

### 2.5.2.2 Trvalo udržateľná miera rastu (g)

Trvalo udržateľná miera rastu odčerpateľných zdrojov (g) vyjadruje percentuálnu medziročnú zmenu schopnosti podniku vytvárať odčerpateľné zdroje, ktorá závisí od stavu podniku ku dňu ohodnotenia a od jeho vývoja počas sledovaného obdobia v rámci jeho odvetvia v kontexte s jeho históriou.

Podľa Prílohy č. 16 k Vyhláške MS SR č. 492/2004 Z. z. v znení neskorších predpisov parameter „g“ je možné stanoviť nasledovnými spôsobmi:

- odvodením z predchádzajúcich a prognózovaných údajov o vývoji výnosov, pričom sa abstrahuje od mimoriadnych a extrémnych hodnôt
- ako priemernú hodnotu rastu príslušného odvetvia za predchádzajúce obdobie spravidla piatich rokov z údajov Štatistického úradu Slovenskej republiky (údaje Štatistického úradu sa použijú aj v prípade, že po odvodení z historických údajov je  $g > i$ )
- predpokladaná miera inflácie k dátumu ohodnotenia

#### a) Odvodenie trvalo udržateľnej miery rastu z predchádzajúcich a prognózovaných údajov o vývoji výnosov spoločnosti

Výnosy predstavujú súčet dosiahnutých a plánovaných výnosov (výnosy z úrokov, výnosy z poplatkov a provízií) spoločnosti STABILITA, d.d.s., a.s. za jednotlivé roky.

V nasledujúcej tabuľke sú vyčíslené výnosy počas hodnoteného a predikovaného obdobia a indexy zmien výnosov počas celého obdobia, ktoré slúžia na výpočet miery trvalého rastu.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>výnosy</b>	3 312 100	4 407 867	3 995 281	5 332 297	4 122 944	4 476 724	4 265 861
<b>index zmien</b>		1,331	0,906	1,335	0,773	1,086	0,953

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	priemer
<b>výnosy</b>	4 549 303	4 848 607	4 257 301	4 404 104	4 694 478	4 991 925	
<b>index zmien</b>	1,066	1,066	0,878	1,034	1,066	1,063	1,0203

Na základe priemeru jednotlivých indexov s vyčlenením maximálnej hodnoty (rok 2010) je vypočítaná miera trvalého rastu  $g = 2,00 \%$ .

#### b) Odvodenie trvalo udržateľnej miery rastu z priemernej hodnoty rastu príslušného odvetvia za predchádzajúce obdobie spravidla piatich rokov z údajov Štatistického úradu Slovenskej republiky

Doplnkové dôchodkové spoločnosti môžeme zaradiť do odvetvia finančníctva. Toto odvetvie dozoruje a kontroluje Národná Banka Slovenska (NBS). Odvetvie správy aktív a sporenia na dôchodok má na Slovensku krátku históriu. Slovensko ako jedna z mála krajín strednej a východnej Európy 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..

S prihladením na vyššie uvedenú krátku históriu daného odvetvia správy dôchodkového majetku nie je možné uplatniť odvodenie tempa rastu príslušného odvetvia z dlhodobých historických údajov.

Preto sa hodnotiaci tím rozhodol nepoužiť stanovenie hodnoty trvalo udržateľnej miery z údajov za predchádzajúce obdobia.

### **c) Odvodenie trvalo udržateľnej miery rastu z predpokladanej miery inflácie k dátumu ohodnotenia**

Zisťovanie spotrebiteľských cien je realizované mesačne Štatistickým úradom SR a prebieha prostredníctvom osobných návštev pracovníkov regionálnych štatistických orgánov v predajniach (maloobchodných predajniach, prevádzkárňach služieb, bytových družstiev). Ceny sú zisťované mesačne, počas prvých 20 dní sledovaného mesiaca a zisťujú sa ceny skutočne platené obyvateľstvom, t.j. vrátane daní a prípadných zliav.

Získané cenové indexy, vyjadrujúce zmenu ceny každého reprezentanta spotrebného koša, vstupujú do výpočtu agregovaných indexov spotrebiteľských cien počítaných národnou metodikou (CPI) a metodikou odporúčenou Eurostatom (HICP). Pre výpočet uvedených indexov sú však použité rozdielne spotrebné koše a váhové schémy. Na základe požiadaviek vyplývajúcich z nariadení EU do spotrebného koša pre výpočet HICP nie je zaradené imputované nájomné, a taktiež sú vylúčené položky investičného charakteru (napr. plastové okno). Váhy, ktoré sú vylúčeným položkám priradené vo váhovej schéme pre výpočet CPI, sú rozpočítané medzi položky zaradené do spotrebného koša pre výpočet HICP. Váhy pre výpočet HICP sú, na rozdiel od váh pre výpočet CPI, každoročne cenovo aktualizované, t.j. do váh jednotlivých reprezentantov sa prenesie taktiež cenový vývoj daného reprezentanta v predchádzajúcom roku.

Rozdiel vo výpočte HICP a CPI spočíva taktiež v publikovaní a využití cenových indexov. Indexy CPI sú publikované a využívané v rámci SR. Indexy počítané metodikou Eurostatu sú používané na výpočet európskych agregátov - MUICP (Indexu spotrebiteľských cien menovej únie), EICP (Európskeho indexu spotrebiteľských cien), EEAICP (Indexu spotrebiteľských cien európskej ekonomickej oblasti) a výška HICP je taktiež jedným z konvergenčných kritérií pre vstup do eurozóny (Zdroj: Štatistický úrad SR).

K dátumu ohodnotenia predstavovala inflácia vypočítaná metodikou CPI hodnotu 2,6 %. Vzhľadom k ekonomickej kríze, keď spotrebiteľia zvažujú a prehodnocujú nákupy, nie je dôvod predpokladať rast cien. Spotrebiteľský dopyt je malý, okrem toho na obchodníkov tlačí aj lacná konkurencia zo susedných krajín, z dôvodu poklesu cien okolitých krajín. Obchodníci nedvíhajú ceny. Črtajúca sa relatívne dobrá úroda dáva dobré predpoklady na to, že ceny potravín ostanú aj naďalej stabilné. Ak v najbližších mesiacoch nedôjde k prudkému nárastu cien ropy, možno očakávať pokles regulovaných cien, pričom sa slovenská inflácia môže dostať do záporných čísel.

Ukazovateľ CPI	2009							
	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	1.-7.
<b>Spotrebiteľské ceny úhrnom</b>	<b>103,4</b>	<b>103,1</b>	<b>102,6</b>	<b>102,3</b>	<b>102,2</b>	<b>102,4</b>	<b>102,5</b>	<b>102,7</b>
Potraviny a nealkoholické nápoje	101,5	101,3	100,2	98,1	97,9	97,2	97,2	99,0
Alkoholické nápoje a tabak	108,8	108,3	108,0	107,9	108,1	108,2	108,0	108,2
Odevy a obuv	101,6	101,4	101,0	100,7	99,8	99,8	99,8	100,6
Bývanie, voda, elektrina, plyn a iné palivá	109,3	108,4	108,1	107,9	107,9	109,0	109,5	108,6
Nábytok, vybavenie domácnosti a bežná údržba domu	99,5	99,7	99,5	99,9	99,4	98,9	98,3	99,3
Zdravotníctvo	106,2	105,6	105,2	105,6	105,6	105,9	107,6	106,0
Doprava	93,5	92,8	91,6	92,1	91,7	92,2	92,2	92,3
Pošty a telekomunikácie	99,7	99,7	99,7	99,7	99,7	99,7	101,3	99,9
Rekreácia a kultúra	100,0	99,7	99,3	99,3	99,5	99,5	98,5	99,4
Vzdelávanie	104,8	105,3	105,2	105,4	105,4	106,8	106,6	105,6
Hotely, kaviarne a reštaurácie	106,4	106,2	106,4	106,4	106,4	106,3	106,0	106,3
Rozličné tovary a služby	100,7	101,5	101,4	101,5	101,4	101,1	101,3	101,3

Zdroj Štatistický úrad SR

Harmonizovaná inflácia na Slovensku naďalej prepisuje historické minimá. V júli sa totiž tempo rastu spotrebiteľských cien merané harmonizovaným indexom Európskej únie (HICP) znížilo oproti júnu o ďalšieho 0,1 percentuálneho bodu na 0,6 %. Harmonizovaná inflácia pritom klesá už desať mesiacov v rade. Priemerná ročná miera inflácie podľa tejto metodiky tak v júli oproti júnu klesla o 0,3 percentuálneho bodu na 2,6 %. Informoval o tom Štatistický úrad SR. Niektorí analytici s prepisovaním mínim harmonizovanej inflácie dokonca začínajú hovoriť o možnosti poklesu spotrebiteľských cien v budúcnosti.

Ukazovateľ HICP	2009						
	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.
Spotrebiteľské ceny úhrnom	102,7	102,4	101,8	101,4	101,1	100,7	100,6
Potraviny a nealkoholické nápoje	100,9	100,2	99,0	96,7	95,9	94,5	94,3
Alkoholické nápoje a tabak	109,3	108,8	108,4	108,6	108,7	108,9	108,8
Odevy a obuv	101,3	100,7	100,2	99,8	99,3	99,0	98,8
Bývanie, voda, elektrina, plyn a iné palivá	105,0	104,9	104,6	104,5	104,2	104,1	104,0
Nábytok, vybavenie domácnosti a bežná údržba domu	100,1	99,9	99,5	99,4	98,8	98,1	97,6
Zdravotníctvo	109,7	108,8	107,7	107,7	107,7	107,5	108,9
Doprava	94,9	94,3	92,9	93,4	93,1	93,6	93,7
Pošty a telekomunikácie	99,2	99,2	99,3	99,3	99,3	99,3	101,5
Rekreácia a kultúra	100,8	100,4	100,0	100,0	100,0	99,9	99,1
Vzdelávanie	104,6	105,1	105,2	105,4	105,4	106,6	106,4
Hotely, kaviarne a reštaurácie	106,8	106,7	106,7	106,6	106,5	106,1	105,7
Rozličné tovary a služby	103,5	103,8	103,5	103,6	103,4	103,0	102,6

Zdroj Štatistický úrad SR

Všeobecným cieľom monetárnej politiky Európskej centrálnej banky (ECB) je dosiahnuť cenovú stabilitu, respektíve rast cien meraných infláciou na úrovni 2,00 %.

Trvalo udržateľná miera stanovená na základe inflácie k dátumu ohodnotenia predstavuje hodnotu 2,6 %.

### Rekapitulácia výpočtu hodnoty trvalo udržateľnej miery

Na základe jednotlivých výpočtov hodnotiaci tím dospel k týmto hodnotám:

- a) Odvodenie trvalo udržateľnej miery rastu z predchádzajúcich a prognózovaných údajov o vývoji výnosov spoločnosti  $g = 2,00 \%$
- b) Odvodenie trvalo udržateľnej miery rastu z priemernej hodnoty rastu príslušného odvetvia  $g = \text{nie je možné určiť}$
- c) Odvodenie trvalo udržateľnej miery rastu z predpokladanej miery inflácie  $g = 2,60 \%$

Na základe predchádzajúcich analýz a s prihliadnutím na jeden z rozhodujúcich cieľov monetárnej politiky ECB (dlhodobé udržanie medziročného rastu cien na úrovni 2,00 %) a s podmienkou dodržania pravidla  $i > g$ , hodnotiaci tím pre ďalšie výpočty použil trvalo udržateľnú mieru na úrovni 2,00%.

$$g = 2,00 \%$$

**trvalo udržateľná miera rastu (g) : 2,00 %**

### 2.5.2.3 Všeobecná hodnota trvalo odčerpateľných zdrojov a hodnota pokračujúca

Získané hodnoty odčerpateľných zdrojov počas predikovaného obdobia sú v nasledujúcom kroku diskontované podľa vzorca uvedeného v prílohe č. 16 k Vyhláške MS SR č. 492/2004 Z. z. v znení neskorších predpisov.

$t = 0 - T$	rok	OZ	$(1+i)^t$	$OZ_t \times (1+i)^t$
1	2009	831 123,79	0,8855	735 963,68
2	2010	1 480 332,15	0,7841	1 160 754,87
3	2011	399 344,61	0,6943	277 280,83
4	2012	625 862,50	0,6148	384 805,81
5	2013	348 917,81	0,5444	189 966,27
6	2014	533 482,52	0,4821	257 196,01
7	2015	664 539,95	0,4269	283 697,69
8	2016	181 004,20	0,3780	68 424,88
9	2017	185 751,18	0,3347	62 179,56
10	2018	302 955,34	0,2964	89 801,86
11	2019	421 925,65	0,2625	110 747,34
<b>Celkom :</b>				<b>3 620 818,80</b>

**Všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov počas hodnoteného obdobia ( $H_{OZ}$ ) : 3 620 819 EUR**

Hodnota pokračujúca je všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov podniku v roku nasledujúcom po sledovanom období zohľadňujúca predpoklady podniku vytvárať odčerpateľné zdroje počas časovo neobmedzeného obdobia, ktorá je prepočítaná na súčasnú hodnotu k dátumu ohodnotenia. Objem odčerpateľných zdrojov v roku nasledujúcom po sledovanom období je možné v súlade s prílohou č. 16 k Vyhláške MS SR č. 492/2004 Z. z. v znení neskorších predpisov stanoviť dvoma spôsobmi

- odhadom navrhovateľa
- na základe výpočtu trvalo udržateľnej miery rastu ( $g$ ),

Vzhľadom na to, že spoločnosť STABILITA, d.d.s., a.s. nepredložila objem odčerpateľných zdrojov v roku nasledujúcom po predikovanom období, odčerpateľné zdroje boli stanovené prepočtom cez trvalo udržateľnú mieru rastu ( $g$ ).

$$OZ_{n+1} = 430\,364,17 \text{ EUR}$$

Hodnota pokračujúca v spoločnosti STABILITA, d.d.s., a.s. je stanovená ako:

$$H_p = \frac{OZ_{n+1}}{i-g} \times \frac{1}{(1+i)^n} = \frac{430\,364,17}{0,1293 - 0,02} \times \frac{1}{1,1293^{11}} = 1\,033\,506,79 \text{ EUR}$$

**Hodnota pokračujúca (  $H_p$  )**

**: 1 033 507 EUR**

## 2.6 Všeobecná hodnota spoločnosti

Všeobecná hodnota spoločnosti sa v zmysle prílohy č. 16 k Vyhláške MS SR č. 492/2004 Z. z. v znení neskorších predpisov stanoví ako súčet všeobecnej hodnoty odčerpateľných zdrojov počas hodnoteného obdobia ( $H_{OZ}$ ) a hodnoty pokračujúcej ( $H_P$ ).

K hodnote podniku stanovenej týmto modelom sa pripočíta všeobecná hodnota prevádzkovo nepotrebného majetku a zdôvodní sa neupotrebenie v podnikateľskej činnosti hodnoteného podniku. Tento majetok sa ohodnotí v súlade s jeho technicko - ekonomickým určením znalcami z príslušných znaleckých odborov. V podkladoch od navrhovateľa sa označí aj prevádzkovo nepotrebný majetok vrátane zdôvodnenia jeho neupotrebenia v podnikateľskej činnosti hodnoteného podniku. Tieto skutočnosti znalecký tím preskúma a zohľadní v znaleckom posudku.

Od vypočítanej hodnoty podniku sa odpočíta všeobecná hodnota úročeného požičaného kapitálu k dátumu ohodnotenia. Ten k dátumu ohodnotenia predstavuje hodnotu 0.

Nakoľko spoločnosť nepredložila zoznam nepotrebného majetku, ktorý by nevyužívala vo svojej podnikateľskej činnosti, bol tento stanovený na úrovni 0 EUR.

Samotný prepočet všeobecnej hodnoty podniku STABILITA d.d.s., a.s. sa nachádza v nasledujúcej tabuľke :

Hodnota trvalo odčerpateľných zdrojov		3 620 818,80
Hodnota pokračujúca	(+)	1 033 506,79
Úročený požičaný kapitál	(-)	0,00
Všeobecná hodnota nepotrebného majetku	(+)	0,00
<b>Všeobecná hodnota spoločnosti</b>		<b>4 654 325,59</b>

**VŠH spoločnosti STABILITA , d.d.s., a.s.**

**: 4 654 326 EUR**

### 3. Záver

#### 3.1 Výsledky ohodnotenia

Ohodnotenie akcií spoločnosti STABILITA d.d.s., a.s. bolo vypracované v zmysle vyhlášky MS SR č. 492/2004 Z.z., o stanovení všeobecnej hodnoty majetku. Pri výpočte hodnotiaci tím vychádzal z objednávateľom predložených podkladov.

Podiel spoločnosti ŽSR tvorí 55,26 %. Tento podiel predstavuje 27 630 ks zaknihovaných akcií. Tomuto podielu hodnotiaci tím pridelil koeficient objektivizácie  $k_0 = 1,00$ .

Výstupné hodnoty, ktoré hodnotiaci tím získal pri použití metódy stanovenia hodnoty podľa vyššie uvedenej vyhlášky sú nasledovné :

**VŠH spoločnosti STABILITA, d.d.s., a.s. : 4 654 326 EUR**

**Podiel ŽSR na spoločnosti STABILITA, d.d.s., a.s. : 55,26 %**

**VŠH podielu ŽSR na spoločnosti STABILITA, d.d.s., a.s.: 2 571 980 EUR**

Na základe podkladov a skutočností uvedených v predchádzajúcich častiach posudku, hodnotiaci tím odporúča vychádzať pri stanovení všeobecnej hodnoty podielu spoločnosti ŽSR zo sumy:

**2 571 980 EUR**

**Slovom: Dvamiliónypäťstosedemdesiatjedentisíc deväťstoosemdesiat eur**



### 3.2 Formálny záver

Znalecký posudok bol vypracovaný na základe objednávky spoločnosti WOOD & Company, a.s. (objednávateľ) na spoločnosť INTERAUDIT BENETIP s.r.o. (vykonávateľ).

Ohodnotenie vykonal pracovný tím v zložení:

Ing. Roman HYROŠŠ  
Ing. Janka ŠOŠKOVÁ  
Ing. Roman LAŠ  
Ing. Viera ERTELTOVÁ

Podrobné podklady k stanoveniu všeobecnej hodnoty podielu spoločnosti ŽSR v spoločnosti STABILITA d.d.s., a.s. sú uložené v dokumentačnej zložke spracovateľa posudku.

V Žiline, dňa 10.9.2009



Ing. Roman HYROŠŠ  
riaditeľ spoločnosti

## 4. Prílohy

- Príloha č 1) Výpis z obchodného registra spoločnosti STABILITA, d.d.s., a.s.
- Príloha č 2) Výpis z obchodného registra spoločnosti STABILITA Servis, s.r.o.
- Príloha č 3) Objednávka – Žiadosť o vykonanie znaleckého posudku
- Príloha č 4) Súvaha spoločnosti STABILITA, d.d.s., a.s. k 31.12.2008
- Príloha č 5) Výkaz ziskov a strát spoločnosti STABILITA, d.d.s., a.s. k 31.12.2008
- Príloha č 6) Súvaha spoločnosti Stabilita príspevkový d.d.f., STABILITA, d.d.s., a.s. k 31.12.2008
- Príloha č 7) Výkaz ziskov a strát spoločnosti Stabilita príspevkový d.d.f., STABILITA, d.d.s., a.s. k 31.12.2008
- Príloha č 8) Súvaha spoločnosti Stabilita výplatný d.d.f., STABILITA, d.d.s., a.s. k 31.12.2008
- Príloha č 9) Výkaz ziskov a strát spoločnosti Stabilita výplatný d.d.f., STABILITA, d.d.s., a.s. k 31.12.2008
- Príloha č 10) Súvaha spoločnosti STABILITA Servis, s.r.o. k 31.12.2008
- Príloha č 11) Výkaz ziskov a strát spoločnosti STABILITA Servis, s.r.o. k 31.12.2008
- Príloha č 12) Súvaha spoločnosti STABILITA, d.d.s., a.s. k 31.3.2009
- Príloha č 13) Výkaz ziskov a strát spoločnosti STABILITA, d.d.s., a.s. k 31.3.2009
- Príloha č 14) Súvaha spoločnosti Stabilita príspevkový d.d.f., STABILITA, d.d.s., a.s. k 31.3.2009
- Príloha č 15) Výkaz ziskov a strát spoločnosti Stabilita príspevkový d.d.f., STABILITA, d.d.s., a.s. k 31.3.2009
- Príloha č 16) Súvaha spoločnosti Stabilita výplatný d.d.f., STABILITA, d.d.s., a.s. k 31.3.2009
- Príloha č 17) Výkaz ziskov a strát spoločnosti Stabilita výplatný d.d.f., STABILITA, d.d.s., a.s. k 31.3.2009
- Príloha č 18) Súvaha spoločnosti STABILITA Servis, s.r.o. k 31.3.2009
- Príloha č 19) Výkaz ziskov a strát spoločnosti STABILITA Servis, s.r.o. k 31.3.2009

## 5. Znalecká doložka

Znalecký posudok bol vypracovaný znaleckou organizáciou INTERAUDIT BENETIP s.r.o., Žilina zapísanou v zozname znalcov, tlmočníkov a prekladateľov, ktorý vedie Ministerstvo spravodlivosti Slovenskej republiky pre odbor Ekonomika a riadenie podnikov a odvetvie Oceňovanie a hodnotenie podnikov, evidenčné číslo znaleckej organizácie 900140. Znalecký úkon a vzniknuté náklady účtujeme podľa vyúčtovania na základe priloženého dokladu 20090537.



Ing. Roman Hyrošš  
konateľ spoločnosti  
znalec v odbore ekonómia a manažment