

## 2.4.2 Charakteristika trhu, medzipodnikové porovnanie

Spoločnosť pôsobí v segmente doplnkových dôchodkových spoločností (ďalej DDS), ktoré boli neskôr v procese reformy dôchodkového systému nazvané ako "tretí pilier".

Dôchodkový systém po roku 1989 fungoval hlavne podľa zákona č. 100/1988 Zb. o sociálnom zabezpečení v znení neskorších predpisov. Ďalším dôležitým schváleným zákonom bol zákon o Sociálnej poisťovni č. 274/1994 v znení neskorších predpisov, ktorý upravoval platenie príspevkov na dôchodkové zabezpečenie.

V roku 1996 bol schválený zákon č. 123/1996 o doplnkovom dôchodkovom poistení zamestnancov. Uvedený dokument ustanovil vznik a fungovanie vtedy ešte doplnkových dôchodkových poisťovní, ktorý v dovtedy priebežnom dôchodkovom systéme v SR umožňoval sporenie na dôchodok mimo Sociálnej poisťovne. Táto kategória subjektov sa neskôr v koncepcii dôchodkovej reformy nazvala tretím pilierom napriek tomu, že začala fungovať oveľa skôr ako bola vypracovaná a uvedená do praxe dôchodková reforma.

Vypracovaná koncepcia dôchodkovej reformy, ktorá sa začala realizovať v roku 2004, spočívala v zmene priebežného systému (prvý pilier, aj keď filozofia má ostať zachovaná), zavedení silného povinného kapitalizačného systému (druhý pilier) a podpore dobrovoľných dôchodkových schém (tretí pilier).

Následne v rámci dôchodkovej reformy bol schválený a začal platiť zákon č. 650/2004 o doplnkovom dôchodkovom sporení. Týmto zákonom bola ustanovená povinnosť pre doplnkové dôchodkové poisťovne transformovať sa do konca júna 2007 na akciové spoločnosti, ak majú naďalej záujem pokračovať vo svojej činnosti ako doplnkové dôchodkové spoločnosti v rámci tretieho piliera.

### Počet klientov

Prostredníctvom piatich dôchodkových spoločností v treťom dobrovoľnom pilieri si ku koncu decembra 2007 sporilo na dôchodok 792 tisíc sporiteľov.

Po zaznamenanom poklese v roku 2007 došlo v roku 2008 k pozitívnemu obratu a nárastu počtu sporiteľov o 24 000, resp. o 2,9% oproti stavu na začiatku roka. Počet sporiteľov ku koncu roku 2008 dosiahol 848 tisíc sporiteľov a nárast zaznamenali všetky DDS.

### Hodnota aktív

Čistá hodnota aktív v roku 2007 vzrástla za všetky fondy o 19 % a dosiahla úroveň 25,3 mld. Skk. Väčšina prírastku sa vzťahovala na príspevkové fondy.

Aj v roku 2008 pokračoval rast majetku v dôchodkových fondoch. Napriek zmierneniu tempa rastu čistá hodnota majetku dosiahla ku koncu roka hodnotu 936 mil. EUR. Podiel majetku medzi príspevkovými a výplacnými fondmi ostal nezmenený, keď 97 % majetku prináležalo príspevkovým fondom.

## Zloženie portfólia

Štruktúra zloženia portfólia dôchodkových fondov ku koncu roku 2007 bola podobná ako v druhom pilieri. Podstatná časť majetku bola nainvestovaná v pomere jedna ku jednej do dlhových cenných papierov a bankových vkladov a len malá časť majetku do iných aktív.

Ku koncu roka 2008 sme zaznamenali nárast u dlhopisovej zložky až na úroveň 64%, a podiel majetku uloženého na účtoch v bankách poklesol na hodnotu 32%. Výrazný pokles zaznamenala aj akciová zložka z objemu spravovaného majetku vo fondoch z 3% v roku 2007 poklesla na 1,5% v roku 2008.

## Ročná výkonnosť fondov

Ročná výkonnosť príspevkových fondov dosiahla k 31.12.2007 od 0,1 do 5,4 %. Priemerná vážená výkonnosť cez NAV dosiahla len 1,0 %. Výplatné fondy za rok 2007 zarobili od 1,4 do 2,3 %. Za slabšou výkonnosťou v porovnaní s druhým pilierom treba hľadať poplatkovú politiku DDS.

Vzhľadom na situáciu ku koncu roku 2008 na kapitálových trhoch sa poklesu výkonnosti nevyhli ani príspevkové fondy. Rozpätie výkonnosti fondov bolo široké (od -20,9 do 2,9%), čo súvisí s rôznym zameraním fondov a ich investičnou stratégiou od peňažných až po akciové. Priemerný ročný výnos vážený NAV dosiahol k 31.12.2008 hodnotu -2,0 %. Kladnú výkonnosť dosiahli len tri z desiatich príspevkových fondov.

Vo výplatných fondoch bola situácia lepšia, keď ich priemerná výkonnosť dosiahla 1,4%.

## Poplatky

Najvýznamnejším typom odplaty pri správe majetku vo fondoch je odplata za správu fondu. Táto za rok 2008 činila až 91 % z objemu všetkých odplát, pri správe majetku vo fondoch. Ďalšími poplatkami sú: odplata depozitárovi, poplatky za vyrovnanie obchodov s cennými papiermi, dane a ďalšie poplatky, ktoré sú na rozdiel od druhého piliera hradené z majetku fondu (v druhom pilieri ich znáša priamo správcovská spoločnosť).

Maximálna výška odplaty za správu fondu je určená zákonom č. 650/2004 Z. z. vo výške maximálne 3% priemernej ročnej čistej hodnoty majetku v doplnkovom dôchodkovom fonde. Pre jednotlivý fond je maximálna výška odplaty určená v jeho štatúte.

Priemerná výška odplát za správu fondov dosahovala ku koncu roka 2007 2,4 % z čistej hodnoty aktív vo fondoch. Pri troch fondoch dosiahla odplata až 3 %, čo predstavuje hornú hranicu legislatívne povolenej odplaty. Priemerná výška odplaty za správu fondov vážená NAV dosiahla 2,6%, čo poukazuje na to, že väčšie fondy majú relatívne vyššiu odplatu za správu.

Za rok 2008 dosiahla priemerná výška odplát za správu fondov (za všetkých 14 fondov) 2,44%.

## Porovnanie

Ku konci roku 2008 pôsobilo na Slovensku šesť d.s.s. a päť d.d.s. Na ich hospodárenie mali vplyv hlavne dve významné udalosti. Prvou bolo pokračovanie a prehĺbenie svetovej finančnej krízy, ktorá sa prejavila poklesom cien niektorých aktív vo fondoch a následne aj

poklesom výnosov. Druhou skutočnosťou bolo dočasná zmena pravidiel pre fungovanie druhého piliera, v podobe jeho otvorenia pre dobrovoľné výstupy a vstupy sporiteľov.

Ku koncu roka dosiahol celkový počet sporiteľov v druhom pilieri 1 483 tisíc oproti 848 tisíc v treťom pilieri, čistá hodnota majetku spravovaného vo fondoch spravovaných d.s.s. dosiahla ku koncu roku 2008 2,23 mld. EUR oproti 936 mil. EUR spravovaných vo fondoch d.d.s..

Napriek ani nie polovičnému počtu sporiteľov a taktiež nižšiemu objemu spravovaných aktív vo fondoch, dosiahol celkový hospodársky výsledok za odvetvie d.d.s. zisk v roku 2008 3,3 mil. EUR oproti celkovej strate 5,6 mil. EUR za odvetvie d.s.s.. Stratu zaznamenala len jedna z piatich spoločností d.d.s. ale až štyri zo šiestich d.s.s..

Na rozdielny hospodársky výsledok výrazne vplýva odlišný výpočet odplaty za správu majetku. Vo fondoch spravovaných d.d.s. je určená legislatívna horná hranica odplaty za správu na úrovni 3% z čistej hodnoty majetku vo fonde (pre daný fond je uvedená v jeho štatúte), pre fondy spravované d.s.s. je výrazne nižšia. Podľa prijatej novely v roku 2009 sa odplata pri správe d.s.s. skladá z fixnej, výnosovej a variabilnej časti. Pri fixnej odplate došlo k jej zníženiu z doterajších mesačných 0,065% na 0,025% z čistej hodnoty majetku vo fonde.

Pri fondoch v druhom pilieri sa určuje rozdielne aj ich výnosnosť. Dôležitým ukazovateľom je koncoročný priemerný výnos trhovej konkurencie, od ktorého je odvodená dolná hranica výnosu pre daný typ fondov (konzervatívne, vyvážené, rastové) a porušenie ktorej by znamenalo pre d.s.s. povinnosť doplniť majetok fondov z vlastných prostriedkov.

Hlavné údaje za odvetvie správcovských spoločností druhého (d.s.s.) a tretieho piliera (d.d.s.) za rok 2008:

	jednotka	d.s.s.	d.d.s.
Čistá hodnota aktív vo fondoch	mil. eur	2 230	936
Počet sporiteľov	tis. ľudí	1 483	848
Sumárny hospodársky výsledok	mil. eur	-5,6	3,3
Počet pôsobiacich spoločností	počet	6	5

Zdroj: NBS.

### ***Doplnkové dôchodkové spoločnosti na Slovensku***

Na Slovensku v súčasnosti pôsobí 5 doplnkových dôchodkových spoločností:

Por.č.	Obchodné meno	Sídlo	Číslo povolenia	Právoplatné	Depozitár
1.	ING Tatry – Sympatia, d.d.s., a.s.	Trnavská 50/B, 821 02 Bratislava 2	UDK -001/2006/PDDS	24.1.2006	Všeobecná úverová banka, a.s.
2.	AXA d.d.s., a.s.	Laurinská 18, 811 01 Bratislava	UDK -002/2006/PDDS	27.1.2006	UniCredit Bank Slovakia, a.s.
3.	Doplnková dôchodková spoločnosť Tatra banky, a.s.	Hodžovo námestie 3, 811 06 Bratislava	UDK -003/2006/PDDS	17.3.2006	Československá obchodná banka, a.s.
4.	Stabilita, d.d.s., a.s.	Bačíkova 5, 041 48 Košice	UDK-004/2006/PDDS	6.12.2006	Slovenská sporiteľňa, a.s.
5.	AEGON, d.d.s., a.s.	Slávičie údolie 106, 811 02 Bratislava	OPK-1973/2007	10.5.2007	UniCredit Bank Slovakia, a.s.

**ING Tatry - Sympatia, d.d.s., a.s.**

ING Tatry - Sympatia, d.d.s., a.s. vznikla transformáciou Prvej doplnkovej dôchodkovej poisťovne Tatry - Sympatia.

Doplnková dôchodková spoločnosť ING Tatry - Sympatia, d.d.s., a.s. spravuje dôchodkové fondy (tri príspevkové a jeden výplatný):

- Rastový príspevkový d.d.f. ING Tatry - Sympatia, d.d.s., a.s.
- Vyvážený príspevkový d.d.f. ING Tatry - Sympatia, d.d.s., a.s.
- Konzervatívny príspevkový d.d.f. ING Tatry - Sympatia, d.d.s., a.s.
- Dôchodkový výplatný d.d.f. Tatry - Sympatia, d.d.s., a.s.

**AXA d.d.s., a.s.**

Doplnková dôchodková spoločnosť AXA d.d.s., a. s. vytvára a spravuje tri doplnkové dôchodkové fondy (dva príspevkové doplnkové dôchodkové fondy a jeden výplatný doplnkový dôchodkový fond):

- Globálny akciový dôchodkový fond AXA d.d.s., a.s., príspevkový d.d.f.
- Príspevkový doplnkový dôchodkový fond AXA d.d.s., a.s., príspevkový d.d.f.
- Výplatný doplnkový dôchodkový fond AXA d.d.s., a.s., výplatný d.d.f.

**Doplnková dôchodková spoločnosť Tatra banky a.s.**

DDS Tatra banky vznikla transformáciou Pokoj doplnkovej dôchodkovej poisťovne. Doplnkové dôchodkové fondy spravované spoločnosťou:

- Doplnková dôchodková spoločnosť Tatra banky, a.s., Konzervatívny príspevkový d.d.f.
- Doplnková dôchodková spoločnosť Tatra banky, a.s., Vyvážený príspevkový d.d.f.
- Doplnková dôchodková spoločnosť Tatra banky, a.s., Rastový príspevkový d.d.f.
- Doplnková dôchodková spoločnosť Tatra banky, a.s., Zaistený príspevkový d.d.f. 2017
- Doplnková dôchodková spoločnosť Tatra banky, a.s., Dôchodkový výplatný d.d.f.

**AEGON, d.d.s., a.s.**

Doplnková dôchodková spoločnosť AEGON, d.d.s., a. s. vytvára a spravuje dva doplnkové dôchodkové fondy:

- Príspevkový d.d.f., AEGON, d.d.s., a.s.
- Výplatný d.d.f., AEGON, d.d.s., a.s.

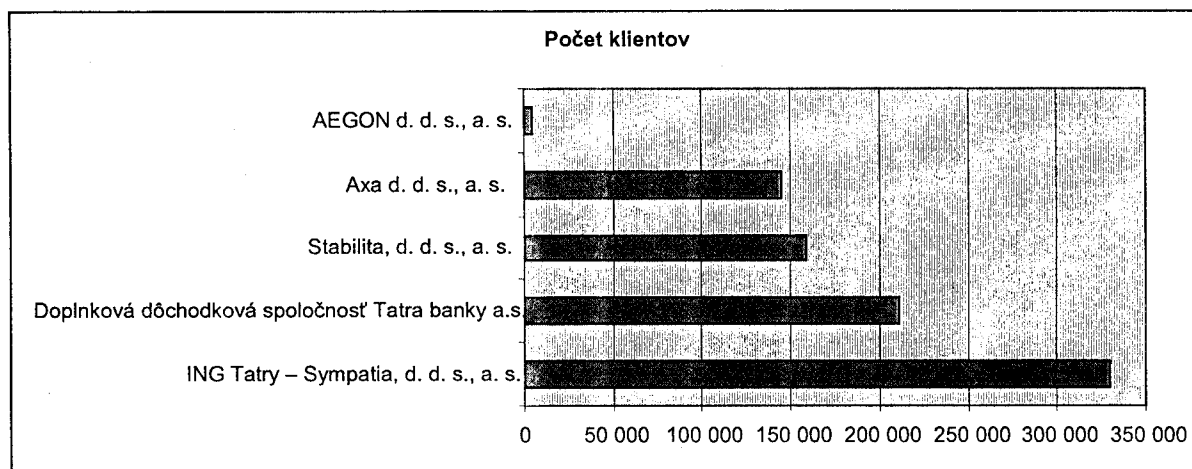
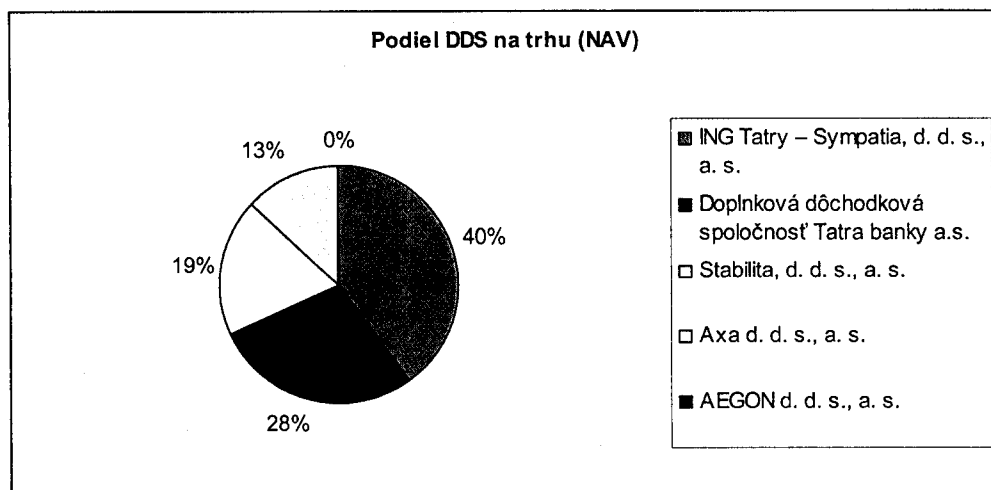
V nasledujúcej tabuľke je uvedený podiel jednotlivých spoločností na trhu k 31.12.2008:

	Podiel na trhu <sup>1)</sup>	NAV fondov	Počet
	(%)	(tis. EUR)	klientov
ING Tatry – Sympatia, d. d. s., a. s.	40	369 599	329 999
Doplnková dôchodková spoločnosť Tatra banky a.s.	28	261 349	210 725
Stabilita, d. d. s., a. s.	19	177 668	158 836
Axa d. d. s., a. s.	13	125 583	144 290
AEGON d. d. s., a. s.	0	999	4 296

Zdroj: NBS.

1) Trhové podiely sú počítané podľa celkovej čistej hodnoty aktív (NAV) fondov danej DDS.

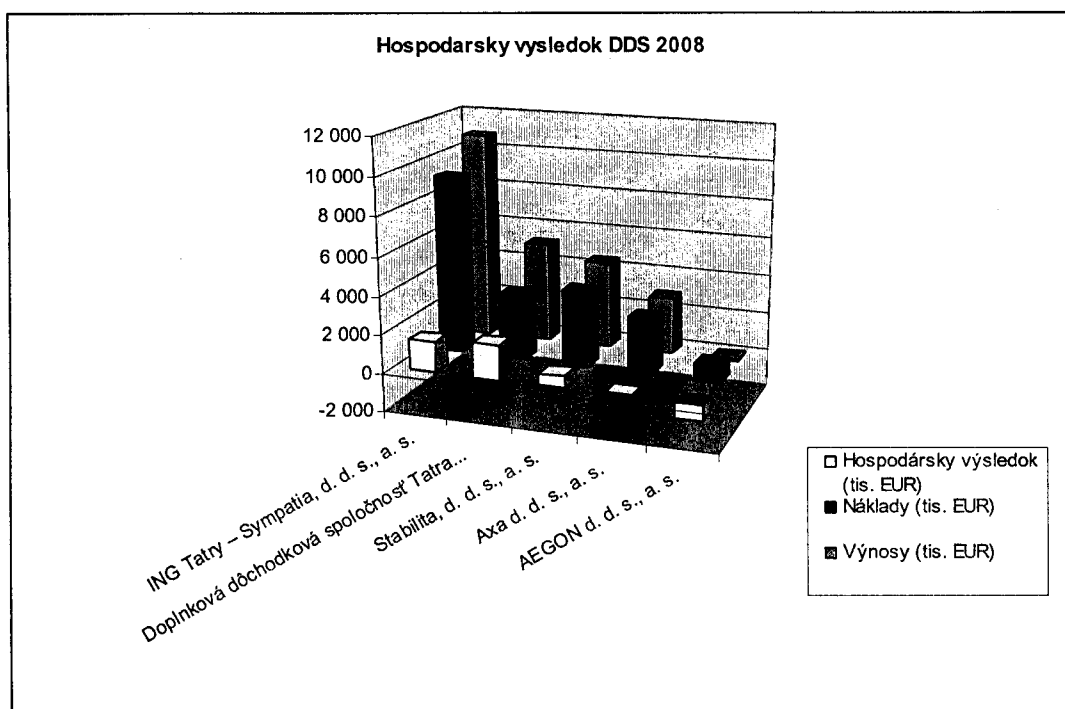
NAV – Net Asset Value (Čistá hodnota aktív)

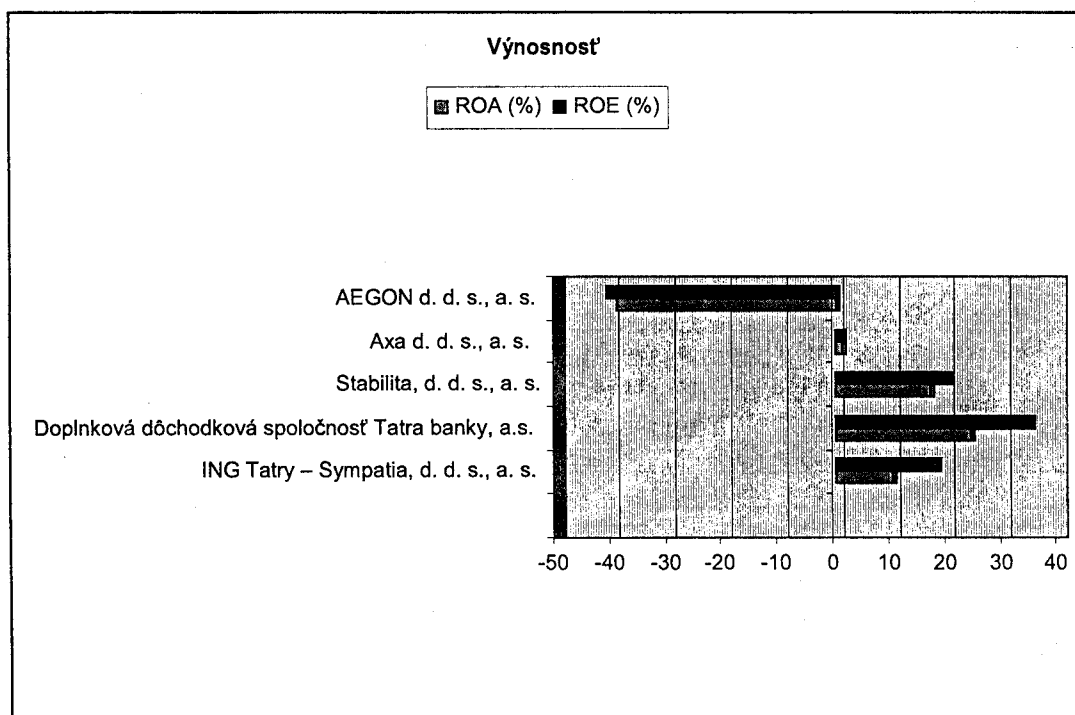


Hospodársky výsledok doplnkových dôchodkových spoločností k 31.12.2008

Hospodársky výsledok DDS k 31. 12. 2008	Výnosy (tis. EUR)	Náklady (tis. EUR)	HV (tis. EUR)	ROA (%)	ROE (%)
ING Tatry – Sympatia, d. d. s., a. s.	10 862	9 249	1 613	10	18
Doplnková dôchodková spoločnosť Tatra banky, a.s.	5 173	3 369	1 804	24	35
Stabilita, d. d. s., a. s.	4 488	3 871	617	17	20
Axa d. d. s., a. s.	2 962	2 861	100	1	1
AEGON d. d. s., a. s.	66	854	-788	-39	-41

Zdroj: NBS.





#### Čistá hodnota aktív (NAV) v doplnkových dôchodkových fondoch k 31.12.2008

	(tis. EUR)
<b>Spolu</b>	<b>935 199</b>
Príspevkové	907 162
Výplatné	28 037

Zdroj: NBS.

NAV – Net Asset Value (Čistá hodnota aktív)

#### Štruktúra investícií doplnkových dôchodkových fondov k 31.12.2008

	(tis. EUR)
<b>Spolu</b>	<b>935 199</b>
Účty v bankách	301 635
Dlhopisy	602 895
Akcie	13 647
Ostatné	37 501
Záväzky	-20 480

Prehľad ekonomických ukazovateľov doplnkových dôchodkových spoločností za roky 2007 a 2008

	ING Tatry - Sympatia, d.d.s., a.s.		AXA, d.d.s., a.s.		AEGON, d.d.s., a.s.		Doplnková dôchodková spoločnosť Tatra banky, a.s.		STABILITA, d.d.s., a.s.	
účtovné obdobie (rok)	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007
Dlhodobý majetok	194 565	234 521	214 207	59 390	4 787	6 163	18 370	24 288	37 433	38 062
Krátkodobý majetok	269 507	128 976	71 767	57 105	55 661	61 713	212 891	151 508	70 210	58 800
<b>Majetok spolu</b>	<b>464 072</b>	<b>363 497</b>	<b>285 974</b>	<b>116 495</b>	<b>60 448</b>	<b>67 876</b>	<b>231 261</b>	<b>175 796</b>	<b>107 643</b>	<b>96 862</b>
Vlastné imanie	274 034	224 128	261 761	102 786	58 075	61 823	157 155	102 806	92 669	74 074
Základné imanie	100 000	100 000	109 000	109 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
Kumulované zisky/straty	66 954	55 072	147 737	-11 214	-31 925	-8 177	97 375	46 952	34 659	17 849
Závazky	190 038	139 369	24 213	13 709	2 373	6 053	74 106	72 990	14 974	22 788
<b>Vlastné imanie a záväzky spolu</b>	<b>464 072</b>	<b>363 497</b>	<b>285 974</b>	<b>116 495</b>	<b>60 448</b>	<b>67 876</b>	<b>231 261</b>	<b>175 796</b>	<b>107 643</b>	<b>96 862</b>
Výnosy z odplát a provízií	312 712	297 966	81 788	67 221	316	0	152 544	122 265	132 727	99 751
čistý výnos z poplatkov a provízií	222 218	271 691	x	x	-6 755	-1 086	146 228	118 107	130 467	96 343
čisté úrokové výnosy	13 655	9 862	x	x	1 662	1 399	955	625	2 051	925
<b>Zisk za účtovné obdobie po zdanení</b>	<b>48 581</b>	<b>36 699</b>	<b>3 017</b>	<b>-9 235</b>	<b>-23 748</b>	<b>-8 177</b>	<b>54 349</b>	<b>39 263</b>	<b>18 595</b>	<b>17 849</b>

\* údaje sú prevzaté z účtovných závierok uvedených spoločností prezentovaných na ich webových stránkach

Doplnková dôchodková spoločnosť STABILITA, d.d.s., a.s. zatiaľ vytvorila jeden príspevkový a jeden výplatný dôchodkový fond. Ostatné d.d.s. (až na AEGON, d.d.s., a. s.) vytvorili viac príspevkových fondov s rozličným investičným zameraním.

Podiel doplnkovej dôchodkovej spoločnosti STABILITA, d.d.s., a.s. k 31.12.2008 predstavuje 19 % (počítané podľa celkovej čistej hodnoty aktív (NAV) fondov), naproti tomu podiel najväčšej spoločnosti ING Tatry Sympatia predstavuje až 40%. Podiel ostatných spoločností je uvedený v tabuľke Podiel DDS na trhu (NAV).

Čistý rast nových účastníkov do STABILITA, d.d.s., a.s. predstavoval 4,14%, oproti rastu nových účastníkov do všetkých doplnkových dôchodkových spoločností, ktorý predstavoval len 2,9%.



## Zhodnotenie

Odvetvie správy aktív a sporenia na dôchodok má na Slovensku krátku históriu. Slovensko ako jedna z mála krajín strednej a východnej Európe vypracovalo a zaviedlo dôchodkovú reformu od roku 2004, ktorej súčasťou je aj dobrovoľný tretí pilier, kde pôsobia doplnkové dôchodkové spoločnosti a STABILITA, d.d.s., a.s..

V nasledujúcom období zatiaľ neočakávame významnejšie zmeny v odvetví pôsobenia doplnkových dôchodkových spoločností v treťom dobrovoľnom pilieri, a to ako zo strany štátu, tak aj zo strany doplnkových dôchodkových spoločností. Vychádzame z toho, že tretí pilier je dobrovoľný a mimo prvých dvoch povinných pilierov, ktoré sú pre štátnu dôchodkovú politiku v súčasnom období zatiaľ prioritné.

Predpokladáme, že aj úroveň podpory tretieho piliera (daňové zvýhodnenie) pre prispievateľov ale hlavne cez zamestnávateľov, zostane zachovaná na súčasnej úrovni.

Práve podpora tretieho piliera cez zamestnávateľov je v súčasnosti podľa nás rozhodujúca pre prílev nových klientov. V roku 2008 sme zaznamenali čistý rast nových účastníkov do všetkých doplnkových dôchodkových spoločností 2,9%. Čistý rast nových účastníkov do spoločnosti STABILITA, d.d.s., a.s. predstavoval 4,14%, čo je výraznejší rast ako rast celého sektora.

Pre nasledujúce obdobie predpokladáme ďalší prílev nových klientov do tretieho piliera, ktorý bude súvisieť s postupnou stabilizáciou globálnej ekonomiky a stabilizáciou vývoja na kapitálových trhoch po finančnej kríze.

Rast nových klientov do STABILITA, d.d.s. a.s. bude vyšší v porovnaní s rastom celého sektora, na čom budú mať hlavný vplyv zmluvy so stávajúcimi klientmi spoločnosti (ktorí predstavujú veľkých zamestnávateľov, z ktorých niektorí sú aj medzi akcionármi – ŽSR, U. S. Steel Košice, s.r.o. a ďalší).

Pri zachovaní podpory tretieho piliera len na súčasnej úrovni, predpokladáme, že po určitom čase nastane naplnenie klientov zo strany zamestnancov veľkých spoločností a dôjde k zníženiu prílevu nových účastníkov do tretieho piliera.

Predpokladáme, že STABILITA, d.d.s., a.s. si udrží svoj podiel na trhu. V súčasnosti jej podiel predstavuje 19% (počítané podľa celkovej čistej hodnoty aktív (NAV) fondov), naproti tomu podiel najväčšej spoločnosti ING Tatra Sympatia predstavuje až 40%.

Priemerná výška odplát za správu majetku v dôchodkových fondoch v treťom pilieri dosiahla v roku 2007 2,4% a v roku 2008 2,44% z čistej hodnoty majetku vo fondoch. Oproti tomu dosiahla priemerná vážená výkonnosť cez NAV k 31.12.2007 1 % a k 31.12.2008 len -2% napriek tomu, že podstatná časť majetku bola nainvestovaná do dlhopisov až na úroveň 64% a podiel majetku uloženého na účtoch v bankách dosiahol hodnotu 32%.

Do budúcnosti očakávame postupné zníženie odplaty za správu dôchodkových fondov, ktoré bude súvisieť so znížením nákladov na správu z dôvodu prechodu na menu euro a ukončenia potreby zaistovania voči kurzovým pohybom, priblížením sa poplatkom s podobnou investičnou stratégiou (dôchodkové fondy v druhom pilieri, podielové fondy). V tejto súvislosti očakávame aj tlak dozorujúceho orgánu NBS, ktorá vo svojich správach už poukazuje na to, že niektoré fondy si účtovali odplatu na úrovni hornej hranice, neberúc do

úvahy dosiahnutú výkonnosť fondu. V budúcnosti očakávame aj legislatívnu zmenu výšky odplaty v treťom pilieri.

V súčasnosti v časoch globalizácie je dôchodkový systém úzko naviazaný na vývoj nielen domácej ale aj globálnej ekonomiky a na vývoj svetových finančných trhov. Krízy, ktoré len v posledných rokoch („ázijská, internetová, hypotekárna,...“) sa prejavili turbulentiami na kapitálových trhoch prinášajú rizika aj pre spoločnosti pôsobiace v dôchodkovom systéme.

Tretí pilier, ktorý je súčasťou dôchodkového systému na Slovensku, ako odvetvia s krátkou históriou, je ovplyvňovaný legislatívnymi a štrukturálnymi zmenami zo strany štátu. Vplyv a možné riziká pre tretí pilier prinášajú aj zásahy, ktoré sa ho priamo nedotýkajú (otvorenie druhého piliera, a iné), ale ako súčasť dôchodkového systému Slovenska je s nimi úzko previazaný.

Počas finančnej krízy sme boli svedkami bankrotov významných svetových spoločností. Súčasná podpora a naviazanie doplnkového dôchodkového sporenia na veľkých zamestnávateľov (majú doplnkové dôchodkové sporenie uvedené vo svojich kolektívnych zmluvách) môže v prípade ich bankrotu mať významný vplyv na jednotlivé doplnkové dôchodkové spoločnosti.

Doplnková dôchodková spoločnosť STABILITA, d.d.s., a.s. je v súčasnosti už len jednou z doplnkových dôchodkových spoločností na Slovensku, ktorá nie je kapitálovo prepojená so žiadnou významnou finančnou inštitúciou (minimálne v európskom meradle). Z tohto dôvodu do budúcnosti vidíme možné riziko vyšších nákladov pri správe aktív oproti veľkým finančným inštitúciám, ktoré môžu využívať background celej finančnej skupiny hlavne pri rozšírení ponuky o ďalšie príspevkové fondy s rozdielnou investičnou stratégiou.

## 2.5 Výpočet všeobecnej hodnoty

### 2.5.1 Predikcia budúceho vývoja

Pri stanovení výšky odčerpateľných zdrojov počas hodnoteného obdobia hodnotiaci tím vychádzal z informácií poskytnutých spoločnosťou o simulácii výplat z aktuálneho účastníckeho kmeňa za jednotlivé skupiny poberateľov, z doterajšieho vývoja spoločnosti, z porovnávacej analýzy spoločnosti a ostatných dôchodkových spoločností, predikcie vývoja makroekonomických ukazovateľov, a ostatných informácií získaných od spoločnosti.

Po preskúmaní informácií od spoločnosti, analýze prostredia a oboznámení sa s problematikou dôchodkových spoločností bol zostavený nasledujúci plán výsledovky a súvahy pre roky 2009 až 2019.

Výkaz Ziskov a Strát <b>STABILITA, d.d.s., a.s.</b>	2009 EUR	2010 EUR	2011 EUR	2012 EUR	2013 EUR	2014 EUR	2015 EUR	2016 EUR	2017 EUR	2018 EUR	2019 EUR
Výnosy z úrokov a obdobné výnosy	24 411	112 361	134 354	94 706	105 658	95 764	105 639	112 133	93 848	95 392	101 508
Náklady na úroky a obdobné náklady	999	3 850	3 850	3 850	3 850	3 850	3 850	3 850	3 850	3 850	3 850
<b>Čisté úrokové výnosy</b>	<b>23 411</b>	<b>108 510</b>	<b>130 504</b>	<b>90 855</b>	<b>101 808</b>	<b>91 914</b>	<b>101 789</b>	<b>108 282</b>	<b>89 997</b>	<b>91 541</b>	<b>97 658</b>
Výnosy z odplát a provízie	3 970 871	5 220 487	3 989 322	4 382 800	4 161 038	4 454 435	4 743 868	4 146 132	4 311 288	4 600 188	4 891 593
Náklady na odpłaty a provízie	68 824	78 049	79 610	81 202	82 826	84 483	86 172	87 896	89 654	91 447	93 276
<b>Čistý zisk alebo strata z odplát a provízií</b>	<b>3 902 047</b>	<b>5 142 438</b>	<b>3 909 712</b>	<b>4 301 598</b>	<b>4 078 212</b>	<b>4 369 952</b>	<b>4 657 695</b>	<b>4 058 236</b>	<b>4 221 634</b>	<b>4 508 742</b>	<b>4 798 317</b>
Ostatné výnosy	4 258	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatné náklady	1 702 891	1 512 596	1 547 833	1 589 615	1 639 359	1 602 684	1 652 352	1 566 792	1 612 955	1 660 144	1 708 370
personálne náklady	1 059 607	1 877 139	1 950 928	2 027 629	2 107 359	2 190 236	2 276 386	2 365 939	2 459 028	2 555 794	2 656 384
odpisy	97 119	293 335	230 266	163 878	163 878	130 684	130 684	130 684	130 684	130 684	130 684
odpisy hmotného majetku	88 582	97 491	97 491	97 491	97 491	97 491	97 491	97 491	97 491	97 491	97 491
odpisy nehmotného majetku	8 537	195 844	132 776	66 388	66 388	33 194	33 194	33 194	33 194	33 194	33 194
<b>Zisk alebo strata za účt. obdobie pred zdanením</b>	<b>1 070 099</b>	<b>1 567 879</b>	<b>311 189</b>	<b>611 331</b>	<b>269 424</b>	<b>538 262</b>	<b>700 061</b>	<b>103 103</b>	<b>108 964</b>	<b>253 660</b>	<b>400 537</b>
<b>Daň z príjmov</b>	<b>203 319</b>	<b>297 897</b>	<b>59 126</b>	<b>116 153</b>	<b>51 191</b>	<b>102 270</b>	<b>133 012</b>	<b>19 590</b>	<b>20 703</b>	<b>48 195</b>	<b>76 102</b>
<b>Zisk alebo strata za účtovné obdobie po zdanení</b>	<b>866 780</b>	<b>1 269 982</b>	<b>252 063</b>	<b>495 178</b>	<b>218 233</b>	<b>435 992</b>	<b>567 049</b>	<b>83 514</b>	<b>88 261</b>	<b>205 465</b>	<b>324 435</b>

Súvaha STABILITA, d.d.s., a.s.		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
		EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
<b>AKTIVA CELKOM</b>		<b>4 005 882</b>	<b>4 443 776</b>	<b>3 403 711</b>	<b>3 645 296</b>	<b>3 365 770</b>	<b>3 613 662</b>	<b>3 777 076</b>	<b>3 321 058</b>	<b>3 360 791</b>	<b>3 514 877</b>	<b>3 671 254</b>
A	Pohľadávky za upísané vl. imanie	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B	Neobežný majetok	804 621	691 762	641 971	608 777	575 583	575 583	575 583	575 583	575 583	575 583	575 583
B.I	Dlhodobý nehmotný majetok	600 113	487 254	437 463	404 269	371 075	371 075	371 075	371 075	371 075	371 075	371 075
B.II	Dlhodobý hmotný majetok	204 508	204 508	204 508	204 508	204 508	204 508	204 508	204 508	204 508	204 508	204 508
B.III	Dlhodobý finančný majetok	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C	Obežný majetok	3 201 261	3 752 014	2 761 740	3 036 519	2 790 187	3 038 079	3 201 493	2 745 475	2 785 208	2 939 294	3 095 671
C.I	Zásoby	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.II	Dlhodobé pohľadávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Dlhodobé pohľadávky z obchodného styku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Ostatné dlhodobé pohľadávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.III	Krátkodobé pohľadávky	3 201 261	3 752 014	2 761 740	3 036 519	2 790 187	3 038 079	3 201 493	2 745 475	2 785 208	2 939 294	3 095 671
	Krátkodobé pohľadávky z obchodného styku	336 985	336 985	336 985	336 985	336 985	336 985	336 985	336 985	336 985	336 985	336 985
	Ostatné krátkodobé pohľadávky	24 265	24 265	24 265	24 265	24 265	24 265	24 265	24 265	24 265	24 265	24 265
C.IV	Finančné účty	2 840 011	3 390 764	2 400 490	2 675 269	2 428 937	2 676 829	2 840 243	2 384 225	2 423 958	2 578 044	2 734 421
D	Časové rozlíšenie	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
D.I	Náklady budúcich období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
D.II	Príjmy budúcich období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>PASÍVA CELKOM</b>		<b>4 005 882</b>	<b>4 443 776</b>	<b>3 403 711</b>	<b>3 645 296</b>	<b>3 365 770</b>	<b>3 613 662</b>	<b>3 777 076</b>	<b>3 321 058</b>	<b>3 360 791</b>	<b>3 514 877</b>	<b>3 671 254</b>
A	Vlastné imanie	3 538 743	3 971 427	2 935 112	3 174 407	2 893 287	3 139 918	3 299 681	2 845 820	2 882 466	3 032 802	3 185 328
A.I	Základné imanie	1 660 000	1 660 000	1 660 000	1 660 000	1 660 000	1 660 000	1 660 000	1 660 000	1 660 000	1 660 000	1 660 000
A.II	Kapitálové fondy	36 646	36 646	36 646	36 646	36 646	36 646	36 646	36 646	36 646	36 646	36 646
A.III	Fondy zo zisku	225 221	225 221	225 221	225 221	225 221	225 221	225 221	225 221	225 221	225 221	225 221
A.IV	VH minulých rokov	750 083	779 594	761 170	757 353	753 203	782 049	810 762	840 437	872 336	905 465	939 024
A.V	VH bežného účtovného obdobia	866 793	1 269 966	252 075	495 187	218 217	436 002	567 052	83 516	88 263	205 470	324 437
B	Závazky	467 139	472 349	468 599	470 889	472 483	473 744	477 395	475 238	478 325	482 075	485 926
B.I	Rezervy	249 718	249 718	249 718	249 718	249 718	249 718	249 718	249 718	249 718	249 718	249 718
B.II	Dlhodobé záväzky	5 112	5 112	5 112	5 112	5 112	5 112	5 112	5 112	5 112	5 112	5 112
	Emitovanie dlhopisov, obligácie	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Dlhodobé zmenky na úhradu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

	Ostatné dlhodobé záväzky	5 112	5 112	5 112	5 112	5 112	5 112	5 112	5 112	5 112	5 112	5 112	5 112	5 112	5 112	5 112	5 112	5 112
B.III	Krátkodobé záväzky	212 309	217 519	213 769	216 059	217 653	218 914	222 565	220 408	223 495	227 245	231 096	231 096	231 096	231 096	231 096	231 096	231 096
	Krátkodobé záväzky z obchodného styku	78 504	81 524	82 553	83 682	86 570	86 835	89 856	89 956	93 043	96 229	99 515	99 515	99 515	99 515	99 515	99 515	99 515
	Ostatné krátkodobé záväzky	133 805	135 995	131 216	132 377	131 083	132 079	132 709	130 452	130 452	131 016	131 581	131 581	131 581	131 581	131 581	131 581	131 581
B.IV	Bankové úvery a výpomoci	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Bankové úvery dlhodobé	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Bežné bankové úvery	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Krátkodobé finančné výpomoci	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C	<b>Časové rozlíšenie</b>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.I	Výdavky budúcich období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.II	Výnosy budúcich období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Plánované hodnotené obdobie bolo stanovené v dĺžke 11 rokov. Pri jeho stanovení sa vychádzalo z podmienok vyplatenia daných zákonom o DDS, t.j. veku kmeňových účastníkov a potrebnej dĺžky sporenia.

Pri výpočte bol zohľadnený majetok a záväzky (mimo konsolidovaného celku) a podiel na nerozdelených ziskoch dcérskej spoločnosti Stabilita Servis s.r.o.

Výnosy z odpát a provízií za správu dôchodkových fondov v správe DDS sú ovplyvnené vývojom stavu účastníckeho kmeňa a výšky uvažovaných poplatkov za správu fondu. Pre plánované obdobie hodnotiaci tím vychádzal z vývoja počtu účastníkov za obdobie rokov 1998 - 2008. Pre prvú polovicu tohto obdobia bol zaznamenaný prudký medziročný nárast účastníkov, pre druhú ustálenie na priemernom prírastku 6 000 nových účastníkov. Vzhľadom na globálnu finančnú krízu, ktorá sa negatívne prejavila aj na dôchodkovom sektore, hodnotiaci tím pre obdobie najbližších 7 rokov stanovil medziročný nárast 5 000 účastníkov, pre ďalšie obdobie po naplnení klientov zo strany zamestnancov predpokladáme medziročný prírastok 3 500 účastníkov.

Ostatné náklady a výnosy hodnotiaci tím stanovil na základe predpokladaného vývoja indexu spotrebiteľských cien (CPI). Aktuálna predikcia CPI na rok 2009 podľa údajov uverejnených NBS je 2,6 % a pre rok 2010 je 3,00%. Hodnotiaci tím na plánované obdobie určil CPI vo výške 3,00 %. Spoločnosť do budúcnosti neplánuje personálne zmeny, preto hodnotiaci tím pri výpočte osobných nákladov prihladol na túto skutočnosť a valorizoval mzdové náklady 4 % ročne.

Dlhodobý majetok spoločnosti tvorí dlhodobý hmotný a dlhodobý nehmotný majetok (softver). Investície do hmotného majetku sú stanovené vo výške odpisov pre zachovanie jednoduchej reprodukčnej schopnosti podniku. Investície do softvéru zohľadňujú zvyšujúce nároky na elektronické zabezpečenie spracovania údajov. Tieto boli stanovené nasledovne:

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Investície do softvéru v EUR	132 776	82 985	82 985	33 194	33 194	33 194	33 194	33 194	33 194	33 194	33 194

Podstatnú časť pohľadávok spoločnosti tvoria pohľadávky za správu fondov. Priemerná doba ich inkasa za minulé obdobie predstavovala 30 dní, výška pohľadávok pre predikované obdobie zohľadnila túto dobu a zachovala ich splatnosť v rozmedzí 29 - 32 dní.

Závázky z obchodného styku v prevažnej miere predstavujú záväzky voči dcérskej spoločnosti STABILITA Servis, s.r.o. (v roku 2008 49 % ich celkového objemu). Doba splatnosti za predchádzajúce obdobie predstavovala 21 dní, pre predikované bola zachovaná v rozmedzí 19 - 20 dní. Ostatné záväzky predstavujú rezervy na nevýčerpané dovolenky, rezervy na nevýfakturované dodávky, rezervy na odmeny štatutárov, záväzky voči zamestnancom z titulu nevyplatených miezd a s nimi súvisiacich odvodových povinností.

## 2.5.2 Stanovenie trvalo odčerpateľných zdrojov

Vzhľadom na to, že ide o finančnú inštitúciu, pre výpočet odčerpateľných zdrojov sa v zmysle prílohy č. 16 k Vyhláške MS SR č. 492/2004 Z. z. v znení neskorších predpisov použije čistý úrokový výnos

### zvýšený o :

- Výnosy z cenných papierov s premenlivým výnosom
- Čisté výnosy z poplatkov a provízií
- Zisk finančných operácií
- Ostatné výnosy z bežnej činnosti
- Použitie rezerv a opravných položiek

### znížený o :

- Všeobecné prevádzkové náklady, ktorými sa rozumejú náklady na zamestnancov, ostatné prevádzkové náklady
- Tvorbu rezerv a opravných položiek
- Daň z príjmov
- Kapitálové požiadavky na základe kapitálovej primeranosti
- Predpokladané investície nutné na zaistenie požadovaného rastu zisku
- Prídely do zákonného rezervného fondu a do štatutárnych fondov
- Eventuálne obmedzujúce finančné prostriedky na základe Obchodného zákonníka.

		2009	2010	2011	2012	2013	2014
čistý úrokový výnos		23 411	108 510	130 504	90 855	101 808	91 914
čisté výnosy z poplatkov a provízií	(+)	3 970 871	5 220 487	3 989 322	4 382 800	4 161 038	4 454 435
ostatné výnosy z bežnej činnosti	(+)	4 258	0	0	0	0	0
všeobecné prevádzkové náklady	(-)	2 831 322	3 467 783	3 578 371	3 698 446	3 829 544	3 877 403
daň z príjmov	(-)	203 319	297 897	59 126	116 153	51 191	102 270
nutné investície	(-)	132 776	82 985	82 985	33 194	33 194	33 194
<b>odčerpateľné zdroje</b>		<b>831 124</b>	<b>1 480 332</b>	<b>399 345</b>	<b>625 863</b>	<b>348 918</b>	<b>533 483</b>

		2015	2016	2017	2018	2019
čistý úrokový výnos		101 789	108 282	89 997	91 541	97 658
čisté výnosy z poplatkov a provízií	(+)	4 743 868	4 146 132	4 311 288	4 600 188	4 891 593
ostatné výnosy z bežnej činnosti	(+)	0	0	0	0	0
všeobecné prevádzkové náklady	(-)	4 014 911	4 020 626	4 161 637	4 307 385	4 458 029
daň z príjmov	(-)	133 012	19 590	20 703	48 195	76 102
nutné investície	(-)	33 194	33 194	33 194	33 194	33 194
<b>odčerpateľné zdroje</b>		<b>664 540</b>	<b>181 004</b>	<b>185 751</b>	<b>302 955</b>	<b>421 926</b>

### 2.5.2.1 Miera kapitalizácie (i)

V zmysle prílohy č. 16 k Vyhláške MS SR č. 492/2004 Z. z. v znení neskorších predpisov sa miera kapitalizácie stanoví na úrovni nákladov vlastného kapitálu, pričom náklady vlastného kapitálu sa stanovujú na úrovni bezrizikovej úrokovej miery, ktorá sa rovná výške priemerného výnosu zo štátneho dlhopisu s najdlhšou dobou splatnosti na trhu dlhopisov v Slovenskej republike.

Vzhľadom na to, že znalecký posudok nie je vypracovaný pre účely povinnej ponuky na prevzatie, hodnotiaci tím sa rozhodol opierať o prílohu č. 16 k Vyhláške MS SR č. 492/2004 Z. z. do tej miery, že mieru kapitalizácie stanovil na úrovni nákladov na vlastný kapitál. Tieto predstavujú návratnosť, ktorú očakáva investor od svojej investície do spoločnosti, pričom počíta s určitým rizikom, na rozdiel od výnosov z investícií do bezrizikového aktíva, akým je napr. štátny dlhopis.

Náklady vlastného kapitálu je možné stanoviť niekoľkými metódami, napr. metódou oceňovania kapitálových aktív (CAPM), na úrovni rentability vlastného kapitálu.

Metóda CAPM sa dá jednoducho aplikovať v prípade spoločností, ktoré sú kótované na burze. Keďže súčasná situácia na finančných trhoch nezodpovedá štandardným podmienkam, preto hodnotiaci tím nepoužil pri určení nákladov vlastného kapitálu túto metódu.

Pre stanovenie nákladov vlastného kapitálu bola použitá požadovaná výnosnosť na úrovni priemernej rentability vlastného kapitálu pre plánované obdobie.

Rentabilita vlastného kapitálu bola stanovená z plánovaných výkazov ako podiel hospodárskeho výsledku na vlastnom imaní. Priemerná hodnota bola vypočítaná ako aritmetický priemer za plánované obdobie.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Rentabilita vlastného kapitálu</b>	24,5%	31,98%	8,59%	15,60%	7,54%	13,89%

	2015	2016	2017	2018	2019	priemer
<b>Rentabilita vlastného kapitálu</b>	17,19%	2,93%	3,06%	6,78%	10,19%	<b>12,93%</b>

Miera kapitalizácie pre hodnotený podnik STABILITA, d.d.s., a.s. k dátumu ohodnotenia bola stanovená na úrovni priemernej rentability vlastného kapitálu na úrovni 12,93%.

**miera kapitalizácie (i) : 12,93 %**