, nadaljevanje vojne v Ukrajini ter vpliv na cene energentov in transportne poti).**

Makroekonomsko okolje

Analiza gibanja inflacije

Pregled gibanja inflacije po različnih obdobjih

Analiza gibanja povprečne letne inflacije zajema isto obdobje kot analiza BDP, in sicer **od leta 2005 do 2025** (dodatno so prikazani tudi zadnji razpoložljivi podatki za H1 2026, ki so bili na voljo v času priprave tega poročila) ter **napovedi za obdobje 2026 - 2028**. Inflacija se nanaša na harmoniziran indeks cen življenjskih potrebščin (HICP) **za Slovenijo in evrsko območje** na podlagi letnih podatkov Eurostat baze in SURS. Gibanje inflacije v Sloveniji in v evrskem območju v analiziranem obdobju okvirno sledi gibanju gospodarskega cikla.



Vir: Eurostat, inflacija v Sloveniji in v evrskem območju po letih (HICP) v obdobju 2005 - 2025 (v %).
** Euro area (EA12-2001, EA13-2007, EA15-2008, EA16-2009, EA17-2011, EA18-2014, EA19-2015, EA20-2023, EA21-2026)*

- **V obdobju 2005-2025 je inflacija v Sloveniji precej nihala ter odražala različne faze gospodarskega cikla, spremembe cen energentov in hrane ter širše domače in zunanje stroškovne pritiske.**
- **Po višji inflaciji v obdobju pred finančno krizo je po letu 2009 sledilo obdobje nizke inflacije in mestoma tudi deflacijskih pritiskov. Po postopni normalizaciji v obdobju 2017 do 2019 se je inflacija ob začetku pandemije Corona virusa ponovno znižala, nato pa se je v obdobju 2022 - 2023 izrazito povečala (inflacijski šok), predvsem zaradi močnega povečanja cen energentov in hrane ter zaradi motenj v dobavnih verigah.**
- **Inflacija se je v letu 2024 hitro znižala proti 2%, vendar se je v letu 2025 ponovno nekoliko povečala na 2,5% zaradi višje rasti cen hrane in storitev. V H1 2026 se je inflacija ponovno okrepila in bila junija s 3,7% nad povprečjem evrskega območja (2,8%), pri čemer poleg energentov pomemben vir inflacijskih pritiskov predstavljajo storitve in višji domači stroški (plače).**

- **2005 - 2008**: Obdobje 2005 do 2008 je zaznamovalo **naraščanje inflacije**, pospešeno z gospodarsko rastjo, višjimi cenami hrane in energentov. Inflacija v tem obdobju doseže vrh v letu 2008, ki ga zaznamuje začetek globalne finančne krize. Inflacija v Sloveniji se je v letih 2005 in 2006 gibala na nivoju 2,4% oz. 2,5%, v letu 2007 pa se je povečala na 3,8% in v 2008 dosegla 5,5%.
- **2009:** V letu 2009 se **rast cen upočasni.** V Sloveniji je realizirana 0,9% inflacija, v evrskem območju pa 0,3% inflacija. Na navedeno vpliva nastop globalne finančne krize.
- **2010 - 2013:** Leta 2010 do 2013 predstavljajo obdobje **nizke inflacije**. Po obdobju finančne krize je prišlo do znižanja inflacije, ki se je v tem obdobju v Sloveniji gibala na nivojih med 1,9% in 2,8%. Na nižjo inflacijo so vplivali padec povpraševanja, šibka gospodarska aktivnost, nižje cene surovin ter kasneje v letih 2012 -2013 tudi **evropska dolžniška kriza**.
- **2014 - 2016**: Leta 2014 do 2016 predstavljajo obdobje **zelo nizke oziroma mestoma tudi negativne inflacije** (sovpada z obdobjem **okrevanja gospodarstva** in stabilne rasti BDP). V Sloveniji je bila povprečna inflacija v letu 2014 še 0,4%, v letih 2015 in 2016 pa je bila negativna (-0,8% oz. -0,2%).
- **2017 - 2019**: Leta 2017 do 2019 predstavljajo obdobje **normalizacije inflacije**. Z gospodarskim okrevanjem po letu 2014 se je začela postopoma povečevati tudi inflacija. V tem obdobju se je slovenska inflacija ponovno približala območju okoli 2% (med 1,6% in 1,9%), kar je bilo povezano z višjo gospodarsko rastjo, rastjo zaposlenosti, plač in močnejšo zasebno potrošnjo ter postopnim povečevanjem cen surovin.
- **2020 - 2021**: Leti 2020 in 2021 predstavljata obdobje **pandemije Covid-19** in **začetek novega inflacijskega cikla**. Tega v letu 2020 zaznamuje ponoven padec / nižanje inflacije.
- **2022 - 2023:** Leti 2022 in 2023 predstavljata obdobje največjega **inflacijskega šoka** (v analiziranem obdobju). Povprečna inflacija v Sloveniji je znašala 9,3% (2022) oziroma 7,2% (2023). Izrazito visoka inflacija je bila pogojena z motnjami v dobavnih verigah, ponovnim odpiranjem trgov po pandemiji, vojno v Ukrajini ter rastjo cen energentov (energetski šok v 2022). V letu 2022 so bili v ospredju predvsem energenti in hrana. Kasneje, ko so se cene energentov začele umirjati, pa je inflacija postajala bolj vztrajna, cenovni pritisk se je prenesel v storitve in plače.
- **2024 - 2025:** Leto 2024 in 2025 zaznamuje **hiter padec inflacije**, ki pa še ne predstavlja popolnoma normaliziranih inflacijskih nivojev. Leta 2024 se je inflacija močno znižala in je znašala 2,0% (na dolgoročno pričakovani nivo), k čemur so prispevali umirjanje cen energentov, izboljšanje dobavnih verig, nižje uvozne cene, zaostrena denarna politika ECB ter umirjanje povpraševanja. V letu 2025 se je trend nekoliko obrnil, inflacija se je povečala na 2,5%, k čemur so največ prispevale višje cene hrane, deloma pa tudi storitve.
- Zadnji razpoložljivi podatki za **H1 2026** kažejo na nadaljnjo rast inflacije, in sicer je junija 2026 znašala medletna inflacija v Sloveniji 3,7%, v evrskem območju pa 2,8%.

Makroekonomsko okolje

Analiza gibanja inflacije

Inflacija v Sloveniji in v evrskem območju v obdobju 2005 - 2025

Inflacija (HICP) v %	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Mediana 05 - 25
Euro area	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	1,4	0,4	0,2	0,2	1,5	1,8	1,2	0,3	2,6	8,4	5,4	2,4	2,1	2,1
Slovenija	2,4	2,5	3,8	5,5	0,9	2,1	2,1	2,8	1,9	0,4	-0,8	-0,2	1,6	1,9	1,7	-0,3	2,0	9,3	7,2	2,0	2,5	2,0

Vir: Eurostat, inflacija v Sloveniji in v evrskem območju po letih (HICP) v obdobju 2005 - 2025 (v %)

** Euro area (EA11-1999, EA12-2001, EA13-2007, EA15-2008, EA16-2009, EA17-2011, EA18-2014, EA19-2015, EA20-2023, EA21-2026)*

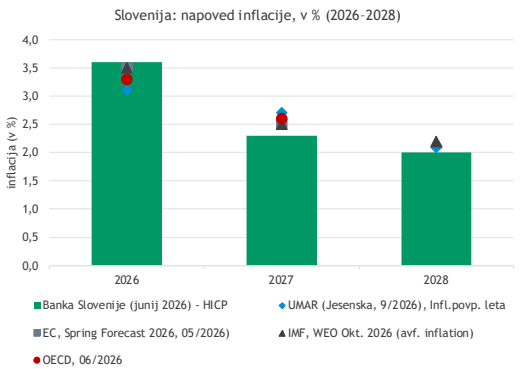
***Podaki iz Eurostata za Slovenijo za historično obdobje se ujemajo s podatki SURS (baza SI-STAT)*

- **Enako kot pri analizi BDP podajamo na tem mestu gibanje letne inflacije v Sloveniji in v evro območju v obdobju 2005 do 2025.**
- Iz tabele je razvidno, da so bila v posameznih letih (med slovensko inflacijo in inflacijo evro območja) zaznana večja odstopanja, predvsem zaradi razlik v gospodarski aktivnosti ter domačih stroškovnih dejavnikov. Ne glede na to pa lahko ugotovimo, da so na inflacijo v Sloveniji ter tudi državah v evro območju vplivali skupni zunanji šoki - zlasti gibanje cen energentov in surovin, motnje v dobavnih verigah ter denarna politika ECB.

Napoved gibanja inflacije v obdobju 2026 - 2028

V nadaljevanju so prikazane **napovedi inflacije v Sloveniji** in **v evrskem območju** za obdobje **2026 - 2028,** na podlagi različnih virov/inštitucij. UMAR za Slovenijo ter IMF za Slovenijo in evrsko območje objavljata tudi daljše ročne napovedi do leta 2030 (prikazane v tabelah).

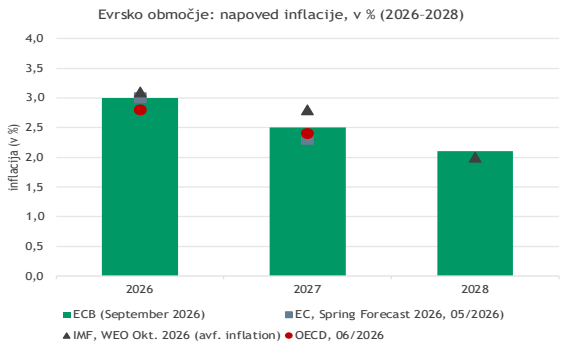
Slovenija



Slovenija Inflacija (v %)	2026	2027	2028	2029	2030
Banka Slovenije (junij 2026) - HICP	3,6	2,3	2,0	/	/
UMAR (Jesenska, 9/2026), Infl.povp. let	***3,1***	***2,7***	***2,1***	***2,0***	***2,0***
EC, Spring Forecast 2026, 05/2026)	3,5	2,5	/	/	/
IMF, WEO Okt. 2026 (avf. inflation)	***3,5***	***2,5***	***2,2***	***2,2***	***2,1***
OECD, 06/2026	3,3	2,6	/	/	/

Viri:
- *Banka Slovenije, Pregled makroekonomskih gibanj z napovedmi, Tabela 1 (napovedi za odobje 2026 - 2028)*
- *UMAR, Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2026, September 2026, Tabela 1 (str.51)*
- *Evropska komisija, Spring Forecast 2026 (Table 1, str. 17), maj 2026*
- *IMF. WEO Sept. 2026 (IMF datamapper: https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/BOP)*
- *OECD, Economic Outlook, June 2026 (stran 264)*

Evrsko območje



Evrsko območje Inflacija (v %)	2026	2027	2028	2029	2030
EC, Spring Forecast 2026, 05/2026)	3,0	2,3	/	/	/
IMF, WEO Okt. 2026 (avf. inflation)	***3,1***	***2,8***	***2,0***	***2,0***	***2,0***
OECD, 06/2026	2,8	2,4	/	/	/
ECB (September 2026)	***3,0***	***2,5***	***2,1***	***/***	***/***

Viri:
- *Evropska komisija, Spring Forecast 2026 (Table 1, str. 17), maj 2026*
- *IMF. WEO Okt. 2026 (IMF datamapper: https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/BOP)*
- *OECD, Economic Outlook, June 2026*
- *ECB, Macroeconomic Projection Database - MPD (September2026)*

- Za leto 2026 se za **Slovenijo,** upoštevaje trenutno znane napovedi, pričakuje inflacija na nivoju med 3,1% in 3,6% (najvišjo inflacijo napoveduje Banka Slovenije). Inflacijska pričakovanja so nekoliko višja, kot pa so bila vidna v UMAR Pomladanski napovedi 2026 (iz marca 2026) ter upoštevaje napovedi IMF WEO iz Aprila / Maja 2026, in sicer predvsem na račun višjih cen energentov in storitev, proti koncu leta 2026 pa se pričakuje tudi ponovna rast cen hrane.

  Za leto 2027 se pričakuje znižanje inflacije, in sicer na nivo med 2,3% in 2,7%, kar pa je ponovno višje od pričakovanj iz UMAR Pomladanske napovedi 2026 ter napovedi IMF WEO iz Aprila / Maja 2026 (na račun že prej omenjenih razlogov). Od leta 2028 dalje pa se po trenutnih napovedih pričakuje umiritev inflacije na nivo 2,0% - 2,2%.
- Tudi za **evrsko področje** se v letu 2026 pričakuje nekoliko povišana inflacija, in sicer na nivoju 2,8% do 3,1% ter nato postopno zniževanje, ki nivo 2% inflacije praviloma doseže v letu 2028.
- **Za napovedi gibanje inflacije veljajo podobna tveganja kot so izpostavljena tudi v okviru napovedi rasti BDP in so vezana predvsem na geopolitične negotovosti (zaostrene razmere na Bližnjem vzhodu, nadaljevanje vojne v Ukrajini ter vpliv na cene energentov in transportne poti).**

Makroekonomsko okolje

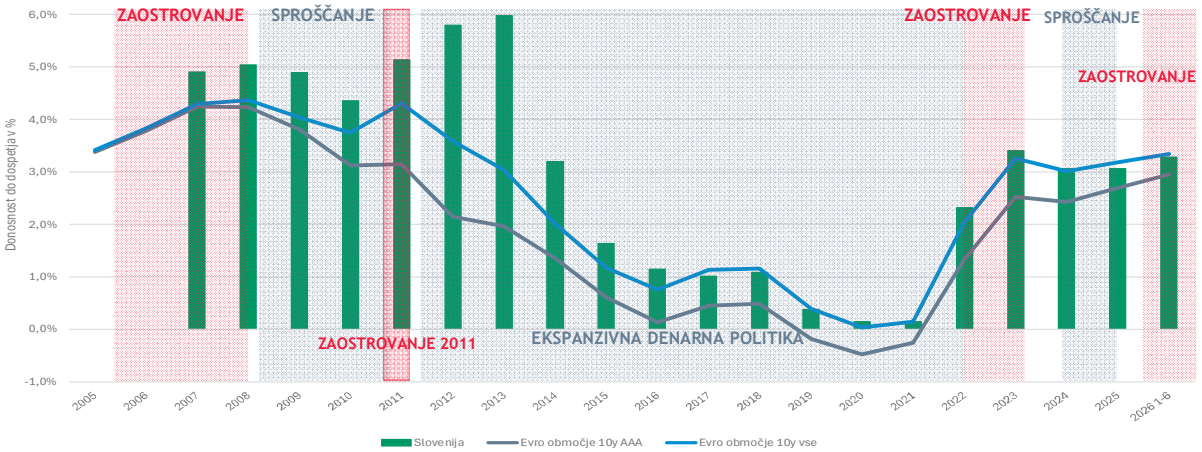
Analiza gibanja donosnosti dolgoročnih državnih obveznic

Pregled gibanja donosnosti 10-letnih državnih obveznic (Slovenija, Evro območje)

Na tem mestu je podan prikaz pogojev financiranja v Sloveniji in evro območju v obdobju od januarja 2005 do decembra 2025 (dodatno so prikazani tudi zadnji razpoložljivi podatki do junija 2026). Za prikaz uporabimo gibanje donosnosti 10-letne slovenske državne obveznice, 10-letne Euro obveznice (samo bonitetna ocena AAA) in 10-letne Euro obveznice (upoštevane vse države ne glede na rating). Gre za standardne referenčne kazalnike dolgoročnih tržnih obrestnih mer in stroškov državnega financiranja. Njihovo gibanje odraža spremembe denarne politike, inflacijskih in gospodarskih pričakovanj ter spremembe v zaznavi kreditnega in drugih relevantnih tveganj, hkrati pa omogoča primerjavo pogojev financiranja skozi različne faze gospodarskega cikla in različne režime denarne politike.

Spodnja tabela prikazuje povprečno letno donosnost do dospetja (pregledna primerjava med posameznimi leti ter različnimi makroekonomskimi obdobji). Pri tem izpostavljamo, da so podatki za 10-letne slovenske državne obveznice na voljo od maja 2007 dalje.

Gibanje povprečne letne donosnosti do dospetja za 10-letno državno obveznico Slovenije in 10-letne državne obveznice evrskega območja v obdobju 2005 - H1 2026 (v %)



Vir: www.investing.com, za Eurobond spletna stran ECB; mesečni donosi.
** Letna povprečja so izračunana kot povprečje mesečnih donosov do dospetja.*

- **Donosnosti dolgoročnih državnih obveznic so v analiziranem obdobju sledile spremembam gospodarskega cikla, inflacijskih pričakovanj, denarne politike (ECB oziroma nacionalnih bank) ter kreditnega tveganja držav.**

10-letna obveznica donos v %	Mediana 2005 - 2025
Evrsko območje (AAA)	2,2%
Slovenija	3,1%
Spread (SLO - Eurobond)	0,9%

** mediana se računa iz mesečnih podatkov*

- **10-letne obveznice AAA predstavljajo približek nizko tveganemu donosu oziroma podlago za netvegano stopnjo donosa (Rf) v izračunu stopnje reguliranega donosa RoR/WACC.**
- Razlika med obema serijama (10-letnimi slovenskimi in euro-obveznicami AAA) kaže premijo, ki jo trg zahteva za slovensko državo glede na najbolj kreditno kakovostne države evrskega območja.

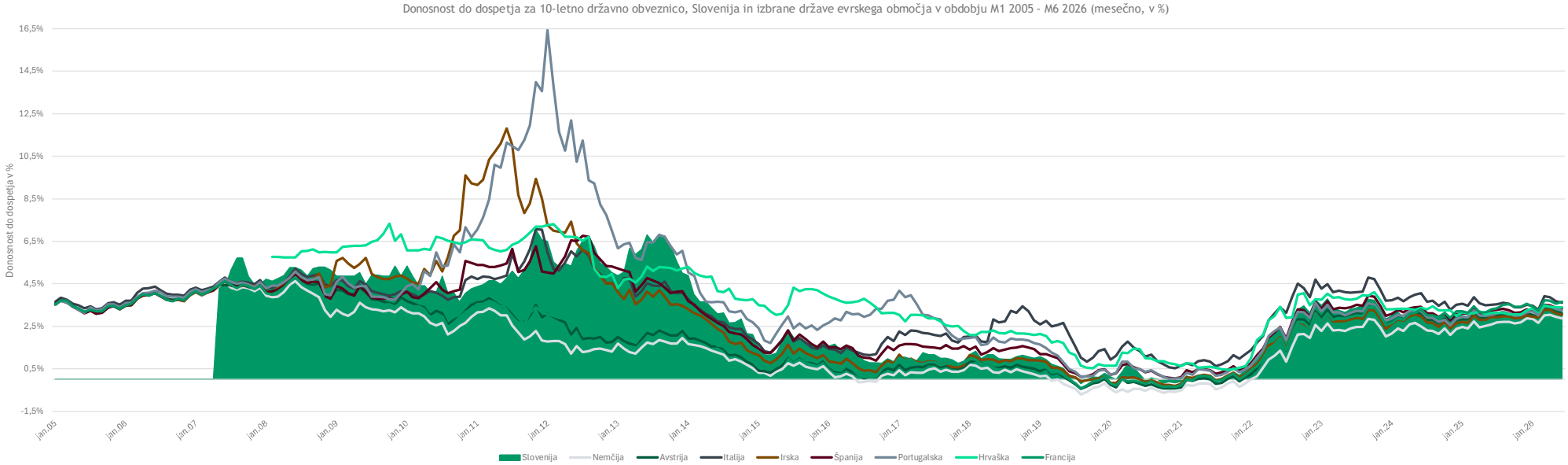
- **V Sloveniji** je bila donosnost 10-letnih državnih obveznic **v začetnem delu opazovanega obdobja** nekoliko **nad donosnostjo varnejših držav euroobmočja (AAA)**. Najizrazitejši porast je bil zabeležen v času evropske dolžniške krize, in sicer se je donosnost iz okvirno 4% - 5% v 2007 povečala do 7% v oktobru 2011, nato pa se je z umirjanjem finančnih trgov in izboljšanjem zaupanja postopoma znižala, vendar je skoraj do konca leta 2013 ostala na ravneh nad 5%-6%.
- V obdobju **ekspanzivne denarne politike ECB** in izvajanja programov nakupov vrednostnih papirjev je sledil izrazit padec donosnosti po letu 2014 (donosnost slovenskih obveznic se je iz okvirno 3,7% zmanjšala na nivo približno 1% do konca 2018). V **letih 2019-2021 so donosnosti najvarnejših držav euroobmočja postale tudi negativne**, zelo nizke oziroma negativne donosnosti so bile značilne tudi za slovenske obveznice v tem obdobju.
- **Preobrat** se je začel konec leta 2021 in se **pospešil v letu 2022**. Pospešena inflacija, energetski šok ter ruska invazija na Ukrajino so povečali pričakovanja glede zaostrovanja denarne politike, zaradi česar so se **dolgoročne donosnosti** hitro **povečale**. Donosnost 10-letnih evroobveznic AAA se je z negativnih ravni v letu 2021 povečala na 2,6% decembra leta 2022, donosnost slovenskih obveznic pa na 3,8% (december 2022). ECB je v letu 2022 začela hitro zviševati ključne obrestne mere, dolgoročne donosnosti pa so se povečale tudi zaradi višjih inflacijskih pričakovanj in višjih realnih obrestnih mer. Na podobnih nivojih so se donosnosti gibale do 2025 (za evrsko območje med okvirno 2% in 3%, slovenske obveznice pa med 3% in 3,8%. ECB ugotavlja, da je bilo povečanje dolgoročnih donosnosti v letu 2025 povezano z rastjo dolgoročnih realnih obrestnih mer. Pomemben dejavnik je bila tudi napoved povečanja obrambnih izdatkov v nekaterih državah euroobmočja, ki je povzročila skok donosnosti nemških in drugih evropskih državnih obveznic.
- V **prvi polovici 2026** so donosnosti ostale na razmeroma visokih ravneh. Donosnost 10-letnih euroobveznic AAA je znašala okvirno med 2,7% in 3,1%, donosnost slovenskih obveznic pa se je gibala med 3% in 3,5%. ECB je v letu 2026 izpostavila povečano negotovost zaradi geopolitičnih napetosti in energetske krize. V marcu in aprilu 2026 so zaradi višjih cen energije in pričakovanj glede inflacije donosnosti dolgoročnih državnih obveznic ponovno naraščale, nato pa se je del povečanja umiril.
- Po napovedih analitikov se tudi za prihodnje obdobje (do konca leta 2026 ter v 2027) lahko pričakuje **vztrajanje dolgoročnih obrestnih mer na višji ravni**. Na donosnosti dolgoročnih državnih obveznic bodo vplivali predvsem gibanje inflacije, denarna politika ECB, dolgoročne realne obrestne mere ter povečane potrebe držav po financiranju zaradi obrambnih in infrastrukturnih izdatkov. UMAR v Jesenski napovedi 2026 ocenjuje, da bi morebitna vztrajnejša inflacija lahko pomenila počasnejše zniževanje oziroma ponovno povečanje dolgoročnih donosnosti državnih obveznic.

Makroekonomsko okolje

Analiza gibanja donosnosti dolgoročnih državnih obveznic

Pregled gibanja donosnosti 10-letnih državnih obveznic (izbrane države)

Gibanje donosnosti do dospetja 10-letnih **državnih obveznic Slovenije in izbranih držav evrskega območja** je prikazano tudi na podlagi mesečnih podatkov. Upoštevan je enak nabor držav (ter dodatno še Hrvaška), kot je bil zajet v prejšnji študiji Univerze na Primorskem (podlaga za določitev stopnje reguliranega donosa, ki velja v regulativnem obdobju od 1.1.2022 dalje). Pri tem velja, da mesečni podatki o donosnosti državnih obveznic podajajo boljši uvid v hitrost in časovni potek sprememb (prikažejo prelomne točke, nenadne skoke donosnosti, odzive na odločitve centralnih bank, finančne ali geopolitične šoke ipd.).



Vir: www.investing.com, za Eurobond spletna stran ECB; mesečni donosi.

- V obdobju **pred svetovno finančno krizo** so bile donosnosti 10-letnih državnih obveznic večine držav euroobmočja razmeroma stabilne in praviloma v območju 3% – 5%, pri čemer so bile razlike med državami razmeroma majhne. Z izbruhom **svetovne finančne krize leta** 2008 in predvsem **evropske dolžniške krize** po 2010 pa do 2013 se je razpršenost donosnosti močno povečala. Donosnosti držav z večjim zaznanim fiskalnim in kreditnim tveganjem, zlasti Italije, Španije, Portugalske in Irske, so se izrazito povečale, medtem ko so se donosnosti varnejših držav, predvsem Nemčije, zniževale. Slovenija je v obdobju dolžniške krize dosegla bistveno višje donosnosti od referenčne donosnosti AAA euroobveznic.
- Pomemben preobrat je predstavljala napoved programa nakupov državnih obveznic (OMT) in drugih ukrepov s strani ECB leta 2012, ki je pomembno prispevala k umiritvi napetosti na trgih državnih obveznic in znižanju donosnosti držav z višjim zaznanim tveganjem. Posledično so se **donosnosti držav z višjim zaznanim kreditnim tveganjem**, vključno s Slovenijo, **začele zniževati**. Nadaljnje znižanje donosnosti po letu 2014 je bilo predvsem posledica ekspanzivne denarne politike ECB.
- V letih **2019 – 2021** so donosnosti najvarnejših držav euroobmočja dosegle negativne vrednosti, **nizke oziroma negativne donosnosti** pa so bile značilne tudi za Slovenijo in druge države z nižjim zaznanim kreditnim tveganjem.
- Po letu 2021 se je trend obrnil (okrevanje gospodarstev po pandemiji, motnje v dobavnih verigah, energetski šok in izrazito povečanje inflacije). ECB je od julija 2022 začela hitro zviševati ključne obrestne mere, kar je povzročilo izrazito povečanje dolgoročnih donosnosti. Do leta 2023 so se donosnosti vseh opazovanih držav približale bistveno višjim ravnem, pri čemer so razlike med državami ostale precej manjše kot v času evropske dolžniške krize. ECB ugotavlja, da so se v zadnjih letih razmiki med državnimi obveznicami v euroobmočju kljub posameznim nihanjem ohranili na relativno nizkih ravneh. Tudi v letu 2025 in prvi polovici 2026 so donosnosti državnih obveznic primerjanih držav ostale na relativno visokih ravneh. Na njihovo gibanje so poleg denarne politike vplivale predvsem višje dolgoročne realne obrestne mere, pričakovanja glede gospodarske rasti in inflacije ter povečane potrebe držav po financiranju (npr. načrti za povečanje obrambnih in infrastrukturnih izdatkov). Razmiki v donosnosti državnih obveznic izbranih držav so ostali nizki.

Makroekonomsko okolje

Analiza gibanja obrestnih mer za posojila

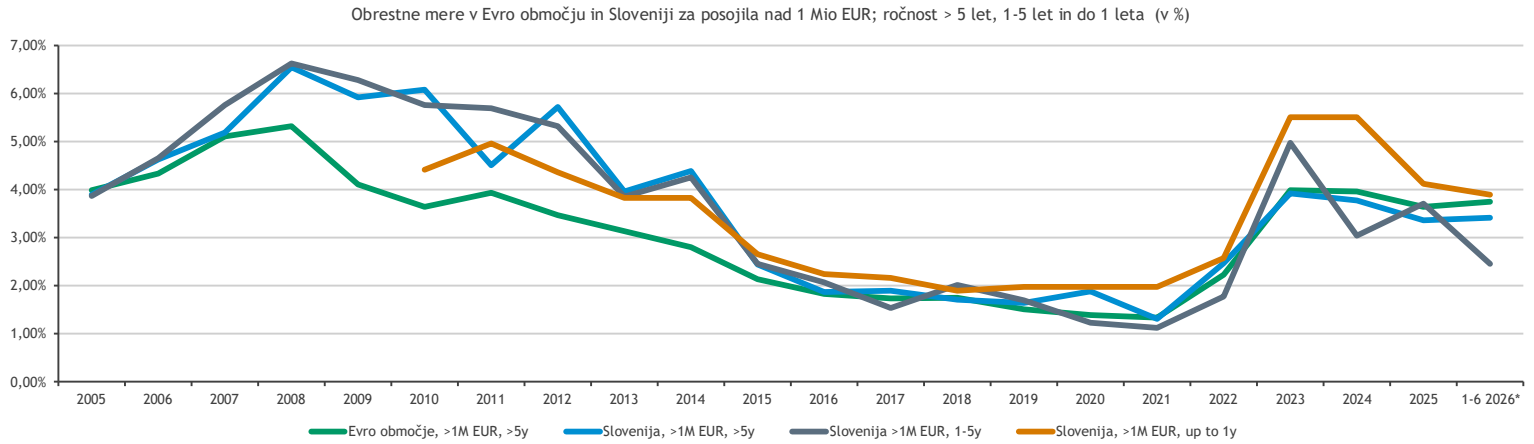
Pregled gibanja obrestnih mer v Sloveniji in Evro območju

Na tem mestu je podan pregled gibanja obrestnih mer za nova posojila nefinančnim družbam v Sloveniji in v evrskem območju v obdobju 2005 – 2025 (dodatno so prikazani tudi zadnji razpoložljivi podatki za H1 2026). Gre za pregled gibanja obrestnih mer za posojila nad 1 mio EUR in z ročnostjo nad 5 let. Analiza omogoča vpogled v dejanske pogoje bančnega financiranja podjetij ter v prenos sprememb denarne politike na stroške zadolževanja realnega sektorja. Primerjava Slovenije z evrskim območjem hkrati omogoča presojo, ali so se pogoji financiranja slovenskih podjetij skozi različne faze gospodarskega in monetarnega cikla gibali primerljivo in ali so obstajala pomembnejša odstopanja.

Fiksna obrestna mera v %	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1-6 2026*	Mediana 2005-2025
Evro območje, >1M EUR, >5y	3,98%	4,34%	5,10%	5,32%	4,11%	3,64%	3,93%	3,47%	3,13%	2,80%	2,14%	1,83%	1,74%	1,75%	1,51%	1,38%	1,33%	2,22%	3,99%	3,96%	3,64%	3,74%	3,47%
Slovenija, >1M EUR, >5y	**3,89%**	**4,63%**	**5,18%**	**6,54%**	**5,92%**	**6,08%**	**4,50%**	**5,72%**	**3,96%**	**4,39%**	**2,44%**	**1,87%**	**1,89%**	**1,71%**	**1,64%**	**1,88%**	**1,31%**	**2,47%**	**3,92%**	**3,78%**	**3,36%**	**3,41%**	**3,89%**
Slovenija >1M EUR, 1-5y	3,87%	4,66%	5,76%	6,62%	6,28%	5,76%	5,69%	5,32%	3,86%	4,25%	2,46%	2,07%	1,53%	2,02%	1,70%	1,23%	1,13%	1,78%	4,98%	3,04%	3,71%	2,45%	3,86%
Slovenija, >1M EUR, up to 1y						4,41%	4,96%	4,36%	3,83%	3,83%	2,65%	2,24%	2,16%	1,89%	1,97%	1,97%	1,97%	2,58%	5,51%	5,50%	4,12%	3,89%	3,24%

Vir: Baza ECB MFI interest rate statistics (podatki za Slovenijo soglašajo s podatki objavljenimi v Biltenih Banke Slovenije za analizirano obdobje).

** Podatki za obdobje 1-6 2026 se nanašajo na povprečje mesečnih podatkov 1-6 2026.*



- **Premija slovenskih podjetij se je proti koncu analiziranega obdobja izničila. Mediana obdobja 2005 - 2025, in sicer 3,89% proti 3,47% v evrskem območju, izvira večinoma iz obdobja bančne krize (2010: 6,08% proti 3,64%). Od leta 2023 se slovenska podjetja zadolžujejo v povprečju ceneje: v H1 2026 3,41% proti 3,74%.**
- **Mediana celotnega obdobja 2005 do 2025 malenkost precenjuje aktualni strošek dolga, ki velja v H1 2026 (3,89% proti 3,41% v H1 2026).**
- **Ročnostna struktura se je v 2023 in 2024 obrnila, in sicer so bila posojila do 1 leta dražja (nad 5%) od posojil nad 5 let (3,9%). Do H1 2026 se je situacija normalizirala.**

- **Obrestne mere za nova posojila podjetjem (nefinančnim družbam) so v obdobju 2005-2025 odražale gibanje ključnih in tržnih obrestnih mer, usmeritev denarne politike ter spremembe kreditnega tveganja, stroškov financiranja bank in bančnih marž.**
- Do okvirno leta 2008 so se obrestne mere za nova posojila podjetjem (ne glede na ročnost) povečevale, po letu 2008 pa je sledil daljši trend njihovega zniževanja, ki je trajal vse do obdobja 2020-2021. **K zniževanju so pomembno prispevali postopno sproščanje in pozneje izrazito ekspanzivna denarna politika ECB, zelo nizke oziroma negativne ključne obrestne mere ter ugodni pogoji financiranja.**
- Pri **posojilih nefinančnim družbam v Sloveniji nad 1 mio EUR** z začetno fiksno obrestno mero in **ročnostjo nad 5 let** se je obrestna mera povečala iz okvirno 3,9% v 2005 na 5,2% v letu 2007 in 6,5% v letu 2008. Nato pa je v obdobju do 2021 sledil trend zniževanje (iz okvirno 6% v 2010 na 1,3% v 2020). V letu 2022 se je trend obrnil zaradi močnega povečanja inflacije in hitrega zaostrovanja denarne politike ECB. Obrestna mera za obravnavano kategorijo posojil se je v Sloveniji povečala na približno 2,5% v letu 2022 in 3,9% v letu 2023 ter v letu 2024 ostala na podobno visoki ravni. V letu 2025 se je nekoliko znižala, kar je skladno s postopnim sproščanjem denarne politike ECB, ki se je začelo sredi leta 2024.
- Kot poroča UMAR (Pomladanska napoved 2026 in Jesenska napoved 2026), so se posojilni pogoji podjetjem v evrskem območju (po rezultatih ankete ECB, 2026b), v prvi polovici 2026, nekoliko zaostrili, v Sloveniji pa so ostali nespremenjeni. Rast kreditov podjetjem se je v evrskem območju letos nekoliko okrepila, a je bila s 4,1% še vedno razmeroma umirjena in za približno tretjino nižja od rasti kreditov podjetjem v Sloveniji (6,4%).

Makroekonomsko okolje

Povzetek ključnih ugotovitev makroekonomske analize

PARAMETER	MEDIANA 2005-2025	KLJUČNE UGOTOVITVE	NAPOVED 2026 IN 2027-2028
BDP realna rast, letno (%)	SI 2,70% EA 1,70% razlika +1,0 o.t. v korist SI	▶ **Slovenija je v analiziranem obdobju rasla v povprečju hitreje, a z večjimi amplitudami, kar pomeni tudi potencialno večja tveganja:** mediana 2,7% proti 1,7%; 2009 -7,6% proti -4,4%, 2021 +8,4% proti +6,4% ▶ **Majhno in odprto gospodarstvo:** višja občutljivost na zunanje šoke prek izvoza in evropskih proizvodnih verig	Napoved UMAR Jesenska 2026 **3,8 %** IMF 3,2%; BS, EC in OECD 1,9% **2027:** SI 2,2% - 2,5% ; EA 1,2% - 1,4% **2028:** SI 2,1% - 2,3%; EA 1,3% do 1,5%
Inflacija HICP, letno povprečje (%)	SI 2,0% EA 2,1% razlika -0,1 o.t.; nihajnost višja v SI	▶ **Dolgoročna raven primerljiva z evrskim območjem:** vrh 2022 pri 9,3% proti 8,4% (letna stopnja inflacije); v letih 2015 in 2016 negativna (-0,8% oz. -0,2%) ▶ **Pritiski so se preselili v storitve in plače:** od 2024 domači stroški, ne več energenti, držijo inflacijo nad evrskim povprečjem	Napoved Banka Slovenije (junij 2026) **3,6%** EK in IMF 3,5%, OECD 3,3%, UMAR Jesenska 2026 3,1% **2027:** SI 2,3% - 2,7% ; EA 2,3% - 2,8% **2028:** SI 2,0% - 2,2% ; EA 2,0% - 2,1%
Donosnost 10-letnih državnih obveznic letno povprečje (%)	SI 3,1% EA 2,2% razmik proti euroobveznicam AAA 0,9 o.t.	▶ **Premija Slovenije se je skoraj izničila:** z vrha 6,0% v 2013 na raven varnih držav; razmiki med državami ostajajo nizki ▶ **Obrat navzgor od 2022:** zaostrovanje ECB od julija 2022, junija 2026 dvig depozitne OM ECB na 2,25 % ter nadaljnji dvig depozitne OM ECB v septembru 2026, in sicer na 2,50%	Trenutni donosi do dospetja (Q3 2026) **SLO 3,5% - 4,0%** **Evro 2,9% - 3,4%** SLO = donosi do dospetja, SLO 10 letna obv. (Jun – Sept 2026) Evro = donosi do dospetja, 10 letna evro obv. (Jun – Sept 2026)
Obrestne mere za posojila nova posojila >1 mio EUR, ročnost >5 let (%)	SI 3,89% EA 3,47% razlika +0,4 o.t. v breme SI	▶ **Slovenska podjetja plačujejo premijo:** mediana 3,89% proti 3,47%; razlika odraža potencialno kreditno tveganje podjetij ▶ **Cikel sledi ECB z zamikom:** SI z 1,31% v 2021 na 3,92% v 2023, nato znižanje na 3,36% v 2025	Ocena 2026 **3,4%** ni objavljene napovedi za to serijo; SI 1-6 2026 dejansko 3,41%, tveganje navzgor po dvigu ECB jun. 2026 in september 2026 **Obseg kreditov podjetjem H1 2026:** SI +6,4%, EA +4,1%

Viri: Eurostat (BDP, HICP); ECB MFI Interest Rate Statistics in Banka Slovenije (obrestne mere za posojila); www.investing.com in Eurobond ECB (donosnosti obveznic); napovedi Banke Slovenije (jun. 2026), UMAR (mar. 2026 in sept. 2026), Napovedi Evropske komisije (maj 2026), IMF WEO (okt. 2026), OECD (jun. 2026) in ECB (jun. 2026). Povzetek informacij, ki so podrobneje predstavljene v ostalem delu teksta makroekonomske analize.

Teoretična izhodišča za izračun WACC

To poglavje se osredotoča na predstavitev formul, ki so bile uporabljene za izračun stroška lastniškega kapitala in WACC ter predstavitev posameznih parametrov, ki vstopajo v izračun WACC-a ter stroška lastniškega kapitala.

Ne podaja pa podrobne predstavitve teoretičnih in metodoloških izhodišč izračuna WACC. Izvajalec je mnenja, da so ta v zadostni meri predstavljena v predhodnih študijah izračuna stopnje reguliranega donosa, ki so javno dostopne na spletni strani AGEN.

Izračun WACC pred davki za potrebe določitve reguliranega donosa od 1. januarja 2028 dalje je predstavljen v naslednjem poglavju.

Teoretična izhodišča za izračun WACC	Stran
Definicija WACC pred davki	22
Predstavitev posameznih parametrov izračuna WACC pred davki	23



Teoretična izhodišča za izračun WACC

Definicija WACC pred davki

Uvod

- Teoretična izhodišča za izračun stroška lastniškega kapitala in tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC) so Naročniku poznana, saj je izračun tehtanega povprečnega stroška kapitala za regulativni obdobji do leta 2018 že temeljil na modelu CAPM kot podlagi za izračun stroška lastniškega kapitala. Prav tako je bil v teh študijah predstavljen tudi metodološki okvir za izračun stroška lastniškega kapitala ter WACC, zato teh informacij na tem mestu ne podvajamo.
- V nadaljevanju Izvajalec tako podaja zgolj predstavitev formul, ki so bile uporabljene za tokratni izračun stroška lastniškega kapitala po modelu CAPM in WACC ter predstavitev posameznih parametrov, ki vstopajo v izračun WACC-a ter stroška lastniškega kapitala, ne obravnava pa podrobneje teoretičnih in metodoloških izhodišč, saj meni, da so ta v zadostni meri predstavljena v predhodnih študijah.

Definicija WACC pred davki

- Ocena WACC-a v tem poročilu predstavlja enega izmed elementov določitve omrežnine (reguliran donos). Eden izmed poglavitnih namenov omrežnine je povrnitev upravičenih stroškov in zagotavljanje ustreznega donosa investitorjem. Glede na navedeno so podlage za določanje omrežnine običajno upravičeni stroški delovanja, povračilo investiranega kapitala in zagotavljanje primernega donosa na vložena sredstva. Znotraj navedenega okvirja je na ustrezen način potrebno investitorjem zagotoviti tudi primerno povračilo plačanih davkov, saj investitorji svoj donos realizirajo šele po plačilu davkov.
- WACC izračunan pred davki zagotavlja ustrezen denarni tok lastnikom podjetja, ki ga bodo ti dobili po tem, ko bo podjetje plačalo še davek na dobiček. Glede na to, da »vračilo davka« kot na primer dodaten strošek, ki bi se plačal lastnikom, ni predviden v nobenem od Aktov o metodologiji za določitev regulativnega okvira, je zato smotrno, da se za konkreten namen uporablja izračun WACC-a pred davki.
- Navedeno je skladno s smernicami AGEN, kakor tudi z izračuni WACC za tekoče in predhodna regulatorna obdobja.
- Kot izhaja iz Akta o metodologiji za določitev regulativnega okvira za elektrooperaterje (51. člen) in Akta o metodologiji za določitev regulativnega okvira operaterja sistema plina (31. člen), regulator (AGEN) določi tehtani povprečni strošek kapitala pred obdavčitvijo (TPSK) oziroma WACC pred davki. Za potrebe našega izračuna smo uporabili vsebinsko nespremenjeno formulo za WACC pred davki (kot v obeh aktih), razlika je le v oznakah posameznih parametrov.

WACC pred davki

$$WACC_{\text{pred davki}} = W_d \times K_d + (W_e \times K_e) / (1 - T)$$

K_d = strošek dolžniškega kapitala
K_e = strošek lastniškega kapitala
W_e in W_d = uteži: E/(E+D) oz. D/(E+D)
T = davčna stopnja

- Formula je znana tudi kot t.i. »pre-tax WACC«
- Regulator (AGEN) pri določanju stroškov kapitala izhaja iz dolgoročne perspektive, kar pomeni, da upošteva dolgoročne oziroma ravnovesne vrednosti spremenljivk, ki vstopajo v model, ter zanemari kratkoročne odmike od teh vrednosti, ki nastajajo zaradi trenutnih vplivov gospodarske in finančne krize ali drugih kratkoročnih dejavnikov.
- Prav tako regulator pri določanju stroškov kapitala izhaja iz ekonomskih ciljev regulacije, to je zagotavljanje dolgoročno zanesljive in stabilne oskrbe oziroma nemotenega delovanja infrastrukturnih omrežij.
- Izračun stroškov kapitala temelji na uporabi (i) nominalnih donosnosti; (ii) stroška kapitala pred davki (s konsistentnim izračunom mere sistematičnega tveganja glede na davčni učinek); (iii) ustrezne davčne stopnje. Pri tem se v izračunu upošteva davčno stopnjo ter ciljno razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom na podlagi podatka regulatorja.
- Ocena stroška dolžniškega kapitala je opravljena ob upoštevanju dolgoročnih ravnotežnih obrestnih mer.

- V nadaljevanju predstavljamo posamezne parametre, ki vstopajo v naveden izračun, pri čemer je izračun postopkovno praviloma razdeljen na 3 korake, in sicer Korak 1, ki predstavlja izračun / oceno stroška lastniškega kapitala (Ke), na Korak 2, ki predstavlja oceno ostalih parametrov, ki vstopajo v izračun WACC, ter na Korak 3, kjer se nato izvede sam izračun WACC-a pred davki.

Teoretična izhodišča za izračun WACC

Predstavitev posameznih parametrov izračuna WACC pred davki

Korak 1: Izračun stroška lastniškega kapitala z uporabo modela CAPM

- Preden pristopimo k izračunu WACC, praviloma **v prvem koraku ločeno pripravimo izračun stroška lastniškega kapitala (Ke)**, in sicer **z uporabo modela CAPM** oziroma upoštevaje spodnjo formulo.

Strošek lastniškega kapitala, ocenjen z uporabo CAPM modela, kjer je:

$$K_e = R_f + (\beta_L \times ERP) + CRP$$

K_e = ocenjen strošek lastniškega kapitala
R_f = netvegana mera donosa
β_L = beta z zadolženostjo (beta levered)
ERP oz. (Rt - Rf) = pribitek za kapitalsko tveganje
CRP =pribitek za deželno tveganje

Pri tem so teoretične osnove za parametre, ki vstopajo v izračun stroška lastniškega kapitala (upoštevaje model CAPM), predstavljene v nadaljevanju:

- **Netvegana mera donosa**

  Netvegana mera donosa temelji na meri donosa dolgoročnih državnih obveznic z najvišjo boniteto (AAA), katere sestavni deli so obrestna mera zaradi odloga porabe denarja, premija zaradi pričakovane inflacije in premija za časovni horizont (ki načeloma predstavlja razliko med donosom dolgoročnega in kratkoročnega državnega vrednostnega papirja). Tovrstne obveznice praviloma naj ne bi vsebovale premije zaradi tveganja neizpolnitve, obenem pa naj bi bile visoko unovčljive.

  Dolgoročne državne obveznice se uporabljajo zato, da se čim bolj približamo časovnemu obdobju, v katerem investitor drži / investira svoje kapitalske naložbe. Podlaga za določitev netvegane mere donosa je praviloma donos ob dospetju (YTM) izbrane dolgoročne državne obveznice.

- **Pribitek za kapitalsko za tveganje**

  Izraz (Rt - Rf) pomeni pribitek za kapitalsko tveganje, ki ga zahtevajo investitorji za vlaganje v lastniški kapital. Pribitek za kapitalsko tveganje se sprotno določa na organiziranem trgu lastniških vrednostnih papirjev, in sicer kot razlika med mero donosa določene standardne košarice navadnih delnic (npr. S&P 500 ali STOXX600, ipd.) in primerno / pripadajočo netvegano mero donosa.

  Pribitek za kapitalsko tveganje ni nespremenljiva kategorija, ampak se v času spreminja - v obdobju gospodarskega vzpona je pribitek praviloma nižji, v času recesije pa praviloma višji od dolgoročnega povprečja. Zato se je pričelo uveljavljati razlikovanje med dolgoročnim (nepogojnim ali historičnim) in kratkoročnim (pogojnim, implicitnim) pribitkom za kapitalsko tveganje.

- **Koeficient beta (β)**

  Mera sistematičnega tveganja v modelu CAPM je koeficient beta, ki izraža občutljivost donosnosti lastniškega kapitala posameznega podjetja na spremembe donosnosti celotnega delniškega trga. Izračuna se kot količnik kovariance med donosnostjo lastniškega kapitala posameznega podjetja in donosnostjo tržnega portfelja (delniškega trga) ter variance donosnosti tržnega portfelja (delniškega trga).

- **Koeficient beta (β) - nadaljevanje**

  Koeficient beta praviloma pridobimo iz različnih podatkovnih baz kot so na primer Capital IQ, Bloomberg, ipd. Izhajamo iz koeficienta beta brez zadolženosti (unlevered beta - β_U), ki ga nato s pomočjo Hamada formule (razkrita v nadaljevanju) prilagodimo za finančni vzvod ter davčno stopnjo, ki velja za naše konkretno podjetje, sredstvo ali skupino podjetij. Na ta način dobimo beto z dolgom (levered beta - β_L), ki jo uporabimo pri izračunu stroška lastniškega kapitala po modelu CAPM.

- **Pribitek za deželno tveganje**

  Deželno tveganje odraža predvsem (vendar ne izključno) tveganje neizpolnitve v primeru državnih vrednostnih papirjev izdajateljev z nižjo boniteto. Kot indikator deželnega tveganja je med drugim možno uporabiti razliko med donosnostjo obveznic izdajatelja z nižjo boniteto in donosnostjo izdajatelja z najvišjo boniteto (AAA), ali pa se navedene informacije lahko pridobijo iz podatkovnih baz, ki spremljajo pribitke za deželna tveganja (ena od takšnih je tudi podatkovna baza Damodaran).

Korak 2: Ocena ostalih parametrov, ki vstopajo v izračun WACC

Po tem, ko v 1. koraku izračunamo strošek lastniškega kapitala, se lotimo še pridobivanja informacij oziroma ocene v nadaljevanju navedenih parametrov, ki vstopajo v izračun WACC (upoštevaje formulo, ki je predstavljena na prejšnji strani tega poročila). Pri tem izpostavljamo, da parameter davčne stopnje vstopa tudi v izračun faktorja beta (upoštevaje Hamada formulo).

- **Strošek dolga**

  Strošek dolga odraža pričakovani strošek dolga, ki ga bodo glede na bonitetno oceno posameznega podjetja/sredstva na trgu zahtevali investitorji dolžniškega kapitala.

- **Ciljno razmerje dolg/kapital**

  Razmerje med obrestovanim dolgom in lastniškim kapitalom predstavlja t.i. finančni vzvod, ki vstopa tako v izračun lastniškega kapitala preko modela CAPM, kakor tudi v izračun WACC. Ciljno razmerje finančnega vzvoda se lahko oceni bodisi na podlagi podatkov, ki veljajo za posamezno dejavnost bodisi na podlagi podatkov, ki veljajo za skupino primerljivih podjetij.

- **Davčna stopnja**

  Davčna stopnja se upošteva pri prilagoditvi faktorja beta za finančni vzvod in pri izračunu tehtanega povprečnega stroška kapitala (WACC). V skladu s teorijo vrednotenja je pri izračunu WACC relevantna mejna davčna stopnja, ki odraža davčno korist dodatnih odhodkov za obresti, pri čemer se kot njen približek praviloma uporablja zakonsko določena stopnja davka od dohodkov pravnih oseb. Možna bi bila tudi uporaba efektivne davčne stopnje, pri čemer pa zgodovinska efektivna davčna stopnja večinoma odraža povprečno davčno obremenitev družb v preteklosti, na katero lahko vplivajo različne davčne prilagoditve in olajšave, za katere ni nujno, da so daljše-ročno ponovljive.

Korak 3: Izračun WACC pred davki

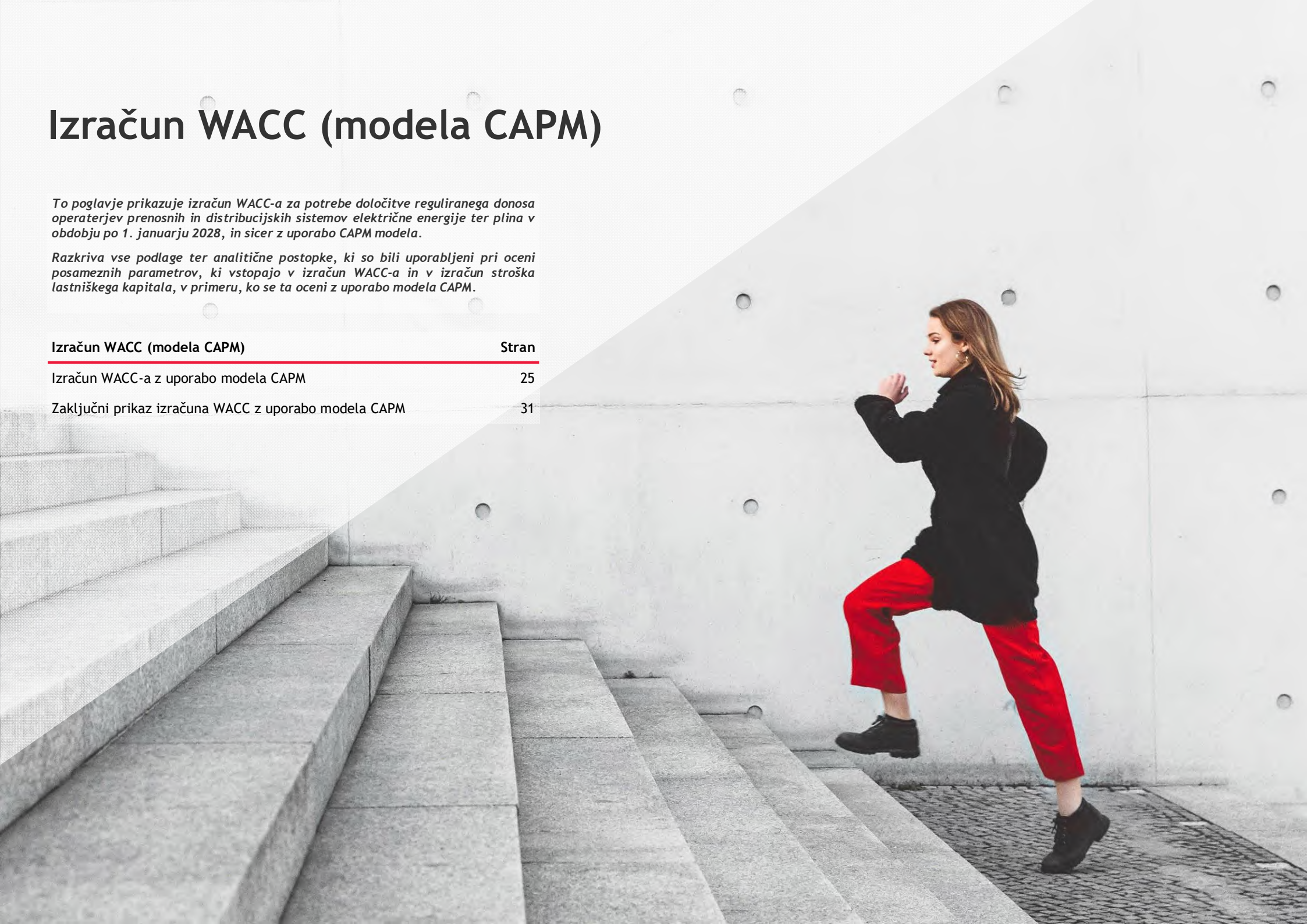
- V zadnjem koraku na podlagi informacij iz Koraka 1 (izračun Ke) ter informacij iz Koraka 2 (ocena / pridobitev dodatnih parametrov WACC) izvedemo še končni izračun WACC pred davki. Ta je prikazan v naslednjem poglavju.

Izračun WACC (modela CAPM)

To poglavje prikazuje izračun WACC-a za potrebe določitve reguliranega donosa operaterjev prenosnih in distribucijskih sistemov električne energije ter plina v obdobju po 1. januarju 2028, in sicer z uporabo CAPM modela.

Razkriva vse podlage ter analitične postopke, ki so bili uporabljeni pri oceni posameznih parametrov, ki vstopajo v izračun WACC-a in v izračun stroška lastniškega kapitala, v primeru, ko se ta oceni z uporabo modela CAPM.

Izračun WACC (modela CAPM)	Stran
Izračun WACC-a z uporabo modela CAPM	25
Zaključni prikaz izračuna WACC z uporabo modela CAPM	31



Izračun WACC (model CAPM)

Izračun WACC-a z uporabo modela CAPM

Izračuni in viri podatkov

- Upoštevaje ugotovitve makroekonomske analize in analize ostalih pomembnejših dejavnikov, predstavljenih v okviru teoretičnih izhodišč za izračun **nominalnega WACC pred davki** v prejšnji točki ter upoštevaje ključna izhodišča predstavljena v Uvodu, v nadaljevanju predstavljamo **vire podatkov** in **izračune stroškov lastniškega kapitala**, **stroška dolga** ter **tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC)**, ki bo veljal za operaterje električne energije in za operaterje plina (t.i. "skupni WACC") za regulatorno obdobje od 1. januarja 2028 dalje.
- **Pri izračunih, predstavljenih v nadaljevanju, smo upoštevali spodaj predstavljene vhodne podatke**.

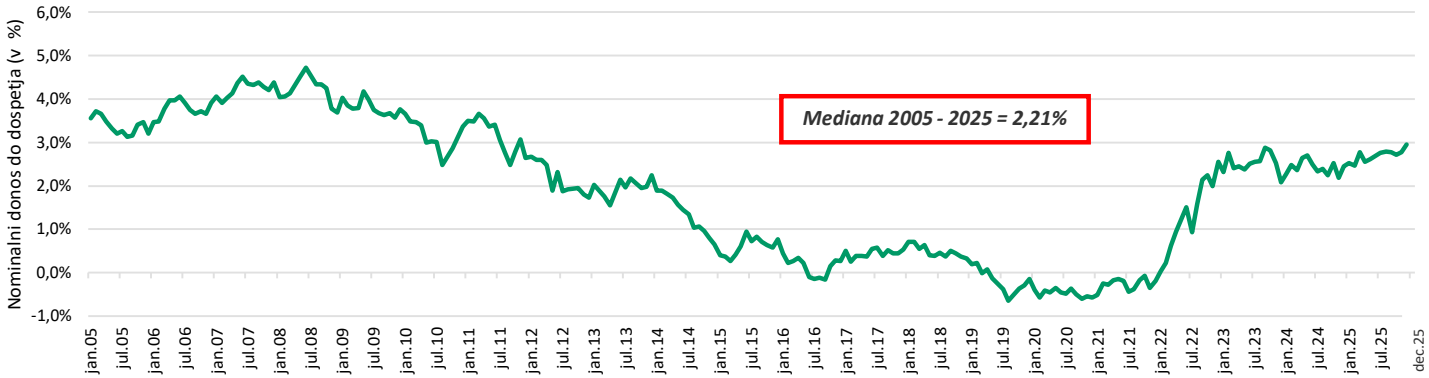
Strošek lastniškega kapitala

- V nadaljevanju so prikazani viri podatkov in izračuni posameznih vhodnih parametrov, ki vstopajo v izračun stroška lastniškega kapitala (po modelu CAPM).

Rf - Nominalna netvegana mera donosa = 2,21%

- Netvegano mero donosa smo temeljili na **nominalnem donosu do dospetja 10-letnih državnih obveznic evrskega območja z najvišjo bonitetno oceno AAA**. Podatke smo pridobili iz baze Evropske centralne banke (ECB Data Portal, Euro Area Yield Curves, AAA yield curve - 10y spot rate; letne stopnje donosa v % - mesečna opazovanja). Navedene obveznice predstavljajo približek nizko tveganemu donosu. Gre za najkakovostnejši segment državnega dolga v evrskem območju in zato zagotavljajo ustrezno tržno izhodišče za oceno donosa naložbe z minimalnim kreditnim tveganjem. Hkrati je izbira 10-letne ročnosti skladna z daljše-ročnim horizontom ocenjevanja stroška kapitala. Uporaba skupne krivulje AAA za evrsko območje zmanjšuje vpliv specifičnega kreditnega tveganja posamezne države.
- Uporabili smo **mediano mesečnih opazovanj v obdobju 2005 - 2025**. Odločitev glede izbrane dolžine obdobja, v katerem smo analizirali vhodne parametre Ke in WACC, smo utemeljili v okviru makroekonomske analize in je na tem mestu ne podvajamo, velja pa za vse v nadaljevanju prikazane in analizirane vhode parametre Ke ter WACC (opazovanje / analiziranje vhodnih podatkov v daljšem obdobju, ki vključuje makroekonomske krize in ekspanzije ter različne denarne politike z namenom izločitve izrednih / trenutnih vplivov in ocene t.i. normaliziranih nivojev).
- Spodaj prikazujemo graf gibanja nominalnega donosa do dospetja 10-letnih euro obveznic (10y Eurobond AAA) v obdobju 2005 – 2025 **(tabela z razkritimi podatki na podlagi mesečnih opazovanj za celotno obdobje 2005 - 2025 je zaradi obsežnosti podatkov prikazana v Prilogi 1 tega poročila)**:

Gibanje donosnosti do dospetja za 10-letne državne obveznice evrskega območja v obdobju 2005 - 2025 (mesečno, v %)



Vir: ECB Data Portal, Euro Area Yield Curves, AAA yield curve - 10y spot rate (modelno ocenjena obrestna mera za desetletno dospelost); po mesecih (letne stopnje donosa v %; mesečna opazovanja)

- **Netvegana mera donosa (R_f), upoštevana v izračunu WACC, temelji na mediani mesečnih opazovanj nominalnega donosa do dospetja (YTM) 10-letnih državnih obveznic evrskega območja z najvišjo bonitetno oceno AAA v obdobju 2005 - 2025.**
- **Upoštevaje zgoraj navedeno naša ocena R_f znaša 2,21%.**
- ***Uporaba 10-letne ročnosti zagotavlja skladnost s pristopom, pri katerem se netvegana stopnja donosa določa na podlagi dolgoročnih tržnih obrestnih mer, medtem ko mediana mesečnih opazovanj omogoča zmanjšanje vpliva posameznih ekstremnih vrednosti v opazovanem obdobju.***

Izračun WACC (model CAPM)

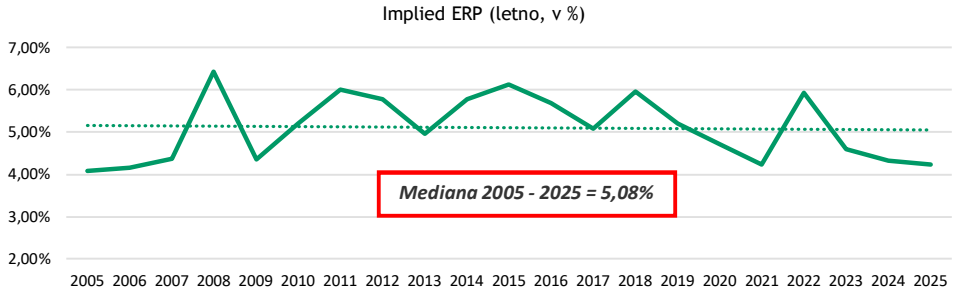
Izračun WACC-a z uporabo modela CAPM

Strošek lastniškega kapitala - nadaljevanje

ERP - Pribitek za kapitalsko tveganje = 5,08%

- Pribitek za kapitalsko tveganje se sprotno določa na organiziranem trgu lastniških vrednostnih papirjev, in sicer kot razlika med mero donosa trga, to je določene standardne košarice navadnih delnic (npr. svetovno prepoznanega indeksa S&P 500) in netvegano mero donosa: (**Rt - Rf**), pri čemer je Rt mera donosa lastniškega kapitala trga, Rf pa netvegana mera donosa.
- Pribitek ni nespremenljiva kategorija, ampak se v času spreminja - v obdobju gospodarskega vzpona je pribitek nižji, v času recesije pa višji od dolgoročnega povprečja. Ocenjevati ga je mogoče na podlagi realiziranih podatkov (pogled za nazaj oziroma ex-post ali historični pristop) ali pa na podlagi napovedi (ex-ante pristop oziroma ocena implicitnega pribitka za kapitalsko tveganje ("implied ERP")). Gre za naprej usmerjen (forward-looking) kazalnik, ki prikazuje, kolikšen dodatni donos vlagatelji v opazovanem trenutku pričakujejo v primerjavi z varnimi, državnimi obveznicami (t.i. netveganim donosom).
- Pribitek za kapitalsko tveganje smo temeljili na analizi gibanja **premije za tržno tveganje (ERP - Equity risk premia)**, ki jo razkriva podatkovna baza A. Damodaran (gre za t.i. "implied ERP"), in sicer smo analizirali gibanje premije za tržno tveganje v obdobju 2005 do 2025. Podatki so razkriti v spodnji tabeli, gibanje v analiziranem obdobju pa je razvidno iz grafa.

Leto v %	ERP
2005	4,08%
2006	4,16%
2007	4,37%
2008	6,43%
2009	4,36%
2010	5,20%
2011	6,01%
2012	5,78%
2013	4,96%
2014	5,78%
2015	6,12%
2016	5,69%
2017	5,08%
2018	5,96%
2019	5,20%
2020	4,72%
2021	4,24%
2022	5,94%
2023	4,60%
2024	4,33%
2025	4,23%
Mediana 2005-2025	**5,08%**



- **Pribitek za kapitalsko tveganje (ERP), upoštevan v izračunu WACC (oziroma strošku lastniškega kapitala Ke na podlagi modela CAPM), temelji na mediani letnih premij za tržno tveganje v obdobju 2005 - 2025. Podatke, ki so se nanašali na letne premije za tržno tveganje smo uporabili zato, ker so bili na voljo za celotno obdobje 2005 do 2025**.**
- **ERP = 5,08%**

** Skladno z dogovorom z Naročnikom so vhodni podatki razkriti na dve decimalni mesti.*

- Implied ERP je v obdobju 2005-2025 ciklično nihal, kar je povezano predvsem s spremembami v zaznanem tveganju, volatilnosti kapitalskih trgov, pričakovanjih glede gospodarske rasti ter ravni obrestnih mer in vrednotenja delnic (ERP je rezultat tržnega vrednotenja).
- Po razmeroma nizkih vrednostih v letih 2005-2007 je ERP zaradi globalne finančne krize izrazito narasel in leta 2008 dosegel 6,43%. Povišana premija se je ohranila tudi v obdobju evropske dolžniške krize, zlasti v letih 2011-2012. V obdobju 2013-2019 se je ERP večinoma umirjal, vendar je ponovno naraščal ob posameznih tržnih pretresih. V letu 2020 je pandemija COVID-19 povzročila izrazit kratkoročni porast tržne negotovosti in volatilnosti, v letu 2022 pa je ERP ponovno dosegel 5,94% zaradi visoke inflacije, zaostrovanja denarne politike ter geopolitičnih in energetskih šokov. V letih 2023-2025 se je ERP ponovno znižal in leta 2025 znašal 4,23%. Tržna negotovost glede inflacije in gospodarskega okolja se je postopoma zmanjšala, vrednotenja delnic pa so se ponovno povečala.
- Analiza podatkov za obdobje 2005 - 2025 ter grafični prikaz gibanja ERP kažeta, da se trendna črta v obravnavanem obdobju oblikuje na nivoju okvirno 5%. Ocenjena raven je skladna z razponom, ki ga navajata Pratt in Grabowski (ERP naj bi se v splošnem na razvitih trgih gibala med 3,5% in 6,0%)*, ter predstavlja ustrezno izhodišče za določitev premije za kapitalsko tveganje v danem primeru.

Vir: Damodaran, Implied ERP (Annual) from 1960 to Current (US market implied ERP based on S&P 500).
***Na tem mestu izpostavljamo, da podatkovna baza Damodaran razkriva tudi podatke o mesečnih premijah za tržno tveganje, ki pa so bili na voljo samo od 1.9.2008 dalje. Potrdimo lahko, da mesečni podatki za časovno vrsto od 1.9.2008 dalje do 31.12.2025 (trailing 12m izračun) podpira zgoraj predstavljene ugotovitve, ki temeljijo na mediani letnih premij za tržno tveganje (obdobje 2005 - 2025).*

**Pratt, S. P., Grabowski, R. J., & Brealey, R. A. (2010 & 2014). Cost of Capital: Applications and Examples (5th ed.). John Wiley & Sons.*

Izračun WACC (model CAPM)

Izračun WACC-a z uporabo modela CAPM

Strošek lastniškega kapitala - nadaljevanje

CRP - Pribitek za deželno tveganje = 1,57%

- Ker smo pri netvegani meri donosa izhajali iz mere donosa, ki velja za državne obveznice z najvišjo bonitetno oceno (AAA rating), smo pri določitvi stroška kapitala dodatno upoštevali **pribitek za deželno tveganje Slovenije**. Slovenija namreč v analiziranem preteklem obdobju ni dosegala najvišje bonitetne ocene AAA. Po oceni bonitetne agencije S&P je bila Sloveniji dodeljena nižja bonitetna ocena, to je AA (zadnja ocena na dan 27.2.2026).
- Pribitek za deželno tveganje (Country Risk Premium - CRP) je bil določen na podlagi podatkovne baze A. Damodarana, pri čemer je bila analiza narejena za obdobje 2005–2025.

Pribitek za deželno tveganje	CRP Slovenija	Podatek za leto
A. Damodaran 1/2006	0,90	2005
A. Damodaran 1/2007	0,75	2006
A. Damodaran 1/2008	0,75	2007
A. Damodaran 1/2009	1,50	2008
A. Damodaran 1/2010	0,90	2009
A. Damodaran 1/2011	0,75	2010
A. Damodaran 1/2012	1,28	2011
A. Damodaran 1/2013	2,63	2012
A. Damodaran 1/2014	3,75	2013
A. Damodaran 1/2015	3,75	2014
A. Damodaran 1/2016	3,40	2015
A. Damodaran 1/2017	3,13	2016
A. Damodaran 1/2018	1,84	2017
A. Damodaran 1/2019	2,22	2018
A. Damodaran 1/2020	1,57	2019
A. Damodaran 1/2021	1,16	2020
A. Damodaran 1/2022	1,19	2021
A. Damodaran 1/2023	2,07	2022
A. Damodaran 1/2024	1,75	2023
A. Damodaran 1/2025	1,60	2024
A. Damodaran 1/2026	1,55	2025
Mediana 2005 - 2025	**1,57**	

- **Pribitek za deželno tveganje (CRP), upoštevan v izračunu WACC (oziroma strošku lastniškega kapitala Ke na podlagi modela CAPM), temelji na mediani letnih ocen CRP za Slovenijo v obdobju 2005 - 2025.**
- **CRP = 1,57%**

Dodatna informacija:

- *V okviru analize makroekonomskega okolja v poglavju 2 tega poročila so razkriti podatki o donosih dolgoročnih državnih obveznic. Pri tem smo primerjali donosnost do dospetja 10-letne slovenske državne obveznice z donosnostjo 10-letnih državnih obveznic oziroma euroobveznic z najvišjo bonitetno oceno (AAA) v evrskem območju za obdobje 2005-2025 (podatki za 10-letne slovenske obveznice so na voljo od maja 2007 naprej).*
- *Razlika med obema donosoma predstavlja približek tržnega pribitka za tveganje, povezanega z vlaganjem v slovenske državne obveznice v primerjavi z dolžniškimi instrumenti najvišje kreditne kakovosti v evrskem območju. Mediana teh razlik v analiziranem obdobju znaša okvirno 0,9%.*
- *Razlika med oceno CRP na podlagi podatkovne baze Damodaran (1,57%) in mediano razmika v donosnosti 10-letnih slovenskih in AAA obveznic (0,9%) izhaja predvsem iz različnega koncepta obeh mer. Razmik donosnosti odraža premijo za tveganje slovenskega državnega dolga, medtem ko CRP v Damodaran bazi predstavlja premijo za deželno tveganje lastniškega kapitala. Pri slednjem se pribitek za državno kreditno tveganje dodatno prilagodi glede na relativno volatilnost delniškega trga, zaradi česar je CRP praviloma višji od samega razmika v donosnosti državnih obveznic.*

Vir: Damodaran, Country risk premium (https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html)

Izračun WACC (model CAPM)

Izračun WACC-a z uporabo modela CAPM

Strošek lastniškega kapitala - nadaljevanje

Faktor beta - beta brez zadolženosti β_U = 0,41

- Ker je bil za oceno stroška kapitala (Ke) uporabljen model CAPM, navedeno pomeni, da smo Faktor beta ocenili na vzorcu izbranih in primerljivih kotirajočih podjetij, ki opravljajo dejavnosti prenosa oziroma distribucije električne energije in/ali plina (uporabljena je bila podatkovna baza Capital IQ).
- Pri tem izpostavljamo, da na kapitalskih trgih praviloma ni mogoče identificirati družb, ki bi bile z vidika vseh relevantnih značilnosti povsem primerljive z reguliranimi operaterji, na katere se nanaša predmetni izračun WACC-a. Posamezne primerljive družbe se lahko med drugim razlikujejo glede na geografsko prisotnost, regulativni okvir, strukturo dejavnosti, delež reguliranih in nereguliranih dejavnosti, velikost, kapitalsko strukturo ter stopnjo finančnega vzvoda. Izbor primerljivih družb zato temelji na strokovni presoji Izvajalca in na vnaprej opredeljenih kriterijih primerljivosti. Posledično tako oblikovan vzorec predstavlja približek primerljivega **sistemskega tveganja regulirane dejavnosti** in ne popolnega ekvivalenta posameznemu reguliranemu operaterju.
- Predpostavka glede izračunavanja enega WACC-a (velja tako za operaterje električne energije kakor tudi za operaterje plina) se je upoštevala tudi pri oceni faktorja beta. To pomeni, da smo kriterij za iskanje primerljivih kotirajočih družb opredelil na način, da smo zajeli tako operaterje, ki delujejo na področju električne energije, kakor tudi operaterje plina oziroma kotirajoče družbe, ki so po možnosti izvajale obe dejavnosti.
- Osnovo za nabor podjetij v vzorcu je predstavljala lastna poizvedba o operaterjih elektrodistribucijskih sistemov in plina. Glavni vir podatkov je predstavljalo CEER poročilo 2025 (zajema operaterje prenosnih in distribucijskih sistemov za elektriko in plin, ki so predmet regulacije), baza ENTSO-E (uradni seznam evropskih elektroenergetskih TSO), European Commission JRC Distribution System Operators Observatory (distribucijski operaterji elektroenergetskih omrežij v Evropi), Ofgem (za VB), Gas Infrastructure Europe/Gas Transmission Europe (evropski TSO za plin). Osnovni nabor je tako obsegal družbe, ki se ukvarjajo s prenosom in/ali distribucijo elektrike in/ali plina (osredotočili smo se na regulirano dejavnost), nekatere pa opravljajo tudi širši nabor dejavnosti (npr. proizvodnja energije). V naslednjem koraku smo poizvedbo omejili na kotirajoča podjetja/operaterje, s sedežem v Evropi, dodatno pa smo upoštevali tudi tiste operaterje, ki sicer ne kotirajo, vendar kotira njihova matična družba. Dodatno smo iz nabora izločili družbe, ki niso izkazovale podatkov za beto in tiste, ki so izkazovale negativno oziroma beto okrog nič.
- Končni nabor podjetij, ki je bil uporabljen v našem poročilu, vključuje 11 kotirajočih podjetij in je razkrit v spodnji preglednici.

Podlaga za analizo faktorja beta							
Št.	Kotirajoča družba	Država	Dejavnost	Kotacija	Borza kotacije	Operator	Kratek opis dejavnosti
1	Elia Group SA/NV	Belgija	Electric Utilities	ELI	ENXTBR	E TSO	Družba Elia Group SA/NV upravlja elektroenergetsko prenosno omrežje ter deluje kot operater prenosnega sistema v Belgiji in Nemčiji.
2	Enel SpA	Italija	Electric Utilities	ENEL	BIT	E DSO + G DSO + other	Družba Enel SpA deluje kot integrirano podjetje, operater v elektroenergetski in plinski dejavnosti.
3	Italgas S.p.A.	Italija	Gas Utilities	IG	BIT	G DSO + other	Družba Italgas S.p.A. se ukvarja z distribucijo zemeljskega plina v Italiji, Grčiji in drugih državah Evropske unije.
4	Terna S.p.A.	Italija	Electric Utilities	TRN	BIT	E TSO	Družba Terna S.p.A. zagotavlja storitve prenosa električne energije in vodenja elektroenergetskega sistema v Italiji, drugih državah evroobmočja in na mednarodnih trgih.
5	Snam S.p.A.	Italija	Gas Utilities	SRG	BIT	G TSO	Družba Snam S.p.A. upravlja infrastrukturo za prenos zemeljskega plina, zemeljski plin pa tudi skladišči.
6	Litgrid AB	Litva	Electric Utilities	LGD1L	NSEL	E TSO	Družba Litgrid AB zagotavlja storitve prenosa električne energije in povezane storitve v Litvi ter na mednarodnih trgih.
7	CNTEE Transelectrica SA	Romunija	Electric Utilities	TEL	BVB	E TSO	Družba CNTEE Transelectrica SA deluje kot operater prenosnega omrežja in sistemski operater nacionalnega elektroenergetskega sistema.
8	S.N.T.G.N. Transgaz S.A.	Romunija	Gas Utilities	TGN	BVB	G TSO	Družba S.N.T.G.N. Transgaz S.A. upravlja prenosna omrežja zemeljskega plina v Romuniji in Republiki Moldaviji.
9	Iberdrola, S.A.	Španija	Electric Utilities	IBE	BME	E DSO + other	Družba Iberdrola, S.A. se ukvarja s proizvodnjo, prenosom, distribucijo in dobavo električne energije v Španiji in po svetu.
10	Enagás, S.A.	Španija	Gas Utilities	ENG	BME	G TSO	Družba Enagás, S.A. se ukvarja s prenosom in skladiščenjem zemeljskega plina ter ponovno uplinitvijo utekočinjenega zemeljskega plina.
11	Redeia Corporación, S.A.	Španija	Electric Utilities	RED	BME	E TSO	Družba Redeia Corporación, S.A. upravlja špansko prenosno elektroenergetsko omrežje ter deluje tudi na mednarodnih trgih.

Vir: Podatkovna baza Capital IQ.

**Dejavnost navajamo v angleškem jeziku zato, da je primerljiva z zajemom družb, ki jih za to dejavnost upošteva baza Capital IQ.*

- Izračun faktorja beta brez zadolžitve je bil opravljen z uporabo modela, ki predstavlja sestavni del podatkovne baze Capital IQ. Uporabljeni so bili podatki za tedenske donosnosti, za obdobje zadnjih petih let (5y unlevered beta), regresija pa je bila izračunana na lokalni delniški indeks.
- Za vsako družbo iz nabora kotirajočih primerljivih družb, ki opravljajo dejavnost operaterjev prenosnih in/ali distribucijskih sistemov za električno energijo in plin, smo v podatkovni bazi Capital IQ pridobili podatke o petletni beti brez zadolženosti (*5-year unlevered beta*). Podatki so bili zbrani na dan 31.12. za vsako posamezno leto v obdobju 2005–2025 (definirano obdobje analize).
- **Zaradi obsežnosti je celotna časovna serija opazovanj za vse družbe iz nabora prikazana v tabeli v Prilogi 2 tega poročila.**

- **Beta brez zadolženosti (β_U), upoštevana v izračunu WACC (oziroma stroška lastniškega kapitala Ke po modelu CAPM), temelji na <u>mediani</u> opazovanj v obdobju od 31.12.2005 do 31.12.2025.**
- **β_U = 0,41 (skupna beta brez zadolženosti za operaterje elektroenergetskega omrežja in plina)**

* *Mediana R^2 v tem primeru znaša 33% (povezava med gibanjem donosnosti delnic primerljivih družb v naboru in tržnimi gibanji je zmerna; model pojasni 33% variabilnosti donosnosti delnice, preostali delež variabilnosti pa ni pojasnjen z uporabljenim modelom).*

Izračun WACC (model CAPM)

Izračun WACC-a z uporabo modela CAPM

Ostali parametri - finančni vzvod in davčna stopnja

- Izpostavljamo, da so bili v nadaljevanju navedeni parametri, ki vstopajo v izračun WACC, **določeni s strani AGEN**. Izvajalec teh parametrov tako ni analiziral in se glede njih tudi ne opredeljuje.

Razmerje med obrestovanim dolgom in kapitalom D/E = 66,67%

- Delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu: We = (E/(E+D)) = 60%
- Delež dolga v celotnem kapitalu: Wd = (D/(E+D)) = 40%

- **V izračunu WACC upoštevamo, da znaša razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom:**
- **D/E = Wd / We = 66,67%**

Davčna stopnja T = 19%

- **Davčna stopnja T je določena v višini 19%** oziroma na nivoju statutarne davčne stopnje za davek od dobička v Sloveniji, ki bo veljala od konca leta 2028 dalje.

1 Izračun stroška lastniškega kapitala po modelu CAPM (Ke) = 6,99%

- Strošek lastniškega kapitala smo ocenili **po modelu določanja cen dolgoročnih kapitalskih naložb (Capital Asset Pricing Model - CAPM)**. CAPM temelji na izhodišču, da je investitor pripravljen investirati v bolj tvegane lastniške naložbe le, če za to prejme ustrezno nadomestilo v obliki višjega donosa naložbe.
- **Za izračun stroška lastniškega kapitala (Ke) smo uporabili sledečo formulo:**

$$Ke = Rf + (\beta_L \times ERP) + CRP$$

Kjer je:

Rf = netvegana mera donosa
β_L = beta z zadolženostjo (beta levered)
(Rt - Rf) oz. ERP = pribitek za kapitalsko tveganje
CRP = pribitek za deželno tveganje

- **Izhodiščni parametri za izračun stroška lastniškega kapitala** so v skladu s podatki, razkritimi v okviru te točke:
  - Rf - netvegana mera donosa = 2,21% (nominalen podatek)
  - β_U - koeficient beta = 0,41 (beta brez zadolženosti = unlevered beta)
  - ERP oz. (Rt - Rf) - pribitek za kapitalsko tveganje = 5,08%
  - CRP - pribitek za deželno tveganje = 1,57%
  - D/E = 66,67% (Wd = 40% in We = 60%)

1

- V prvem koraku smo najprej pristopili k **izračunu bete z zadolženostjo (β_L = levered beta)**. Pri tem smo uporabili **formulo Hamada**:

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (1\text{-}T) \times (D/E)]$$

Kjer je:

β_L = beta z zadolženostjo, popravljena za finančni vzvod ter ob upoštevanju stopnje davka na dobiček
β_U = beta brez zadolženosti = 0,41
T = davčna stopnja = 19%
D/E = 66,67% (D = 40%, E = 60%)

- Upoštevaje zgornjo formulo ter finančni vzvod in davčno stopnjo, izračun faktorja **beta z zadolženostjo (β_L)** znaša:

$$\beta_L = 0{,}41 \times [1 + (1\text{-}19\%) \times (40\% / 60\%)] = 0{,}63$$

2

- **Upoštevaje izračun mere sistematičnega tveganja za dejavnost (bete z zadolženostjo β_L) ter formule za izračun stroška lastniškega kapitala (CAPM), v drugem koraku podajamo izračun stroška lastniškega kapitala (Ke).**
- **Pri tem poleg parametra beta z zadolženostjo (β_L = 0,63), v izračun vstopa še netvegana mera donosa (Rf = 2,21%), pribitek za kapitalsko tveganje (ERP = 5,08%) in pribitek za deželno tveganje (CRP = 1,57%).**

$$Ke = Rf + (\beta_L \times ERP) + CRP = 2{,}21\% + (0{,}63 \times 5{,}08\%) + 1{,}57\% = 6{,}99\%$$

Strošek lastniškega kapitala po modelu CAPM: Ke = 6,99%

Izračun WACC (model CAPM)

Izračun WACC-a z uporabo modela CAPM

Strošek dolžniškega kapitala

- Strošek dolga smo ocenili upoštevaje podatke o obrestnih merah za posojila podjetjem v Sloveniji, ki jih objavlja Banka Slovenije (Bilten Banke Slovenije, tabela 2.4.4. Obrestne mere in obseg posojil nefinančnim družbam v domači valuti), in sicer se upošteva **fiksna OM za nova posojila nad 1 mio EUR ter z ročnostjo nad 5 let**.
- Strošek dolžniškega kapitala naj bi odražal tržne pogoje, po katerih so finančni trgi pripravljeni posojati reguliranim podjetjem. Odražal naj bi pričakovane tržne obrestne mere, po katerih bi se regulirana podjetja lahko zadolževala. Večji del posojil v gospodarstvu je danes vezan na referenčno obrestno mero, običajno Euribor, ki pa je variabilne narave. Glede na dolgoročno naravo ocenjevanja vrednosti tako menimo, da je bolj primerno upoštevati fiksno obrestno mero v izbranem časovnem horizontu.

2 Izračun stroška dolžniškega kapitala (Kd = OM) = 3,89%

- Spodnja tabela prikazuje obrestne mere za nova posojila nefinančnim družbam v Sloveniji nad 1 mio EUR in ročnostjo nad 5 let (fiksna OM).

Obrestna mera - OM v %	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Mediana 2005 - 2025
Obrestna mera	3,89%	4,63%	5,18%	6,54%	5,92%	6,08%	4,50%	5,72%	3,96%	4,39%	2,44%	1,87%	1,89%	1,71%	1,64%	1,88%	1,31%	2,47%	3,92%	3,78%	3,36%	**3,89%**

Vir: Bilten Banke Slovenije, tabela 2.4.4. (6/2026, 6/2022, 6/2018, 6/2014, 6/2010) in ECB MFI interest rate statistics.

- **Strošek dolžniškega kapitala (K_d), upoštevan v izračunu WACC, temelji na mediani obrestnih mer v obdobju 2005 - 2025:**
- **K_d = 3,89%.**

Izračun WACC (model CAPM)

Zaključni prikaz izračuna WACC z uporabo modela CAPM

3 Izračun tehtanega povprečnega stroška kapitala (WACC)

- Na podlagi izračuna stroška lastniškega kapitala ter izračuna stroška dolga v nadaljevanju prikazujemo oceno tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC). Upoštevaje dejstvo, da se izračuni nanašajo na **regulirano dejavnost**, smo izračun temeljili na t.i. formuli za **WACC pred davki.**

$$WACC_{pred\ davki} = W_d \times K_d + (W_e \times K_e) / (1 - T)$$

$$WACC_{pred\ davki} = 40\% \times 3{,}89\% + (60\% \times 6{,}99\%) / (1 - 19\%) = 6{,}73\%$$

- Spodnja tabela prikazuje izračun **nominalnega WACC pred davki z uporabo modela CAPM**, ki naj bi odražal **stopnjo reguliranega donosa od 1. januarja 2028 dalje.** Vhodni parametri so ocenjeni upoštevaje časovno vrsto od leta 2005 do 2025.

Izračun WACC z uporabo modela CAPM		
Netvegana mera donosa	R_f	2,21%
Beta z zadolženostjo - operaterji	β_L	0,63
Pribitek za kapitalsko tveganje	ERP	5,08%
Pribitek za deželno tveganje	CRP	1,57%
= Strošek lastniškega kapitala	$K_e = R_f + (\beta_L \times ERP) + CRP$	**6,99%**
Beta brez zadolženosti – primerljiva podjetja	β_U	0,41
D/E	W_d/W_e	66,67%
Davčna stopnja (DDPO)	T	19%
= Beta z zadolženostjo - operaterji	$\beta_L = \beta_U \times [1 + (1 - T) \times (D/E)]$	**0,63**
Strošek lastniškega kapitala	K_e	6,99%
Strošek dolga pred obdavčitvijo	K_d	3,89%
Delež dolga v strukturi kapitala	W_d	40%
Delež LK v strukturi kapitala	W_e	60%
Davčna stopnja (DDPO)	T	19%
WACC pred davki	$W_d \times K_d + (W_e \times K_e) / (1 - T)$	**6,73%**

6,73%
WACC (z uporabo modela CAPM)

WACC pred davki (z uporabo modela CAPM)

- **WACC**, ki naj bi odražal **stopnjo reguliranega donosa (RoR)** operaterjev prenosnih in distribucijskih sistemov električne energije ter plina **za obdobje od 1. januarja 2028 dalje** (pri čemer je strošek lastniškega kapitala ocenjen po modelu CAPM), znaša **6,73%.**

Poročilo CEER

Svet evropskih energetskih regulatorjev (CEER) izdaja poročila z naslovom "Regulativni okvir za evropska energetska omrežja", ki prikazuje načine izračunavanja reguliranih donosov ter tudi informacije o izračunanih reguliranih donosih (za področje prenosa / distribucije električne energije in plina) za posamezne države Evropske Unije.

To poglavje povzema informacije iz poročila CEER z naslovom "Report on Regulatory Frameworks for European Energy Networks 2025", ki je bilo pripravljeno 22.1.2026 (v nadaljevanju "Poročilo CEER"). Povzete informacije podajajo pregled načinov izračunavanja reguliranih donosov po posameznih Evropskih državah (uporabljena metodologija) ter informacije o izbranih ključnih parametrih, ki vstopajo v posamezne izračune, kakor tudi o morebitnih identificiranih posebnostih.

Poročilo CEER	Stran
Poročilo CEER iz leta 2025 – splošno	33
Pregled načina izračunavanja reguliranega donosa po evropskih državah	34
Pregled načina izračunavanja izbranih parametrov po evropskih državah	35

Pomembno: Informacije iz Poročila CEER razkrivamo z namenom podaje pregleda načinov (metodologije) izračunavanja reguliranega donosa v drugih državah Evropske Unije in primerjave z izračunom reguliranega donosa za Slovenijo.

Pri tem upoštevamo omejitve, na katere opozarja CEER, in sicer, da neposredna primerjava posameznih parametrov (npr. stroška kapitala / reguliranega donosa) brez upoštevanja celotnega nacionalnega okvira ni ustrezna. Informacije iz CEER poročila zato uporabljamo kot kontrolno primerjavo / dodatno informacijo, ne pa kot neposredno podlago za določitev posameznih parametrov, ki vstopajo v izračun reguliranega donosa.



Poročilo CEER

Poročilo CEER iz leta 2025 – splošno

Na tem mestu podajamo osnovne informacije o poročilu "Regulativni okvir za evropska energetska omrežja 2025“ (v nadaljevanju “Poročilo CEER“), ki je bilo pripravljeno 22.1.2026 in je predstavljalo podlago za v nadaljevanju prikazana razkritja podatkov / informacij.

Vključuje podatke za 29 članic CEER + Severno Irsko ter 5 članic ECRB (ang. Energy Community Regulatory Board), od katerih so štiri tudi opazovalke CEER, skupaj je v Poročilo CEER torej vključenih 35 evropskih jurisdikcij (v nadaljevanju tudi krajše “sodelujoče države“ ali “države poročevalke“).

Podatke za posamezne države posredujejo njihovi nacionalni regulativni organi (NRA) na podlagi ankete/vprašalnika. Podatki za poročilo 2025 so bili tako zbrani v prvi polovici leta 2025 in praviloma predstavljajo stanje v začetku 2025. Spremembe regulativnih sistemov, izvedene v preostalem delu leta 2025, pa v Poročilu CEER 2025 niso vključene. Pri pregledu Poročila CEER je pomembno, da se pri posamezni državi identificira referenčno leto, na katero se nanaša podatek ter hkrati tudi pripadajoče regulativno obdobje. Na spletni strani Sveta evropskih regulatorjev (ang. CEER) pa so poleg Poročila CEER ločeno razkriti tudi podatki iz vprašalnikov, ki so jih posredovali posamezni nacionalni regulativni organi (NRA), in sicer so ti na voljo v tabelaričnih prilogah Poročila CEER (Aneks 4).

CEER - Predstavitev

- **CEER (Council of European Energy Regulators) oziroma Svet evropskih energetskih regulatorjev** je evropsko združenje **nacionalnih energetskih regulatorjev (NRA - National Regulatory Authorities)**. Njegova vloga je spodbujanje sodelovanja in izmenjave regulatornih praks med nacionalnimi regulatorji.
- Člani CEER so nacionalni regulativni organi (NRA) **držav EU oziroma EGP. Agencija za energijo Republike Slovenije (AGEN)** je kot nacionalni regulativni organ Republike Slovenije na področju energetike, polnopravna članica CEER.

Sodelujoče države (35 poročevalskih jurisdikcij) - Poročilo CEER za leto 2025

29 članic CEER + Severna Irska

Avstrija	Belgija	Bolgarija	Hrvaška	Ciper[2024]	Češka
Danska	Estonija	Finska	Francija	Nemčija	Velika Britanija[2023]
Grčija	Madžarska	Islandija	Irska	Italija	Latvija
Litva	Luksemburg	Nizozemska[2024]	Severna Irska	Norveška	Poljska
Portugalska	Romunija	Slovaška[2024]	Slovenija	Španija	Švedska

5 članic ECRB - Energy Community Regulatory Board (od tega so 4 države opazovalke CEER)

Albanija	Gruzija	Črna gora	Severna Makedonija	Ukrajina

** Opomba: Bolgarija je prvič sodelovala pri pripravi poročila za leto 2025 (posredovala je del podatkov na podlagi vprašalnika). Nadpisana leta označujejo jurisdikcije, ki poročajo o zgodnejšem referenčnem letu.*

Vsebina / namen Poročila CEER za leto 2025

- Poročilo predstavlja **letni primerjalni pregled regulativnih sistemov za elektroenergetska (E - Electricity) in plinska omrežja (G - Gas)**, in sicer na ravni:
  - **TSO - operaterjev prenosnih sistemov** in
  - **DSO - operaterjev distribucijskega sistema**
- Poročilo razkriva primerjalne podatke po posameznih državah oziroma različnih regulativnih režimih (ločeno za G TSO, G DSO, E TSO in E DSO).
- Ključna so sledeča razkritja:
  - **stopnja reguliranega donosa oz. WACC in donos na lastniški kapital (RoE oz. Ke),**
  - **regulativna baza sredstev (RAB),**
  - amortizacija sredstev,
  - določanje dovoljenih prihodkov,
  - OPEX / CapEx in
  - spodbude in zahteve glede učinkovitosti.

Poročilo CEER

Pregled načina izračunavanja reguliranega donosa po evropskih državah

Splošno

Kot navaja **Poročilo CEER 2025**, se v različnih evropskih državah število, velikost in struktura operaterjev elektroenergetskih in plinskih omrežij razlikuje, kar je deloma posledica zgodovinskega razvoja posameznih držav. Omrežni operaterji se na splošno obravnavajo kot naravni monopoli, zaradi česar je njihovo delovanje **predmet regulacije** nacionalnih regulativnih organov (NRA).

Vsaka država poročevalka samostojno določa vrsto in strukturo svojega regulativnega sistema, posamezen sistem pa uporablja nabor regulativnih instrumentov.

Sistemi regulativnega okvira so kompleksni. Poročilo CEER izpostavlja, da neposredna primerjava posameznih parametrov med državami, zlasti stroškov kapitala oziroma WACC / RoR, ni ustrezna, brez da se hkrati upošteva ureditev celotnega nacionalnega regulativnega sistema. Različne države tako uporabljajo različne kombinacije regulatornih instrumentov, ki imajo lahko kljub podobni zasnovi različne učinke.

Analiza različnih sistemov pa omogoča prepoznavanje njihovih podobnosti. Kot navedeno v Poročilu CEER 2025 je njegov namen med drugim **zagotoviti podporne informacije nacionalnim regulativnim organom**, zainteresiranim deležnikom **pri morebitnih spremembah nacionalnega regulativnega sistema** in primerjavo ključnih podatkov iz različnih držav poročevalk.

Ključni elementi regulativnega sistema

Poročilo CEER 2025 v Poglavju 2 pri vsaki državi poročevalki sistematično razkrije ključne elemente njenega regulativnega sistema. Pri tem so **ključni elementi regulativnega sistema** za vsako državo **razkriti po 4 področjih: G TSO, G DSO, E TSO in E DSO*** (razkritje po posameznem področju je odvisno od tega, ali posamezna država reguliran donos izračunava za vsako področje posebej**):**

- **Tržna struktura**: število omrežnih operaterjev, dolžina omrežja, lastniška struktura.
- **Splošni regulativni okvir**: pristojni regulator (NRA), vrsta regulativnega sistema, dolžina regulativnega obdobja, osnovno leto za naslednje regulativno obdobje, način zagotavljanja transparentnosti, glavni elementi določanja dovoljenih prihodkov, pravni okvir.
- **Stopnja reguliranega donos**: vrsta oz. oblika stopnje reguliranega donosa (WACC), način določanja donosa na lastniški kapital, stopnja donosa na lastniški kapital (RoE oz. Ke).
- **Regulativna baza sredstev - RAB**: katere vrste sredstev so vključene v RAB (npr. zgolj osnovna sredstva, osnovna sredstva in obratni kapital, ipd.), način določanja začetne vrednosti RAB, morebitne prilagoditve / vključevanje novih investicij.
- **Amortizacija**: metoda amortiziranja, amortizacijske stopnje oziroma dobe koristnosti.
- **Spodbude in zahteve glede učinkovitosti.**

Podrobni podatki po posameznih parametrih regulativnega sistema so razkriti v tabelaričnih prilogah, ki predstavljajo dodatek k Poročilu CEER 2025.

* G = plin (Gas), E = elektrika (Electricity), TSO = operaterji transportnih/prenosnih sistemov, DSO = operaterji distribucijskih sistemov

Število omrežnih operaterjev

- Število subjektov, ki sprejema regulatorne odločitve, se med poročajočimi državami precej razlikuje.
- Na podlagi analize podatkov, razkritih v Poglavju 2 Poročila CEER 2025 in preglednic v Aneksu 4, ugotavljamo, da ima **okvirno tri četrtine (74%) držav poročevalk samo enega operaterja prenosnega sistema za elektriko (E TSO) in enega operaterja prenosnega sistema za plin (G TSO)**.
- Na ravni distribucije (DSO) pa so razlike med državami velike. **Največ držav, in sicer 14 oziroma 40% vseh držav poročevalk ima največ 10 DSO v posameznem omrežju (elektrika/plin)**, dodatno je še 6 držav, ki imajo do 10 E DSO, število G DSO pa je nad 10 do 27. Osem držav (23%) ima več kot 100 operaterjev za distribucijo elektrike (E DSO), medtem ko število operaterjev na področju distribucije plina (G DSO) variira med 6 in 700.

  Najbolj izstopa Nemčija, ki ima na področju distribucije skupaj več kot 1.500 operaterjev (700 G DSO in 870 E DSO).

Splošni regulatorni okvir / vrsta regulativnega sistema

- Model regulacije na podlagi stopnje donosa reguliranemu podjetju zagotavlja **vnaprej določeno stopnjo donosa (RoR),** ki se aplicira na njegovo regulativno bazo sredstev (RAB), pri **regulaciji po načelu »cost-plus«** pa se stroškom podjetja prišteje vnaprej določena profitna marža.

  Poleg regulacije po principu "cost-plus" je bil dodatno razvit tudi način **regulacije na podlagi spodbud (incentive-based regulation)**. Pri tem Poročilo CEER 2025 navaja, da **med regulacijo na podlagi spodbud in uporabo RoR (stopnje donosa) ni nasprotja, posamezna država ima tako lahko hkrati »incentive regulation« + RoR način regulacije.**
- V nadaljevanju povzemamo navedbe Poročila CEER 2025, podane v Poglavju 3 (odgovori posameznih NRA na posredovan CEER vprašalnik).
  - Iz Poročila CEER 2025 izhaja, da več kot polovica držav uporablja **regulacijo na podlagi spodbud, in sicer v obliki regulacije z zgornjo mejo prihodkov** (ang. »incentive regulation / revenue cap«). Skoraj polovica držav uporablja kombinacijo regulacije z zgornjo mejo prihodkov ali cen in stopnjo reguliranega donosa (RoR). Regulacija po načelu »cost-plus« je prej izjema in se po Poročilu CEER 2025 uporablja le v nekaj državah oziroma omrežjih/operaterjih.
  - **Prenos električne energije (E TSO)** se v 29 od 35 poročevalskih držav regulira z metodami na podlagi spodbud oziroma s kombinacijo metod, ki vključujejo regulacijo na podlagi spodbud. Zgornjo mejo prihodkov (ang. "revenue cap") določa 18 nacionalnih NRA.
  - **Distribucija električne energije (E DSO)**: 30 nacionalnih NRA uporablja regulacijo na podlagi spodbud oziroma kombinacijo z regulacijo na podlagi spodbud. Zgornjo mejo cen (ang. "price cap") uporablja 5 NRA, zgornjo mejo prihodkov (ang. "revenue cap") pa 20 NRA.
  - **Prenos plina (G TSO)**: v 25 državah se uporablja regulacija na podlagi spodbud, vključno z omejevanjem prihodkov/cen. V 2 državah se uporablja regulacija na podlagi stopnje donosa (RoR - Estonija) oziroma po načelu »cost-plus« (Črna gora).
  - **Distribucija plina (G DSO)**: metode regulacije na podlagi spodbud se uporabljajo v 23 poročevalskih državah, pri tem se regulacija z zgornjo mejo prihodkov (ang. "revenue cap") uporablja v 18 poročevalskih državah.

Poročilo CEER

Pregled načina izračunavanja izbranih parametrov po evropskih državah

V nadaljevanju podajamo osnovne informacije za 2 izbrana ključna parametra, in sicer sta to način izračunavanja stopnje reguliranega donosa (ROR ali WACC) ter način izračunavanja stroška lastniškega kapitala, ki vstopa v WACC.

Stopnja reguliranega donosa - RoR (Rate of Return) ali WACC in ocena Ke

- Način določanja **stopnje reguliranega donosa (RoR)** na regulativno osnovo sredstev RAB, kot ga poročajo posamezni NRA po državah poročevalkah, je razkrit v Poglavju 4 Poročila CEER 2025. V okviru analize smo tako poleg samega poročila preverili tudi podatke v tabelah v Aneksu 4. Na podlagi opravljene analize ugotavljamo, da velika večina poročevalskih držav za določanje **stopnje reguliranega donosa (RoR)** uporablja **tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC - Weighted Average Cost of Capital).**

Poenostavljena formula za izračun RoR/WACC je:

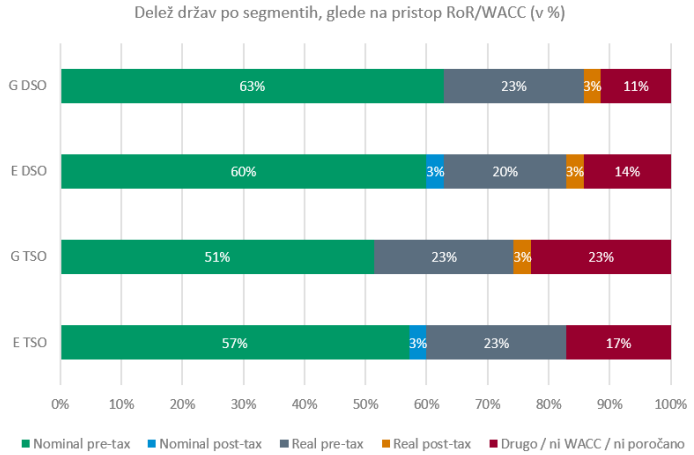
$$WACC = \frac{E}{E+D} \times K_e + \frac{D}{E+D} \times K_d$$

Kjer je:

E = lastniški kapital,
D= dolg,
Ke= strošek lastniškega kapitala,
Kd= strošek dolžniškega kapitala
Uteži = delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu (E/(E+D)) oz. delež dolga v celotnem kapitalu (D/(E+D))

- Pri tem izpostavljamo, da se med poročevalskimi državami razlikujejo tako oblika RoR **(nominalni/realni ter pred- oziroma po-davkih WACC)**, kakor tudi **način določanja posameznih komponent** in **obdobje**, za katero so določeni posamezni parametri. Pri tem je posebej pomembno, na kakšen način se izračunava strošek lastniškega kapitala oziroma ali posamezna poročevalska država strošek lastniškega kapitala izračunava upoštevaje CAPM pristop oziroma morebiten drugačen pristop. Poročilo CEER 2025 dodatno razkriva, da nekateri NRA uporabljajo tudi t. i. »**vanilla WACC**« (strošek dolga pred davki in strošek lastniškega kapitala po davkih) oziroma različne pristope za posamezna področja znotraj iste države (npr. različen pristop za regulacijo elektroenergetskih in plinskih omrežij na ravni TSO in DSO). Pri tem je posebej pomembno, da se način izračunavanja ROR/WACC uskladi tudi z načinom zajema RAB (iz poročila CEER 2025 je namreč tudi razvidno, da poročevalske države način izračunavanja ROR/WACC konceptualno usklajujejo z načinom definicije RAB-a).

- Analiza vrste RoR oziroma WACC za področje prenosa in distribucije elektrike in plina, ki ga uporabljajo posamezne sodelujoče jurisdikcije (upoštevaje razkritja iz Poročila CEER 2025), je razvidna iz spodnje preglednice ter grafa:



Vir: CEER Poročilo 2025, Poglavje 2 in Tabele v Prilogi 4.

Število držav RoR/WACC	E TSO	G TSO	E DSO	G DSO
Nominal pre-tax	20	18	21	22
Nominal post-tax	1	-	1	-
Real pre-tax	8	8	7	8
Real post-tax	-	1	1	1
Drugo / ni WACC / ni poročano*	6	8	5	4
Skupaj število držav*	**35**	**35**	**35**	**35**

Vir: CEER Poročilo 2025, Poglavje 2 in Tabele v Prilogi 4

** Drugo: Vanilla, Nemčija ne uporablja WACC, Bolgarija ni poročala, Norveška nima G TSO*

**Izpostavljamo, da nekatere države v Poročilu CEER 2025 navajajo, da WACC-a ne uporablja (npr. Nemčija - pri tem pa Nemčija razkriva, da stopnjo donosa na lastniški kapital (RoE oziroma Ke) izračunava upoštevaje CAPM pristop, posebej pa regulator določi strošek dolga. Ta opomba za Nemčijo se nanaša na tekoče regulativno obdobje). Belgija in Velika Britanija v Poročilu CEER 2025 navajata uporabo t.i. vanilla WACC, medtem ko Bolgarija podatkov za RoR v Poročilu CEER 2025 ni razkrila, nekatere države pa niso razkrivale RoR po posameznih omrežnih operaterjih ali pa jih nimajo (npr. Norveška nima G TSO).*

*** Opomba: CEER v večini primerov za stopnjo donosa RoR poenostavljeno uporablja izraz WACC (čeprav določene države navajajo, da WACC ne uporabljajo)*

- Za regulacijo **elektroenergetskih in plinskih omrežij na ravni TSO in DSO** se najpogosteje uporablja **nominalni WACC pred davki** (nominal pre-tax RoR/WACC) - uporablja ga okvirno med 51% in 63% NRA (delež variira glede na posamezen tip omrežij).
- Sledi realni WACC pred davki (real pre-tax RoR/WACC), ki ga uporablja slaba četrtina NRA (20% - 23% po posameznih vrstah operaterjev omrežij).
- Ostale kombinacije, kot so nominalni post-tax WACC, realni post-tax WACC, vanilla WACC, so redkeje zastopane, ali pa se uporabljajo samo za določene operaterje.
- **Informacija za Slovenijo kot razvidna v grafu: RoR / WACC se izračunava pred davki, na nominalni osnovi.**

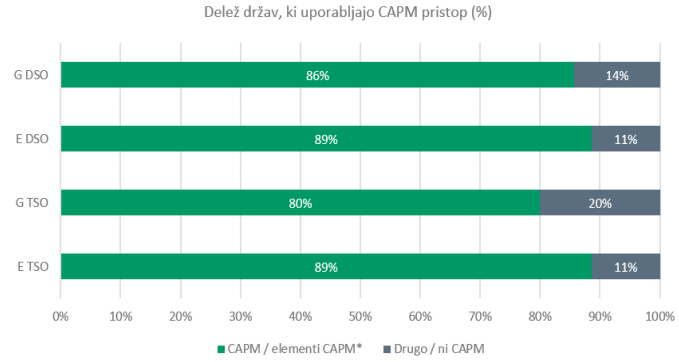
**Gre za RoR oz. WACC, ki velja od 1.1.2019 dalje, enak pristop pa se uporablja tudi v okviru trenutnega izračuna WACC-a, ki naj bi veljal za regulatorno obdobje od 1.1.2028 dalje.*

Poročilo CEER

Pregled načina izračunavanja izbranih parametrov po evropskih državah

Stopnja reguliranega donosa - RoR (Rate of Return) ali WACC in ocena Ke (nadaljevanje)

- CEER Poročilo 2025 nadalje navaja, da večina nacionalnih regulativnih organov parametre reguliranega donosa praviloma **določi oziroma prilagodi eno leto pred začetkom novega regulativnega obdobja**. Leto pred začetkom regulativnega obdobja predstavlja osnovno oziroma referenčno leto (base year). Nekaj držav pa prilagodi parametre reguliranega donosa dve ali tri leta pred začetkom regulativnega obdobja. Pri članicah CEER je najpogostejše regulativno obdobje dolgo 4 – 5 let (znotraj posamezne države se lahko regulativno obdobje razlikuje za elektrooperaterje in operaterje plina), pri članicah ECRB ni enotnega vzorca (regulativna obdobja so lahko od ena do pet let).
- Pri določanju stopnje reguliranega donosa (RoR) oziroma WACC je potrebno upoštevati tako **lastniški** kot **dolžniški kapital** in **določiti strošek obeh vrst kapitala**.
- Pri **določanju stroška lastniškega kapitala (RoE oziroma Ke)** večina NRA uporablja **CAPM** model, nekatere države poročevalke pa **CAPM-u podoben model** oziroma druge modele. Ključne komponente CAPM modela so:
  - netvegana stopnja donosa (Rf),
  - premija za tržno tveganje (MRP/ERP),
  - faktor beta,
  - premija za deželno tveganje (CRP) – se pa ta ne uporablja v vseh poročevalskih državah.
- Pri tem Poročilo CEER 2025 razkriva sledeče podatke za posamezne CAPM parametre:
  - Netvegana stopnja donosa (Rf) je lahko nominalna ali realna. Kot izhaja iz CEER Poročila 2025 se pri določanju netvegane stopnje donosa (Rf) najpogosteje uporabljajo donosnosti državnih obveznic (lokalne državne obveznice, obveznice izbranih drugih držav z bonitetno oceno AA ali višje). Najpogosteje se uporabljajo državne obveznice z ročnostjo 10 let, pri čemer izračun netvegane mere donosa večinoma temelji na uporabi zgodovinskih povprečij (1 leto, 5 let ali 10 let). Izpostavljamo, da je v Poročilu CEER 2025 vidno, da se lahko Rf razlikujejo tudi znotraj posamezne države za npr. stare ali nove naložbe.
  - Pri določanju premije za tržno tveganje (MRP/ERP) regulatorji uporabljajo različne podlage kot npr.: tržne analize, analize strokovnjakov, strokovne študije (npr. Damodaran ali študija Dimson, Marsh in Staunton).
  - Beta je merilo sistematičnega tveganja. Poročilo CEER 2025 razlikuje med equity oz. levered beto (beta z zadolženostjo) in asset beto oziroma unlevered beta (beta sredstev oz. beta brez zadolženosti). Asset beta se izračunava z uporabo regulatornega finančnega vzvoda (ANG. "gearing ratio") oziroma razmerja med dolgom in lastniškim kapitalom ter davčne stopnje (asset beta izloči vpliv finančnega vzvoda in tako omogoča primerjavo osnovnega poslovnega tveganja različnih podjetij).
- Na podlagi **pregleda Poročila CEER 2025** spodaj podajamo preglednico, iz katere je razvidno, kako sodelujoče države/jurisdikcije **določajo strošek lastniškega kapitala**, in sicer, ali se uporablja klasičen CAPM model (Rf + beta x MRP) ali pa uporabljajo drugačen pristop:



RoE - pristop Število držav	E TSO	G TSO	E DSO	G DSO
CAPM / elementi CAPM*	31	28	31	30
Drugo / ni CAPM	4	7	4	5
- ni CAPM	*2*	*2*	*2*	*2*
- mešano	*1*	*1*	*1*	*1*
- ni poročano, ni operaterja, neznano	*1*	*4*	*1*	*2*
Skupaj število držav	**35**	**35**	**35**	**35**

Vir: CEER Poročilo 2025, Poglavje 2 in Tabele v Aneks 4.

**Ne navaja eksplicitno CAPM model, uporablja elemente CAPM modela (rf + beta x MRP)*

Vir: CEER Poročilo 2025, Poglavje 2 in Tabele v Prilogi 4.

- Večina držav za določanje **donosa na lastniški kapital uporablja CAPM pristop** oziroma **pristop, ki temelji na elementih CAPM**. Delež teh držav glede na vrsto omrežja oziroma operaterje se giblje med 80% in 89%.
- Države, ki za določanje stroška lastniškega kapitala ne uporabljajo CAPM pristopa, so v manjšini. Njihov delež se giblje med okvirno 11% in 20% vseh operaterjev prenosnega in distribucijskega sistema za elektriko in plin.
- **Informacija za Slovenijo: Slovenija od 1.1.2019 dalje za izračun stroška lastniškega kapitala ni uporabila CAPM modela, ampak je Strošek lastniškega kapitala izračunavala kot = > Strošek dolga + Premija za tveganje (3%). Pri čemer je Premija za tveganje = > RoE - Rf (strošek dolga).**

  Izračun WACC, ki se pripravlja za regulatorno obdobje od 1.1.2028 dalje, pa oceno stroška lastniškega kapitala temelji na uporabi CAPM modela.

Priloge

Priloge	Stran
Tabela 1: Nominalni donos do dospetja 10-letnih državnih obveznic evrskega območja 2005 - 2025 (v %)	38
Tabela 2: Beta brez zadolžitve (5y unlevered beta) v obdobju od 31.12.2005 do 31.12.2025	39



Priloga 1

Tabela 1: Nominalni donos do dospetja 10-letnih državnih obveznic evrskega območja 2005 - 2025 (v %)

Eurobond 10y AAA	jan.05	feb.05	mar.05	apr.05	maj.05	jun.05	jul.05	avg.05	sep.05	okt.05	nov.05	dec.05	jan.06	feb.06	mar.06	apr.06	maj.06	jun.06	jul.06	avg.06	sep.06	okt.06	nov.06	dec.06	jan.07	feb.07	mar.07	apr.07	maj.07	jun.07	jul.07	avg.07	sep.07	okt.07	nov.07	dec.07
Nominalni donos v %	3,6%	3,7%	3,7%	3,5%	3,3%	3,2%	3,3%	3,1%	3,2%	3,4%	3,5%	3,2%	3,5%	3,5%	3,8%	4,0%	4,0%	4,1%	3,9%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,9%	4,1%	3,9%	4,0%	4,1%	4,4%	4,5%	4,4%	4,3%	4,4%	4,3%	4,2%	4,4%

Eurobond 10y AAA	jan.08	feb.08	mar.08	apr.08	maj.08	jun.08	jul.08	avg.08	sep.08	okt.08	nov.08	dec.08	jan.09	feb.09	mar.09	apr.09	maj.09	jun.09	jul.09	avg.09	sep.09	okt.09	nov.09	dec.09	jan.10	feb.10	mar.10	apr.10	maj.10	jun.10	jul.10	avg.10	sep.10	okt.10	nov.10	dec.10
Nominalni donos v %	4,0%	4,1%	4,1%	4,3%	4,5%	4,7%	4,5%	4,3%	4,3%	4,3%	3,8%	3,7%	4,0%	3,9%	3,8%	3,8%	4,2%	4,0%	3,7%	3,7%	3,6%	3,7%	3,6%	3,8%	3,7%	3,5%	3,5%	3,4%	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%	2,7%	2,9%	3,1%	3,4%

Eurobond 10y AAA	jan.11	feb.11	mar.11	apr.11	maj.11	jun.11	jul.11	avg.11	sep.11	okt.11	nov.11	dec.11	jan.12	feb.12	mar.12	apr.12	maj.12	jun.12	jul.12	avg.12	sep.12	okt.12	nov.12	dec.12	jan.13	feb.13	mar.13	apr.13	maj.13	jun.13	jul.13	avg.13	sep.13	okt.13	nov.13	dec.13
Nominalni donos v %	3,5%	3,5%	3,7%	3,6%	3,4%	3,4%	3,1%	2,8%	2,5%	2,8%	3,1%	2,6%	2,7%	2,6%	2,6%	2,5%	1,9%	2,3%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,8%	1,7%	2,0%	1,9%	1,8%	1,6%	1,8%	2,1%	2,0%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%	2,2%

Eurobond 10y AAA	jan.14	feb.14	mar.14	apr.14	maj.14	jun.14	jul.14	avg.14	sep.14	okt.14	nov.14	dec.14	jan.15	feb.15	mar.15	apr.15	maj.15	jun.15	jul.15	avg.15	sep.15	okt.15	nov.15	dec.15	jan.16	feb.16	mar.16	apr.16	maj.16	jun.16	jul.16	avg.16	sep.16	okt.16	nov.16	dec.16
Nominalni donos v %	1,9%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%	1,4%	1,3%	1,0%	1,1%	1,0%	0,8%	0,6%	0,4%	0,4%	0,3%	0,4%	0,6%	1,0%	0,7%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,8%	0,4%	0,2%	0,3%	0,3%	0,2%	-0,1%	-0,2%	-0,1%	-0,2%	0,1%	0,3%	0,3%

Eurobond 10y AAA	jan.17	feb.17	mar.17	apr.17	maj.17	jun.17	jul.17	avg.17	sep.17	okt.17	nov.17	dec.17	jan.18	feb.18	mar.18	apr.18	maj.18	jun.18	jul.18	avg.18	sep.18	okt.18	nov.18	dec.18	jan.19	feb.19	mar.19	apr.19	maj.19	jun.19	jul.19	avg.19	sep.19	okt.19	nov.19	dec.19
Nominalni donos v %	0,5%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%	0,4%	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	0,7%	0,7%	0,5%	0,6%	0,4%	0,4%	0,5%	0,4%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,0%	0,1%	-0,1%	-0,3%	-0,4%	-0,7%	-0,5%	-0,4%	-0,3%	-0,1%

Eurobond 10y AAA	jan.20	feb.20	mar.20	apr.20	maj.20	jun.20	jul.20	avg.20	sep.20	okt.20	nov.20	dec.20	jan.21	feb.21	mar.21	apr.21	maj.21	jun.21	jul.21	avg.21	sep.21	okt.21	nov.21	dec.21	jan.22	feb.22	mar.22	apr.22	maj.22	jun.22	jul.22	avg.22	sep.22	okt.22	nov.22	dec.22
Nominalni donos v %	-0,4%	-0,6%	-0,4%	-0,5%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,4%	-0,5%	-0,6%	-0,5%	-0,6%	-0,5%	-0,2%	-0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,2%	-0,4%	-0,4%	-0,2%	-0,1%	-0,4%	-0,2%	0,0%	0,2%	0,6%	0,9%	1,2%	1,5%	0,9%	1,6%	2,1%	2,2%	2,0%	2,6%

Eurobond 10y AAA	jan.23	feb.23	mar.23	apr.23	maj.23	jun.23	jul.23	avg.23	sep.23	okt.23	nov.23	dec.23	jan.24	feb.24	mar.24	apr.24	maj.24	jun.24	jul.24	avg.24	sep.24	okt.24	nov.24	dec.24	jan.25	feb.25	mar.25	apr.25	maj.25	jun.25	jul.25	avg.25	sep.25	okt.25	nov.25	dec.25
Nominalni donos v %	2,3%	2,8%	2,4%	2,4%	2,4%	2,5%	2,5%	2,6%	2,9%	2,8%	2,5%	2,1%	2,3%	2,5%	2,4%	2,6%	2,7%	2,5%	2,3%	2,4%	2,2%	2,5%	2,2%	2,4%	2,5%	2,5%	2,8%	2,6%	2,6%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%	2,8%	2,9%

Mediana 2005 - 2025	*2,21%*

Vir: ECB Data Portal, Euro Area Yield Curves, AAA yield curve - 10y spot rate (modelno ocenjena obrestna mera za desetletno dospelost); po mesecih (letne stopnje donosa v %; mesečna opazovanja)

Priloga 2

Tabela 2: Beta brez zadolžitve (5y unlevered beta) v obdobju od 31.12.2005 do 31.12.2025

5y Unlevered beta		31.12.05	31.12.06	31.12.07	31.12.08	31.12.09	31.12.10	31.12.11	31.12.12	31.12.13	31.12.14	31.12.15	31.12.16	31.12.17	31.12.18	31.12.19	31.12.20	31.12.21	31.12.22	31.12.23	31.12.24	31.12.25	Mediana
		Unlevered	Unlevered	Unlevered	Unlevered	Unlevered	Unlevered	Unlevered	Unlevered	Unlevered	Unlevered	Unlevered	Unlevered	Unlevered	Unlevered	Unlevered	Unlevered	Unlevered	Unlevered	Unlevered	Unlevered	Unlevered	
Zap. Št.	Kotirajoča družba	beta	beta	beta	beta	beta	beta	beta	beta	beta	beta	beta	beta	beta	beta	beta	beta	beta	beta	beta	beta	beta	05 - 25
1	Elia Group SA/NV	NA	0,07	0,11	0,30	0,22	0,22	0,26	0,27	0,20	0,32	0,36	0,35	0,39	0,41	0,29	0,46	0,46	0,46	0,53	0,62	0,65	
2	Enel SpA	0,53	0,52	0,49	0,38	0,36	0,36	0,36	0,38	0,41	0,54	0,62	0,61	0,62	0,56	0,51	0,59	0,56	0,40	0,51	0,56	0,49	
3	Italgas S.p.A.	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,90	0,36	0,39	0,35	0,32	0,33	0,28	0,26	0,26	0,26	
4	Terna S.p.A.	0,37	0,47	0,43	0,32	0,21	0,22	0,23	0,24	0,24	0,34	0,39	0,31	0,34	0,37	0,35	0,38	0,41	0,38	0,37	0,36	0,24	
5	Snam S.p.A.	0,11	0,14	0,33	0,26	0,15	0,16	0,19	0,19	0,20	0,32	0,38	0,30	0,34	0,33	0,33	0,39	0,44	0,39	0,37	0,33	0,23	
6	Litgrid AB	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,46	0,37	0,40	0,34	0,23	0,03	0,12	0,10	0,07	0,19	0,33	0,44	0,45	0,46	0,45	
7	CNTEE Transelectrica SA	NA	NA	0,92	1,08	0,89	0,91	0,53	0,45	0,31	0,93	0,78	0,84	0,92	0,74	0,62	0,64	0,63	0,59	0,69	0,79	0,87	
8	S.N.T.G.N. Transgaz S.A.	NA	NA	NA	1,05	0,90	0,80	0,77	0,89	0,81	0,87	0,80	0,77	0,91	0,88	0,76	0,85	0,56	0,50	0,50	0,57	0,84	
9	Iberdrola, S.A.	0,21	0,33	0,58	0,73	0,69	0,65	0,59	0,57	0,57	0,64	0,65	0,56	0,46	0,47	0,47	0,46	0,44	0,46	0,43	0,46	0,50	
10	Enagás, S.A.	0,30	0,41	0,59	0,51	0,41	0,38	0,38	0,37	0,37	0,47	0,43	0,34	0,32	0,37	0,34	0,35	0,36	0,34	0,33	0,38	0,28	
11	Redeia Corporación, S.A.	0,20	0,24	0,40	0,46	0,42	0,45	0,37	0,37	0,41	0,51	0,51	0,47	0,49	0,49	0,41	0,35	0,34	0,35	0,29	0,32	0,20	
Mediana	***Unlevered beta***	***0,25***	***0,33***	***0,46***	***0,46***	***0,41***	***0,38***	***0,38***	***0,37***	***0,38***	***0,49***	***0,47***	***0,47***	***0,39***	***0,41***	***0,35***	***0,39***	***0,44***	***0,40***	***0,43***	***0,46***	***0,45***	***0,41***
Max		***0,53***	***0,52***	***0,92***	***1,08***	***0,90***	***0,91***	***0,77***	***0,89***	***0,81***	***0,93***	***0,80***	***0,90***	***0,92***	***0,88***	***0,76***	***0,85***	***0,63***	***0,59***	***0,69***	***0,79***	***0,87***	
Min		***0,11***	***0,07***	***0,11***	***0,26***	***0,15***	***0,16***	***0,19***	***0,19***	***0,20***	***0,32***	***0,23***	***0,03***	***0,12***	***0,10***	***0,07***	***0,19***	***0,33***	***0,28***	***0,26***	***0,26***	***0,20***	

Vir: Capital IQ database.

Opomba BDO:

- *Pri posameznih družbah za zgodnejše presečne datume niso bili na voljo podatki o petletni nezadolženi beti. Razlog je predvsem v tem, da družbe še niso kotirale na borzi oziroma na presečni datum še niso imele dovolj dolge zgodovine tržnih podatkov za oceno bete na podlagi petletnih tedenskih donosnosti. Pri družbi Italgas S.p.A. je bila razpoložljivost podatkov dodatno pogojena z izločitvijo iz skupine Snam in ponovno kotacijo leta 2016.*

IDEAS | PEOPLE | TRUST



