

## Posouzení výše regulatorního WACC navrhovaného ERÚ pro V. regulační období z pohledu investora

### 1 Obecné předpoklady a omezující podmínky

Tato Analýza je vypracována pro potřeby Klienta v souvislosti s komunikací s ERÚ ve věci návrhu zásad cenové regulace pro V. regulační období zveřejněném ERÚ v rámci dokumentu *Zásady cenové regulace pro regulační období 2021–2025 pro odvětví elektroenergetiky, plynárenství, pro činnosti operátora trhu v elektroenergetice a plynárenství a pro povinně vykupující – Návrh pro podání připomínek veřejnosti*.

Firma Deloitte je vůči Klientovi nezávislá a Analýzu vypracovala s řádnou profesionální péčí.

Tato Analýza podléhá omezením uvedeným ve Smlouvě a nesmí být reprodukována nebo poskytnuta jiné straně kromě ERÚ bez předchozího písemného souhlasu Deloitte vyjma případů specifikovaných ve Smlouvě. Deloitte neponese vůči jakékoli třetí straně jakoukoli odpovědnost v souvislosti s vypracováním Analýzy vyjma odpovědnosti vyplývající z relevantní zákonné úpravy.

Zdroje, z nichž byly čerpány externí informace, jsou obecně považovány za důvěryhodné, a proto správnost takto získaných informací nebyla dále ověřována.

### 2 Popis situace

Energetický regulační úřad v České republice (dále také jen „ERÚ“) zveřejnil dokument *Zásady cenové regulace pro regulační období 2021–2025 pro odvětví elektroenergetiky, plynárenství, pro činnosti operátora trhu v elektroenergetice a plynárenství a pro povinně vykupující – Návrh pro podání připomínek veřejnosti* (dále také jen „Dokument“). Jedná se o návrh zásad cenové regulace pro V. regulační období. Obsah Dokumentu je předmětem veřejného konzultačního procesu, který byl zahájen ERÚ 30. srpna 2019.

V rámci Dokumentu jsou předkládány dvě varianty míry výnosnosti stanovené jako průměrné vážené náklady kapitálu (dále také jen „WACC“):<sup>2</sup>

1. hodnota WACC stanovena jako konstantní na celé regulační období, jednotná pro sektor energetiky a plynárenství, vycházející z metodiky používané ve III. regulačním období (dále také jen „**Varianta A**“),
2. hodnota WACC stanovena jako konstantní, jednotná pro TSO a DSO v sektoru – jedna hodnota pro sektor elektroenergetiky a jedna pro sektor plynárenství vycházející z metodiky používané pro IV. regulační období (dále také jen „**Varianta B**“).

Přehled variant navrhovaných měr výnosnosti uvádí Tabulka 1.

<sup>2</sup> Dokument *Zásady cenové regulace pro regulační období 2021–2025 pro odvětví elektroenergetiky, plynárenství, pro činnosti operátora trhu v elektroenergetice a plynárenství a pro povinně vykupující – Návrh pro podání připomínek veřejnosti*, část 17, strana 31–33 a dále 99–105

Tabulka 1: Přehled variant navrhovaných měr výnosnosti dle Dokumentu

	Variant A	Variant B Elektroenergetika
Náklady vlastního kapitálu	6,54%	7,94%
Náklady cizího kapitálu	2,80%	2,54%
Daňová sazba	19%	19%
<b>Náklady vlastního kapitálu před zdaněním</b>	<b>8,07%</b>	<b>9,80%</b>
Náklady cizího kapitálu před zdaněním	3,46%	3,14%
Objem vlastního kapitálu	60%	51%
Objem cizího kapitálu	40%	49%
<b>WACC</b>	<b>4,83%</b>	<b>5,30%</b>
<b>WACC před zdaněním</b>	<b>5,97%</b>	<b>6,54%</b>

Zdroj: Dokument, analýza Deloitte

### 3 Naše zadání

Rozumíme, že pro Vaši společnost představuje výše regulatorního WACC parametr, který má zásadní dopad na budoucí výsledky jejího hospodaření, a proto v souvislosti s probíhajícím veřejným konzultačním procesem zvažujete zaslání Vašeho pohledu na navrhovanou výši tohoto parametru regulačnímu úřadu. V této souvislosti jsme byli požádáni o posouzení navrhované výše WACC v Dokumentu, a to z pohledu investora v daném odvětví, včetně analýzy možných konsekvencí.

#### Význam výše míry výnosnosti a její dopad na předmětné odvětví

Jak uvádí Dokument, v případě míry výnosnosti se jedná o klíčový parametr investičních podmínek v regulovaném prostředí.<sup>3</sup> Aby byl investor dostatečně motivován podnikat v regulovaném odvětví, měl by mít zajištěnou alespoň požadovanou míru výnosnosti z jeho investice s ohledem na rizika dané investice, i na rizika ekonomická, politická nebo právní, která souvisí s investováním do určité země. Za situace, kdy se míra výnosnosti umožněná v rámci regulatorního rámce nachází pod úrovní investorem požadované míry výnosnosti, není z pohledu racionálního investora obecně důvod realizovat jakékoli investice. Realizací investic s nižší než požadovanou mírou výnosnosti by docházelo ke snižování hodnoty společnosti, tedy za těchto okolností by byla realizace investic v rozporu s institutem péče řádného hospodáře.

Tato skutečnost hraje ještě významnější roli v případě investic do nových technologií, kdy je investor vystaven riziku, že nová technologie nebude využita v očekávaném rozsahu a v návaznosti na to bude ohrožena její návratnost. Tento vývoj by logicky vedl k velké zdrženlivosti investorů do nových oblastí, což vzhledem k probíhajícím trendům v energetice, např. rozvoji elektromobility a inteligentních distribučních sítí (tzv. *smart grids*), může v konečném důsledku vést k výraznému zaostávání za jinak srovnatelnými trhy.

Racionální investor zvažuje výnosové míry, které lze v rámci daného oboru dosáhnout na ostatních trzích. A v případě, že jinak porovnatelné trhy nabízí ve vztahu k riziku atraktivnější výnosnost, bude racionální investor směřovat investice primárně na tyto trhy.

<sup>3</sup> Viz Dokument, strana 32



V nedostatečné výši nastavená výnosnost v rámci regulačního rámce tedy může mít za následek omezení investic v daném sektoru se všemi souvisejícími negativními důsledky zahrnujícími nejen technologické zaostávání, ale např. i menší spolehlivost.

Naopak odpovídající míra výnosnosti zvyšuje důvěru investorů v návratnost jejich investic a může zásadním způsobem přispět k technologické modernizaci energetické infrastruktury.

## 4 Posouzení navrhované míry výnosnosti pro V. regulační období z pohledu investora

Pro účely posouzení navrhované míry výnosnosti ve formě regulačního WACC pro V. regulační období z pohledu investora jsme se zaměřili na srovnání s alternativními variantami zhodnocení finančních prostředků investora v rámci daného sektoru a porovnání s dosavadní výnosností ve světle posledního vývoje.

### 4.1 Srovnání s alternativními variantami zhodnocení finančních prostředků investora

Porovnání s alternativními variantami zhodnocení finančních prostředků investora bylo provedeno s německým trhem, který svoji blízkostí, vyspělostí a velikostí je bezesporu zásadním konkurentem relevantního českého trhu z pohledu investora zvažujícího umístění finančních prostředků. Toto porovnání bylo provedeno na úrovni výnosnosti vlastního kapitálu, kterou je možné z perspektivy investora vnímat jako rozhodující.

V Německu byla pro odvětví elektroenergetika výše povolené výnosnosti vlastního kapitálu pro nová aktiva v třetím regulačním období (2019 až 2023) stanovena přibližně ve výši 8 % před zdaněním.<sup>4</sup> Pro účely porovnání je nicméně nutné tento údaj upravit na srovnatelnou základnu, aby bylo možné provést analýzu ve vztahu k údajům navrhovaným ve Variantách A a B v Dokumentu.

Zatímco výše uvedený údaj pro německé odvětví elektroenergetiky vyjadřuje výnosnost v EUR, navrhované výnosnosti pro český trh jsou v českých korunách. Z tohoto pohledu je zásadní rozdíl úrokových hladin v obou zemích, kdy např. základní úroková sazba ECB (tedy údaj relevantní pro EUR) činí 0 %, <sup>5</sup> zatímco základní úroková sazba České národní banky (repo sazba) dosahuje výši 2 %. <sup>6</sup> Přestože základní sazby centrálních bank představují spíše krátkodobý pohled, tuto skutečnost potvrzují i údaje z trhu úrokových swapů, kdy desetileté sazby (tj. sazby o délce odpovídající splatnosti českých státních dluhopisů použitých při odhadu povolené výnosnosti vlastního kapitálu v případě obou variant v Dokumentu) jsou v českých korunách o přibližně 1,4 procentního bodu vyšší než v EUR.<sup>7</sup>

Pro relevantní srovnání je rovněž nutné zohlednit rozdílné riziko obou zemí. S ohledem na nižší hodnocení úvěrové spolehlivosti České republiky ratingovými agenturami Moody's nebo Standard & Poor's ve srovnání s Německem,<sup>8</sup> a tedy vyšší riziko České republiky, by měla být povolená výnosnost vlastního kapitálu stanovena ERÚ v České republice ceteris paribus vyšší než povolená výnosnost vlastního kapitálu v Německu. V opačném případě by pro investora bylo výhodnější investovat do obdobného aktiva v Německu než ve více rizikové České republice. Údaje z trhu

<sup>4</sup> Povolená návratnost vlastního kapitálu před celkovou daní z příjmu právnických osob, včetně živnostenské daně a solidárního příspěvku, viz např. <https://www.eon.com/content/dam/eon/eon-com/investors/annual-report/Facts%20and%20Figures%202019.pdf> nebo dopočet jako povolená výnosnost vlastního kapitálu / (1 – celková daň z příjmu právnických osob) na základě informací z webové stránky <https://www.pv-magazine.de/2019/07/10/bgh-urteil-zu-netzrenditen-stoesst-auf-applaus-und-kritik/>

<sup>5</sup> Viz [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

<sup>6</sup> Viz [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

<sup>7</sup> Viz Tabulka 2

<sup>8</sup> Viz např. [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/mezinarodni-vztahy/srovnavaci-tabulka/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni-vztahy/srovnavaci-tabulka/)

se swapy úvěrového selhání (z angl. *Credit Default Swap*) indikují v případě českého trhu požadovaný výnos pro desetiletý horizont<sup>9</sup> o 0,44 procentního bodu vyšší.<sup>10</sup>

Vzhledem k výše uvedenému by výnosnost vlastního kapitálu pro nová aktiva v České republice měla být zhruba dva procentní body nad úroveň tohoto ukazatele v Německu. Zejména navrhovaná Varianta A tento požadavek zdaleka nesplňuje, tedy z tohoto pohledu lze považovat německý trh elektroenergetiky za výrazně atraktivnější. Racionální investor by tedy preferoval investici na tamním trhu.

Tabulka 2: Srovnání vybraných ukazatelů pro Českou republiku a Německo

	ČR Varianta A	Německo odvětví elektroenergetiky nová aktiva
Náklady vlastního kapitálu před zdaněním	8,07%	8,00% <sup>1)</sup>
Základní úroková sazba centrálních bank	2,00%	0,00%
10-leté úrokové swapy <sup>2)</sup>	1,44%	0,05%
Swapy úvěrového selhání (CDS) <sup>2)</sup>	0,58%	0,19%

Zdroj: Dokument, Thomson Reuters, www.cnb.cz, www.ecb.europa.eu, analýza Deloitte

Pozn.: <sup>1)</sup> Viz poznámka pod čarou 4

<sup>2)</sup> Údaje k 30. listopadu 2019

## 4.2 Historické srovnání

Navrhované varianty povolené míry výnosnosti ve formě regulatorního WACC uvedené v Dokumentu lze posoudit i z pohledu historického, tedy provedením srovnání s povolenou mírou výnosnosti ve formě regulatorního WACC, resp. povolenou výnosností vlastního kapitálu, ve IV. regulačním období (2016 až 2020). Povolená výnosnost vlastního kapitálu před zdaněním byla pro odvětví elektroenergetika ve IV. regulačním období stanovena ve výši 10,27 %, <sup>11</sup> tedy o 2,20 %, resp. 0,47 %, vyšší než navrhované povolené míry výnosnosti vlastního kapitálu před zdaněním dle jednotlivých variant pro V. regulační období.

Vývoj inflace v období od roku 2016 (první rok IV. regulačního období) společně s rostoucí potřebou investic do obnovy a rozvoje distribučních sítí ale nepodporuje tak významný pokles povolené míry výnosnosti. Průměrná roční míra inflace v roce 2016 dosahovala 0,7 %, v roce 2018 2,1 %. Očekávaná průměrná roční míra inflace v roce 2019 dosáhne dle makroekonomické predikce Ministerstva financí České republiky z listopadu 2019 hodnoty 2,8 %. <sup>12</sup>

Graf 1 dále uvádí srovnání regulatorních WACC pro odvětví elektroenergetiky pro IV. a V. regulační období a historické a očekávané průměrné roční míry inflace v letech 2016–2019. Vzhledem k rostoucí míře inflace dochází ke zmenšování rozdílu mezi stávajícím regulatorním WACC a průměrnou roční inflací v jednotlivých letech. Další snížení regulatorního WACC by tak v kontextu rostoucí potřeby

<sup>9</sup> Desetiletý horizont je uvažován v souladu se splatností českých státních dluhopisů použitých při odhadu povolené výnosnosti vlastního kapitálu v obou variantách, viz Dokument, strana 99–103.

<sup>10</sup> Viz Tabulka 2

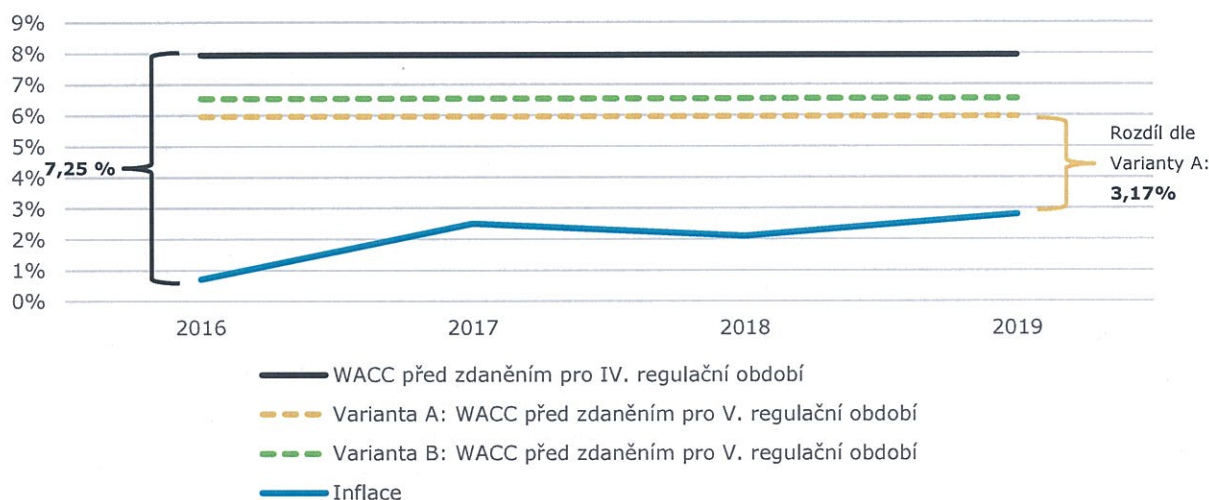
<sup>11</sup> Dokument *Zásady cenové regulace pro období 2016–2018 pro odvětví elektroenergetiky, plynárenství a pro činnosti operátora trhu v elektroenergetice a plynárenství s prodlouženou účinností do 31. prosince 2020*, strana 64, povolená výnosnost vlastního kapitálu před zdaněním byla spočtena jako povolená výnosnost vlastního kapitálu / (1 – sazba daně z příjmu právnických osob ve výši 19 %).

<sup>12</sup> Viz www.mfcr.cz



investovat do obnovy a rozvoje distribučních sítí mohlo negativně ovlivnit vývoj daného sektoru v České republice, a to zejména v důsledku omezení potřebných investic.

Graf 1: Přehled regulatorních WACC a inflace v České republice



Zdroj: Dokument, dokument *Zásady cenové regulace pro období 2016–2018 pro odvětví elektroenergetiky, plynárenství a pro činnosti operátora trhu v elektroenergetice a plynárenství s prodlouženou účinností do 31. prosince 2020*, [www.czso.cz](http://www.czso.cz), [www.mfcr.cz](http://www.mfcr.cz)

Pozn.: inflace pro rok 2019 představuje očekávanou inflaci dle makroekonomické predikce Ministerstva financí České republiky z listopadu 2019, viz [www.mfcr.cz](http://www.mfcr.cz)

### 4.3 Srovnání s ohledem na měnící se povahu nových investic

S ohledem na odlišný charakter plánovaných investic v souvislosti s novými trendy v energetice, jako například zavádění inteligentních sítí (tzv. *smart grids*), kdy dochází ke sblížování odvětví energetiky s odvětvím telekomunikací,<sup>13</sup> se nabízí i srovnání variant navrhované povolené míry výnosnosti ve formě regulatorního WACC v Dokumentu s povolenou výnosností v odvětví telekomunikací.

Příkladem sblížování odvětví je probíhající digitalizace energetické soustavy, která například umožní řízení, sledování a vyhodnocování spotřeby energií s využitím telekomunikační infrastruktury.

S účinností od 15. března 2019 byla pro podniky zajišťující síť elektronických komunikací nebo poskytujících veřejně dostupnou službu elektronických komunikací stanovena povolená míra výnosnosti WACC před zdaněním ve výši 7,25%.<sup>14</sup> Povolená míra výnosnosti vlastního kapitálu před zdaněním byla stanovena ve výši 9,53 %.<sup>15</sup> Ta je ve srovnání s navrhovanou povolenou mírou výnosnosti vlastního kapitálu v odvětví elektroenergetika ve Variantě A o 1,46 procentního bodu vyšší.

V této souvislosti je dále nutné upozornit na skutečnost, že vzhledem k předpokládanému růstu populace a ekonomik, a tedy i očekávanému růstu spotřeby elektrické energie a s tím spojenými negativními důsledky, se stávají snahy o snížení energetické intenzity a zvýšení energetické

<sup>13</sup> Viz např. dokument *World Economic Forum (2017): The Future of Electricity – New Technologies Transforming the Grid Edge*

<sup>14</sup> Viz *Telekomunikační věstník*, částka 2, ročník 2019 ze dne 27. února 2019, článek 1, strana 1

<sup>15</sup> Viz *Telekomunikační věstník*, částka 2, ročník 2019 ze dne 27. února 2019, článek 3, strana 3, povolená výnosnost vlastního kapitálu před zdaněním byla spočtena jako povolená výnosnost vlastního kapitálu / (1 – sazba daně z příjmu právnických osob ve výši 19 %).

efektivnosti zásadními tématy v rámci Evropské unie.<sup>16</sup> V tomto směru by klíčovou roli měly sehrát informační a komunikační technologie (z angl. *Information and Communication Technologies* nebo zkráceně ICT),<sup>17</sup> a to zejména prostřednictvím modernizace distribuční sítě (*smart metering*, interakce se zákazníky a spotřebiči, atd.). Nicméně ochota racionálního investora do distribučních sítí poskytovat finanční prostředky na jejich modernizaci je přímo závislá na očekávané výnosnosti těchto investic. V případě, že by se očekávaná výnosnost v odvětví energetiky pohybovala nezanedbatelně pod úrovní výnosnosti u srovnatelných technologií v rámci odvětví telekomunikací, k čemuž zejména navrhovaná Varianta A směřuje, lze předpokládat spíše zdrženlivý přístup investorů do modernizace distribučních sítí. Tento vývoj pak může následně podkopávat snahy o snižování energetické intenzity a zvyšování energetické efektivity a tedy plnění stanovených cílů v této oblasti.

## 5 Shrnutí provedených analýz

Pro účely posouzení navrhované výše regulatorního WACC v České republice pro V. regulační období jsme analyzovali navrhovanou výnosnost ve vztahu k alternativním investicím z pohledu investora i historický vývoj ve světle vývoje klíčových tržních proměnných.

Z provedených analýz vyplývá, že za situace, kdy se míra výnosnosti umožněná v rámci regulatorního rámce nachází pod úrovní investorem požadované míry výnosnosti, může toto zásadním způsobem ovlivnit chování investorů, konkrétně podstatně snížit jejich ochotu investovat do modernizace energetické infrastruktury a do nových technologií. Tato změna chování pak může mít významné negativní dopady na odvětví jako celek.

---

<sup>16</sup> Viz např. *EUR Energy Efficiency Directive*

<sup>17</sup> Viz např. *World Economic Council (2018): The role of ICT in energy efficiency management*