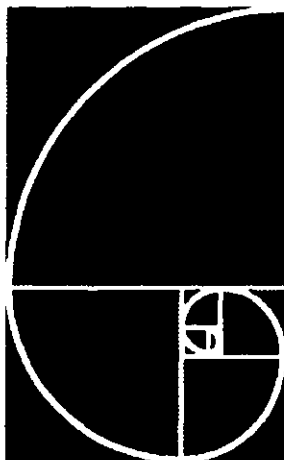


PP CONSULT, a.s. Na Revúne 29, 831 01 Bratislava, IČO: 35 698 381



PP CONSULT, a.s.

ZNALECKÝ POSUDOK

číslo 57/2013

Stanovenie všeobecnej hodnoty 1 ks akcie a zároveň stanovenie všeobecnej hodnoty 7,01% podielu na základnom imaní spoločnosti

Slovenská plavba a prístavy, a.s.

IČO: 35 705 671

Zadávatel: Magistrát hlavného mesta Slovenskej republiky Bratislavy
Primaciálne námestie 1
814 99 Bratislava 1

Vo veci: predaja akcií vo vlastníctve Hlavného mesta Slovenskej republiky Bratislavy

Číslo objednávky: na základe zmluvy o dielo zo dňa 21.10.2013

Počet strán (z toho príloh): 165 (140)

Počet odovzdaných vyhotovení: 3 ks

- Bratislava, 04.11.2013 -

I. ÚVODNÁ ČASŤ

1. Úloha znaleckej organizácie:

Úlohou znaleckej organizácie je stanoviť všeobecnú hodnotu 1 ks akcie spoločnosti Slovenská plavba a prístavy, a.s. so sídlom Horárska 12, 815 24 Bratislava, zapísanej dňa 01.01.1997 v Obchodnom registri Okresného súdu Bratislava I, v oddieli: Sa, vložka číslo: 1249/B, s prideleným IČO: 35 705 671 vo vlastníctve Hlavného mesta Slovenskej republiky Bratislavy. Úlohou znaleckej organizácie je zároveň stanoviť všeobecnú hodnotu akcií reprezentujúcich 7,01% podiel na základnom imaní spoločnosti Slovenská plavba a prístavy, a.s., ktorý je evidovaný vo vlastníctve Hlavného mesta Slovenskej republiky Bratislavy.

2. Účel znaleckého posudku: Posudok je vyhotovený za účelom predaja akcií vo vlastníctve Hlavného mesta Slovenskej republiky Bratislavy.

3. Dátum vyžiadania posudku: na základe zmluvy o dielo zo dňa 21.10.2013

4. Dátum ku ktorému je posudok vyhotovený: 30.09.2013

5. Dátum vyhotovenia posudku: 04.11.2013

6. Podklady na vypracovanie posudku:

- Výpis obchodného registra spoločnosti Slovenská plavba a prístavy, a.s.
- Stanovy spoločnosti Slovenská plavba a prístavy, a.s.
- Súvaha a výkaz ziskov a strát spoločnosti Slovenská plavba a prístavy, a.s. ku dňu 30.09.2013
- Výročná správa a správa nezávislého audítora za rok 2012 spoločnosti Slovenská plavba a prístavy, a.s.
- Súvaha a výkaz ziskov a strát spoločnosti Slovenská plavba a prístavy, a.s. za rok 2011
- Damodaran, Value/ EBITDA Multiples by Industry sector Januar 2013, Segment Europe
- Plán odčerpateľných zdrojov spoločnosti Slovenská plavba a prístavy, a.s. na roky 2013-2018

7. Použitá legislatíva

- Zákon NR SR č. 382/2004 Z.z. o znalcoch, tlmočníkoch a prekladateľoch a o zmene a doplnení niektorých zákonov
- Vyhláška č. 500/2005 Z.z. o znalcoch, tlmočníkoch a prekladateľoch a o zmene a doplnení niektorých zákonov
- Vyhláška MS SR č. 490/2004 Z.z., ktorou sa vykonáva zákon č. 382/2004 Z. z. o znalcoch, tlmočníkoch a prekladateľoch a o zmene a doplnení niektorých zákonov
- Vyhláška MS SR č. 491/2004 Z.z. o odmenách, náhradách výdavkov a náhradách za stratu času pre znalcov, tlmočníkov a prekladateľov v znení neskorších predpisov
- Vyhláška MS SR č. 492/2004 Z.z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku v znení neskorších predpisov
- Inštrukcia MS SR č. 7/2009 o organizácii a riadení znaleckej, tlmočnickej a prekladateľskej činnosti
- Zákon NR SR č. 566/2001 o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov
- Zákon NR SR č. 431/2002 Z.z. o účtovníctve v znení neskorších predpisov.
- Zákon NR SR č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník v znení neskorších predpisov.
- Vyhláška č. 534/2008 Z.z. o znalcoch, tlmočníkoch a prekladateľoch a o zmene a doplnení niektorých zákonov

Znalecký posudok vypracovala znalecká organizácia: **PP CONSULT, a.s., so sídlom: Na Revíne č. 29, 831 01 Bratislava, zapísaná v Obchodnom registri Okresného súdu Bratislava I, v oddieli: Sa, vložke číslo: 4377/B, s prideleným IČO: 35 698 381.**

PP CONSULT, a.s. je zapísaná v zozname znaleckých organizácií, vedenom na Ministerstve spravodlivosti SR pod číslom 900263, pre znalecký odbor - ekonomika a riadenie podnikov, odvetvie – oceňovanie a hodnotenie podnikov.

Znalecký posudok bol vypracovaný na základe podkladov, ktoré boli objednávateľom poskytnuté znaleckej organizácii. Znalecká organizácia nenesie zodpovednosť za prípadnú nesprávnosť záverov uvedených v znaleckom posudku, ak boli spôsobené v dôsledku nesprávnosti údajov v dodaných podkladoch.

Všetky použité podklady a doklady sú uložené v archíve znaleckej organizácie.

II. POSUDOK

2.1. Makroekonomický vývoj a prognóza

2.1.1. Makroekonomické projekcie odborníkov eurosystému pre eurozónu¹

Po ďalšom poklese v prvom štvrtroku 2013 by malo podľa projekcií dôjsť v priebehu roka 2013 k oživeniu reálneho HDP, pričom tempo oživenia by sa malo v roku 2014 mierne zrýchliť. Očakáva sa, že k oživeniu hospodárskej aktivity prispeje priaznivý vplyv postupne rastúceho zahraničného dopytu na vývoz. Postupne by malo dochádzať aj k oživeniu domáceho dopytu, spočiatku najmä vďaka poklesu miery inflácie cien komodít a akomodačnému nastaveniu menovej politiky.

V roku 2014 by mal domáci dopyt ťažiť aj z pokroku dosiahnutého v oblasti rozpočtovej konsolidácie. Očakáva sa však, že výhľad vývoja v strednodobom horizonte bude tlmený v dôsledku slabého vývoja na trhu práce a potreby ďalšej korekcie bilancii súkromného sektora v niektorých krajinách eurozóny. Podľa projekcií by mal reálny HDP, ktorý v roku 2012 klesol o 0,5 %, v roku 2013 klesnúť o 0,6 % a v roku 2014 vzrásť o 1,1 %. Priemerná miera inflácie HICP v eurozóne by mala podľa projekcií výrazne klesnúť, a to z 2,5 % v roku 2012 na 1,4 % v roku 2013 a 1,3 % v roku 2014. Očakáva sa, že k jej poklesu bude spočiatku prispievať najmä spomaľovanie rastu cien potravinovej a energetickej zložky, ako aj menej výrazný pokles miery inflácie HICP bez potravín a energií, ktorý je odrazom slabej hospodárskej aktivity. Stabilný výhľad strednodobého vývoja odráža protichodné účinky poklesu cien energií a mierneho oživenia miery inflácie cien potravín, a vzhľadom na oživenie hospodárskeho rastu aj vplyvu zvyšovania domácich inflačných tlakov, hoci iba mierneho, keďže miera využitia kapacít je naďalej nízka.

Medzinárodné prostredie

Rast svetového reálneho HDP (bez eurozóny) by sa mal podľa projekcií v priebehu sledovaného obdobia postupne zrýchľovať, a to z 3,6 % v roku 2013 na 4,2 % v roku 2014. Od začiatku roka 2013 dochádza k zlepšovaniu podnikateľského sentimentu a podmienok na svetových finančných trhoch, keďže sa znížili určité významné riziká, napríklad riziko prudkého poklesu hospodárskej aktivity v Spojených štátoch v dôsledku „fiškálneho útesu“ a riziko „tvrdého pristátia“ v Číne. Klesajúce hodnoty v najnovších prieskumoch podnikateľského sentimentu však poukazujú na krehkosť globálneho oživenia.

Strednodobý výhľad vývoja v hlavných rozvinutých ekonomikách zostáva obmedzený v dôsledku viacerých faktorov: miera zadlženosti domácností zostáva na zvýšenej úrovni aj napriek určitému pokroku v konsolidácii dlhu súkromného sektora a v niektorých ekonomikách pretrváva naliehavá potreba rozpočtovej konsolidácie. Ďalšie prekážky rastu (napr. vysoká nezamestnanosť)

¹ Zdroj: Makroekonomické projekcie odborníkov eurosystému pre eurozónu, jún 2011

ustupujú len postupne. Zároveň sa očakáva aj naďalej výrazný rast v rozvíjajúcich sa ekonomikách, ku ktorému bude prispievať intenzívny rast objemu úverov.

V priebehu nasledujúceho roka by podľa predpokladov malo dôjsť k postupnému oživeniu svetového obchodu. Ročná miera rastu zahraničného dopytu eurozóny, ktorá zaznamenala 3,6 % v roku 2012, by mala dosiahnuť 2,7 % v roku 2013 a 5,6 % v roku 2014.

Projekcie rastu reálneho HDP

Reálny HDP eurozóny klesol v prvom štvrtroku 2013 o 0,2 % a klesá teda už šesť štvrtrokov za sebou. Domáci dopyt sa v prvom štvrtroku 2013 znížil najmä v dôsledku výrazného poklesu investícií, ktorý bol odrazom nízkej dôvery a nepriaznivého vplyvu tuhej zimy, najmä na stavebnú činnosť, predovšetkým v Nemecku. Súkromná spotreba mierne vzrástla, zatiaľ verejná spotreba mierne klesla. V prvom štvrtroku došlo k poklesu vývozu, hoci v menšej miere ako v prípade dovozu, čo malo za následok kladný príspevok čistého obchodu.

V roku 2014 by mal dopyt pomôcť aj pokrok dosiahnutý v oblasti rozpočtovej konsolidácie. Očakáva sa však, že nepriaznivý vplyv, ktorý má na domáci dopyt celkovo stále nízka úroveň spotrebiteľského a podnikateľského sentimentu, slabý vývoj na trhu práce a pretrvávajúca potreba znižovania miery zadlženosti v súkromnom sektore v niektorých krajinách, bude v priebehu sledovaného obdobia odznievať len postupne. V priemernom ročnom vyjadrení sa v roku 2013 očakáva pokles reálneho HDP o 0,6 %, tento pokles je však do značnej miery ovplyvnený poklesom HDP koncom roka 2012 a začiatkom roka 2013. V roku 2014 by mala hospodárska aktivita podľa projekcií vzrásť o 1,1 %. Tento profil vývoja rastu odráža výrazne záporný príspevok domáceho dopytu v roku 2013 a jeho následné oživenie, ako aj kladný príspevok čistého obchodu.

Rast vývozu z eurozóny by mal v priebehu roka 2013 podľa projekcií zaznamenať mierne oživenie a v roku 2014 by mal nabráť na intenzite, najmä vďaka postupnému posilňovaniu zahraničného dopytu. Podiel eurozóny na jej vývozných trhoch, ktorý od roku 2009 do roku 2012 výrazne vzrástol pod vplyvom zvýšenej konkurencieschopnosti, by mal tento rok podľa projekcií mierne klesnúť v dôsledku posilňovania eura v roku 2013, pričom počas zvyšku sledovaného obdobia by sa mal stabilizovať. Vývoz v rámci eurozóny by mal podľa projekcií rásť oveľa pomalšie ako vývoz z eurozóny, a to vzhľadom na pomerne slabý domáci dopyt v rámci eurozóny.

Podnikové investície by mali počas väčšej časti tohto roka zostať nízke vzhľadom na slabý sentiment, nízku mieru využitia kapacít a krehké vyhladky vývoja dopytu. Od konca roka 2013 by však podľa projekcií malo dôjsť k ich oživeniu, na ktorom by sa malo podieľať postupné posilňovanie domáceho a zahraničného dopytu, veľmi nízka úroveň úrokových sadzieb, potreba postupne nahradiť zásobu kapitálu po niekoľkých rokoch nízkych investícií, ako aj zlepšujúce sa ziskové marže. Predpokladané oživenie podnikových investícií však bude počas sledovaného obdobia pravdepodobne naďalej tmené, hoci v čoraz menšom rozsahu, a to v dôsledku potreby ďalšej reštrukturalizácie podnikových bilancií a nepriaznivých podmienok financovania v

niektorých krajinách eurozóny. Investície do nehnuteľností na bývanie budú v roku 2013 pravdepodobne ďalej klesať a očakáva sa, že zostanú slabé aj v roku 2014, a to najmä vzhľadom na potrebu ďalšej korekcie na trhoch s nehnuteľnosťami v niektorých krajinách, slabý rast disponibilného príjmu a stále krehký spotrebiteľský sentiment. Očakáva sa, že nepriaznivý vplyv týchto faktorov preváži relatívnu atraktivitu investícií do nehnuteľností na bývanie v niektorých ďalších krajinách, kde túto formu investícií podporujú historicky nízke sadzby hypotekárnych úverov. V dôsledku očakávaných opatrení rozpočtovej konsolidácie v niekoľkých krajinách eurozóny sa počas sledovaného obdobia očakáva pokles vládnych investícií.

Inflácia HICP bez potravín a energií by sa mala tento rok podľa projekcií zvyšku roka 2013 zostať na zhruba nezmenenej úrovni. Táto stabilizácia celkovo odráža účinky protichodného vplyvu ďalšieho poklesu zamestnanosti a poklesu nemzdových príjmov na jednej strane a zvýšenia reálnych kompenzácií na zamestnanca (vzhľadom na pokles miery inflácie) na druhej strane. Očakáva sa, že v roku 2014 rast súkromnej spotreby čiastočne naberie na intenzite, keďže by mal ťažiť z pokroku dosiahnutého v oblasti rozpočtovej konsolidácie a zo zvýšenia príjmov z pracovnej činnosti vďaka zlepšovaniu podmienok na trhu práce. Vládna spotreba by mala vzhľadom na úsilie o rozpočtovú konsolidáciu v roku 2013 celkovo stagnovať a v roku 2014 by mala mierne vzrásť. Dovoz z krajín mimo eurozóny by sa mal v priebehu roka 2013 podľa projekcií oživiť, hoci vzhľadom na stále tlmený celkový dopyt by mal zostať naďalej obmedzený. Očakáva sa, že kríza nepriaznivo ovplyvnila potenciálny rast, aj keď presný rozsah tohto vplyvu je naďalej veľmi neistý. Na výhľad rastu potenciálnej produkcie má nepriaznivý vplyv predovšetkým stále slabá úroveň zamestnanosti a investícií. Vzhľadom na vyhliadky rastu reálneho HDP by mala podľa projekcií zostať produkčná medzera záporná, hoci jej presnú veľkosť je ťažké odhadnúť.

Prognóza rastu, inflácie a nezamestnanosti v SR

Slovensko si udržalo aj v 2. štvrtroku roku 2013 pozitívny rast (0,3 % medzikvartálne) vďaka priaznivému vývoju v krajinách našich hlavných obchodných partnerov. Okrem vývozu tak k rastu po dlhom čase prispel tiež domáci dopyt. Na medzikvartálnej báze vzrástla súkromná spotreba aj investície. Na trhu práce však prevláda stále pomerne nepriaznivá situácia, keď sa zamestnanosť prepadla aj v 2. štvrtroku (o 0,4 % medzikvartálne). Rast ekonomiky na terajších úrovniach a pretrvávajúca neistota doposiaľ nevytvára dostatok nových pracovných miest. Nárast disponibilného príjmu nepostačoval na financovanie celého oživenia súkromnej spotreby, takže domácnosti čiastočne saturevali vyššiu spotrebu aj z úspor.

V auguste došlo k ďalšiemu spomaleniu inflácie. Pokles dovozných a výrobných cien sa premietol do mierneho medzimesačného prepadu cien priemyselných tovarov bez energií. Takisto ceny služieb v auguste stagnovali, čím tlmili infláciu

V auguste 2013 medziročná inflácia HICP pokračovala v spomaľovaní, od začiatku roka spomalila o 1,1 percentuálneho bodu. Dynamika medziročného rastu celkovej cenovej hladiny bola pomalšia oproti predpokladom o 0,2 percentuálneho bodu. Medzimesačne ceny klesli po zaokrúhlení o 0,2 %. V porovnaní s júlom sa inflácia spomalila najmä v dôsledku spomalenia

dynamiky cien priemyselných tovarov bez energií a služieb. Aktuálny vývojový trend tak naďalej odzrkadľuje obmedzenú existenciu dopytových tlakov a nízku dovezenú infláciu. Z pohľadu štruktúry medziročný rast cien potravín napriek miernemu spomaleniu prispieva k inflácii HICP takmer dvoma tretinami. V cenách potravín sa v auguste prejavil nielen sezónny pokles cien nespracovaných potravín, ale pravdepodobne už aj efekt dobrej úrody v cenách vybraných spracovaných potravín. Predpokladáme, že dynamika cien služieb a priemyselných tovarov bez energií by mala dosiahnuť v mesiacoch október a november „bod obratu“. Na základe očakávaní vývoja domácich a externých makroekonomických faktorov by mohla ich dynamika začať od začiatku roka 2014 postupne mierne zrýchľovať. V súčasnosti by mali na infláciu pôsobiť predovšetkým pretrvávajúce nízke importné ceny a vývoj spotrebiteľského dopytu najmä po tovaroch strednodobej a dlhodobej spotreby, ktorý čaká na výraznejší impulz. V krátkodobom horizonte do konca roka 2013 predpokladáme infláciu pod 1,5 %

Na trhu práce v júli z hľadiska zamestnanosti vo vybraných odvetviach došlo k miernemu poklesu jej úrovne. Medzimesačne klesla o 0,2 %, čo bolo spôsobené vývojom v odvetviach vybraných trhových služieb, IT a komunikácie. V priemysle bol pokles zamestnanosti len nepatrný, podobne ako v stavebníctve. Služby v SR majú potenciál ďalšieho rastu a zaznamenávajú dlhodobý rastový trend, preto môže ísť v rámci tohto odvetvia o dočasný pokles. Očakávania podnikov na najbližšie obdobie naznačujú postupné zmiernovanie pesimizmu ohľadne budúcej zamestnanosti a mohli by indikovať dynamiku zamestnanosti za celú ekonomiku blízko k stagnácii v 2. polroku 2013, čo by malo byť podporené pokračujúcim miernym rastom ekonomiky. Určité zlepšenie vývoja na trhu práce naznačujú údaje evidencie nezamestnaných počas letných mesiacov. V auguste počet všetkých nezamestnaných klesol po sezónnom očistení o 3,7 tis. osôb⁴. Dochádza však zároveň k mierne vyššiemu vyradovaniu „z iných dôvodov ako umiestnenie na trhu práce“. Preto je analyticky prít'azlivé venovať pozornosť sezónne očistenej dynamike počtu nezamestnaných pri obvyklých zmenách vyradovania. Tá znamená nasledovné poklesy nezamestnanosti v posledných dvoch mesiacoch: 3 tis. osôb v júli a tisíc v auguste po stagnácii na vysokej úrovni v 2. štvrt'roku.

Rast nominálnych miezd v júli akceleroval na 3,9 %. Predstavuje to čiastočnú korekciu veľmi pomalej dynamiky v júni. Údaje naznačujú, že došlo k určitému presunu letných odmien z júna na júl, čo jednak spomaľovalo dynamiku v júni a zrýchľovalo ju v júli. Voči vysokému rastu v máji je to však len čiastočná obnova dynamiky (máj bol pravdepodobne ovplyvnený odmenami a vyššími platmi z nových kolektívnych zmlúv v automobilovom a strojárskom priemysle a v odvetví informácií a komunikácie). Uvedený profil vývoja miezd bol pozorovaný najmä v priemysle, obchodných činnostiach a v odvetví IT a komunikácie. Vďaka nízkej inflácii mierne rastú aj reálne mzdy, čo podporuje reálnu spotrebu domácností.

Podnikateľské prostredie SR

Podnikateľská aliancia Slovenska od roku 2001 v štvrt'ročných intervaloch monitoruje a hodnotí úroveň kvality podnikateľského prostredia v Slovenskej republike prostredníctvom vlastného Indexu podnikateľského prostredia.

Podnikateľské prostredie sa na Slovensku zhoršovalo aj v druhom štvrtroku 2013. Aktuálna hodnota Indexu podnikateľského prostredia (IPP), ktorý na základe vlastného prieskumu pripravuje podnikateľská aliancia Slovenska, je 70,1 bodu, čo predstavuje oproti predchádzajúcemu kvartálu pokles o 3,5 percenta. Slovenský podnikatelia sú najviac nespokojní so slabou vymožitelnosťou práva, čo vyplýva predovšetkým zo zlého stavu súdnictva a nedostatočného uplatňovania princípu rovnosti pred zákonom. Kritiku si vyslúžilo aj málo efektívne hospodárenie štátu a prístup k štátnej pomoci, ktorej pridelovanie vnímajú podnikatelia ako netransparentné a selektívne.

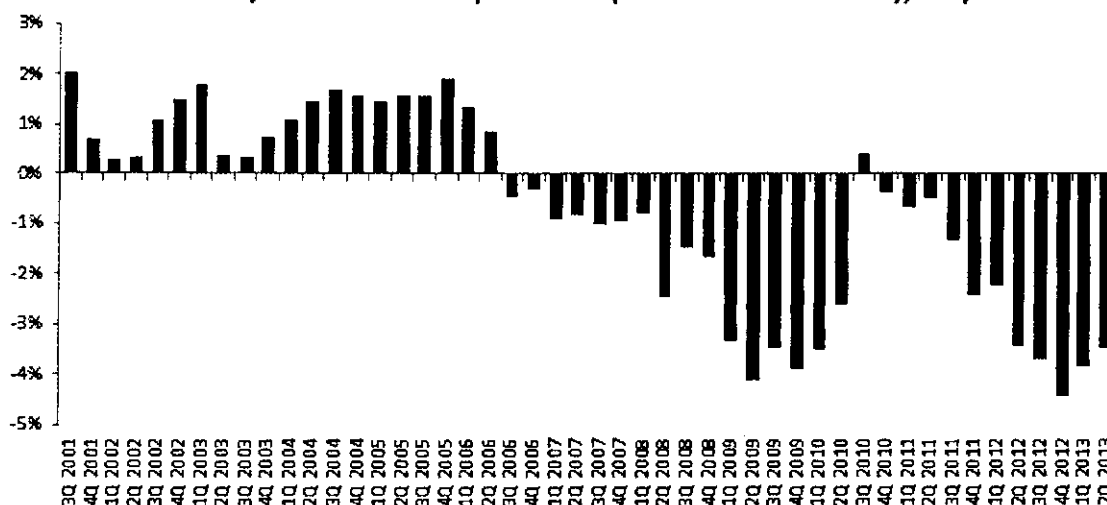
V druhom štvrtroku 2013 získala najnegatívnejšie hodnotenie položka vymáhateľnosť práva a funkčnosť súdnictva. Rating tejto položky klesol oproti predchádzajúcemu štvrtroku o 9,12 % na aktuálnu hodnotu 10,6 bodu. Slovenské súdnictvo a nedostatočná vymožitelnosť práva, patrí dlhodobo medzi celospoločensky najkritizovanejšie oblasti na Slovensku. Zdĺhavé súdne konania, nevymožitelnosť pohľadávok alebo problémy s podvodníkmi sa priamo negatívne dotýkajú podnikania. Vymenovanie nového Generálneho prokurátora napriek neukončenému konaniu Ústavného súdu taktiež neprispieva k zvyšovaniu dôveryhodnosti justície ako celku. Pre zlepšenie podnikateľského prostredia je nevyhnutné prijať zákony, ktoré by viedli k väčšej ochrane poctivých podnikateľov voči podvodníkom, a ktoré by tvrdšie postihovali neplatiace firmy. Podnikatelia volajú po urýchlennom prijatí systémových zmien vedúcich k zefektívneniu a zrýchleniu justičných procesov, pretože funkčné súdnictvo je absolútne základným predpokladom pre zlepšovanie podnikateľského prostredia.

Druhou najviac klesajúcou položkou sa stalo uplatňovanie princípu rovnosti pred zákonom s poklesom o 7,74 % a aktuálnym ratingom 20,2 bodu. Podnikatelia kritizujú, že vláda pristupuje k jednotlivým podnikateľom odlišne, pričom zvýhodňuje predovšetkým veľké a regionálne významné podniky. Pocit nerovnosti pred zákonom vo vnímaní podnikateľov ďalej prehĺbujú nedoriešené korupčné kauzy, či nevyšetrené podozrenia z nehospodárnosti.

Tretí najväčší pokles zaznamenala položka efektívnosť hospodárenia štátu, prístup k štátnej pomoci. Hodnotenie tejto položky kleslo oproti predchádzajúcemu sledovanému obdobiu o 7,47 % a dosiahlo tak úroveň 17,4 bodu. Podnikatelia sa sťažujú najmä na opatrenia v oblasti hospodárskej politiky štátu, kde im prekáža selektívne a netransparentné pridelovanie dotácií, príspevkov a podpôr, ktoré deformuje podnikateľské prostredie a hospodársku súťaž. Podnikateľom sa taktiež nepozdáva nehospodárne vynakladanie prostriedkov pri štátnych zákazkách.

Mierny rast v poslednom sledovanom období zaznamenali iba štyri položky, a to konkrétne vzťah podnikov k životnému prostrediu, ktorej hodnotenie vzrástlo o 1,09 %, informačná otvorenosť podnikov ktorá narástla o 0,79 %, stálosť a predvídateľnosť hodnoty výmenného kurzu EUR ktorá si polepšila o 0,47% a systém riadenia manažment ľudských zdrojov, ktorého hodnotenie vzrástlo iba o nepatrných 0,06%.

Index podnikateľského prostredia (medzikvartálne zmeny, v %)



Slovenská republika podľa Správy o globálnej konkurencieschopnosti 2013-2014

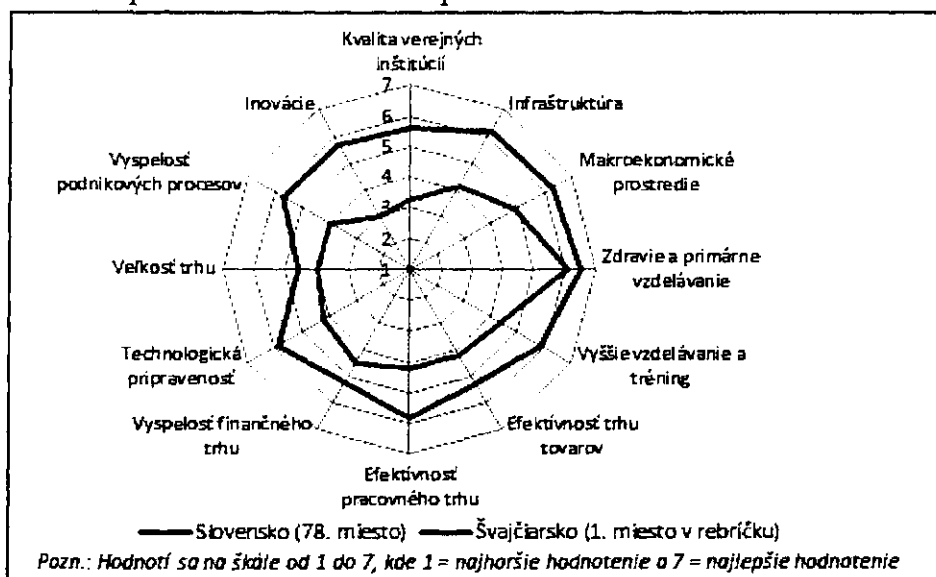
Slovenská republika sa v rebríčku konkurencieschopnosti Svetového ekonomického fóra umiestnila na 78. mieste. Oproti minulému roku si pohoršila o 7 priečok. Vyplýva to zo *Správy o globálnej konkurencieschopnosti 2013-2014*, ktorú dňa 4.09.2013 zverejnilo Svetové ekonomické fórum (WEF). Pozícia SR sa zhoršuje už siedmy rok v rade a tohtoročné 78. miesto je historicky najhorším umiestnením Slovenska v rebríčku konkurencieschopnosti.

Slovensko sa dostalo do pozície druhej najmenej konkurencieschopnej krajiny EÚ, keď nižšie v rebríčku sa nachádza už len Grécko (91. miesto). Tesne nad Slovenskom sa nachádzajú Chorvátsko (75.) a Rumunsko (76.)

V tomto roku WEF zaradilo do hodnotenia 148 krajín z celého sveta. Na vrchole rebríčka sa piatykrát po sebe umiestnilo Švajčiarsko. Singapur si udržal druhú priečku a Fínsko je na tretom mieste. Nemecko sa oproti minulému roku posunulo o dve miesta vyššie a obsadilo 4. priečku. USA po štyroch poklesoch v uplynulých rokoch zvrátili trend, zlepšili si pozíciu o dve priečky a skončili na 5. mieste. Stúpajú tiež Hong Kong (7.) a Japonsko (9.). Naopak, Švédsko (6.), Holandsko (8.) a Veľká Británia (10.) v rebríčku v porovnaní s minulým rokom mierne klesli. Česká republika klesla o 7 miest a skončila na 46. priečke. Lídrom v regióne krajín V4 sa po prvýkrát stalo Poľsko, ktoré si medziročne pohoršilo o jednu priečku a obsadilo 42. miesto. Maďarsko kleslo o 3 miesta a obsadilo v tomto roku 63. pozíciu.

Index konkurencieschopnosti vypovedá o perspektíve krajiny dosahovať udržateľný hospodársky rast v strednodobom horizonte. Hodnotí kvalitu verejných inštitúcií, vládne politiky a iné faktory, ktoré podmieňujú úroveň produktivity v krajine.

Graf: Hodnotené piliere konkurencieschopnosti



Svetové ekonomické fórum hodnotí konkurencieschopnosť krajín na základe dostupných štatistických dát a celosvetového Prieskumu názorov riadiacich pracovníkov. Prieskum prebiehal od januára do apríla 2013 a zapojilo sa doň viac ako 13 000 manažérov z celého sveta. Výsledky hodnotenia odrážajú stav ekonomiky a názory manažérov ku koncu apríla 2013.

Tab.: Vývoj pozície SR v rebríčku konkurencieschopnosti Svetového ekonomického fóra

Rok	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Pozícia	35	48	45	38	40	49	43	43	41	37	41	46	47	60	69	71	78
Zmena			+3	+7			+6	0	+2	+4							

Slovenská republika podľa Doing business 2013

Hodnotenie podnikateľského prostredia z pohľadu zahraničiac, je možné prostredníctvom projektu Doing business. Od roku 2002 sleduje vplyv štátnych regulácií a politík na podnikanie malých a stredných podnikov. Zhromažďovaním a analýzou údajov v čase, Doing business motivuje jednotlivé krajiny k efektívnejšej verejnej správe a priaznivému podnikateľskému prostrediu. Tohtoročná správa Doing business 2013 sleduje 11 ukazovateľov v 183 krajinách sveta, po vyhodnotení priradí každej krajine poradie v celosvetovom rebríčku.

Oproti roku 2012 sa postavenie Slovenskej republiky z pohľadu rebríčka Doing business zlepšilo zo 48. miesta na tohtoročné 46. miesto. Z 11 porovnávaných ukazovateľov sa medziročne zhoršili 4 ukazovatele a to konkrétne začatie podnikania, medzinárodné obchodovanie, vymožitelnosť kontraktov a riešenie nesolventnosti. Najväčší prepád, o 7 priečok, zaznamenal ukazovateľ začiatok podnikania. Naopak zlepšenie Slovenská republika zaznamenala v 7 ukazovateľoch, a to získanie stavebného povolenia, prístup k elektrine, registrácia vlastníctva, prístup k úverom, ochrana investorov a daňové povinnosti. Najvyšší vzostup Slovensko

zaznamenalo v ukazovateli daňové povinnosti, a to konkrétne o 30 miest. Možné skreslenie tohto ukazovateľa môže byť spôsobené tým, že rebríček nezahŕňa zvyšovanie daní od 1.1.2013.

Tabuľka č. 1 : Hodnotenie podnikateľského prostredia podľa rebríčka Doing business 2013

Kategória	Hodnotenie
Začatie podnikania	83
Získanie stavebného povolenia	46
Pristup k elektrine	100
Registrácia vlastníctva	8
Pristup k úverom	23
Ochrana investorov	117
Daňové povinnosti	100
Medzinárodné obchodovanie	98
Vymožiteľnosť kontraktov	69
Riešenie nesolventnosti	38
Celkovo	46

Zdroj : rebríček Doing business 2013.

2.2 Všeobecná charakteristika spoločnosti Slovenská plavba a prístavy, a.s.

Spoločnosť Slovenská plavba a prístavy, a.s. (ďalej len "SPAP") so sídlom Horárska 12, 815 24 Bratislava bola zapísaná dňa 01.01.1997 v Obchodnom registri Okresného súdu Bratislava I, v oddieli: Sa, vložka číslo: 1249/B, s prideleným IČO: 35 705 671

Základné imanie spoločnosti: 64 906 935 EUR

Počet akcií: 2 545 370
 Podoba akcií: zaknihované
 Forma akcií: akcie na meno
 Menovitá hodnota: 25,5 EUR

Predmet podnikania:

- vnútroštátna a zahraničná doprava tovarov a osôb po vnútrozemských vodných cestách
 - riečno-námorná doprava tovarov kabotážnymi a riečno-námornými loďami
 - preklad a skladovanie tovarov, výkon doplnkových a pomieňujúcich činností pre preklad a skladovanie tovarov vo vnútrozemských a námorných prístavoch
 - nájom a prenájom riečnych a námorných lodí, plavebných strojov a zariadení, prekladistných zariadení, plôch, skladov a prepravných prostriedkov
 - prevádzkovanie údržby, opráv, rekonštrukcií a výroba plavidiel, zdvíhacích a iných zariadení
 - poskytovanie služieb v oblasti tuzemských a zahraničných kontajnerových prepráv, vrátane čistenia a opráv kontajnerov
 - zahranično-obchodná činnosť všetkého druhu s výnimkou činností, na ktoré sa vyžaduje povolenie podľa osobitných právnych predpisov
 - prevádzkovanie agentovej služby v slovenských a zahraničných prístavoch v prospech posádok a plavidiel podniku, ako i v prospech cudzích plavebných podnikov
 - účasť na zriaďovaní a prevádzkovaní slobodných colných pásiem v slovenských prístavoch
 - kúpa tovaru na účely jeho predaja iným prevádzkovateľom živností (veľkoobchod)
 - nákup a predaj pohonných hmôt
 - prevádzkovanie bezcolného predaja tovaru
 - prevádzkovanie parkovacích plôch
 - elektroinštalatérsvo
 - zámočníctvo
 - kovoobrábanie
 - zlievanie kovov
 - stolárstvo
 - murárstvo
 - zasielateľstvo
 - zásobovanie všetkých plavidiel pohonnými hmotami, náhradnými dielmi, potravinami a iným tovarom potrebným pre plavbu
 - cestná motorová doprava /osobná i nákladná/
-

- prevádzkovanie pohostinskej činnosti a verejného stravovania /bez ubytovacích zariadení/
- sprostredkovanie krátkodobého príležitostného zamestnania v oblasti vnútroštátnej plavby iným subjektom
- podnikanie v oblasti nakladania s odpadmi, likvidácia druhotných surovín, železného odpadu, rozpaľovanie železných konštrukcií
- prevádzkovanie dráhy , prevádzkovanie dopravy na dráhe a súvisiace činnosti vykonávané prevádzkovateľom dráhy alebo prevádzkovateľom dopravy na dráhe
- prevádzkovanie verejných colných skladov
- poskytovanie záruk na zabezpečenie colného dlhu v colnom konaní
- rozvod elektriny
- rozvod tepla
- rozvod plynu
- ubytovacie služby v ubytovacích zariadeniach s prevádzkovaním pohostinských činností v týchto zariadeniach a v chatovej osade *** a v kempingoch *** a vyššie
- nákup a predaj motorovej nafty ako pohonnej látky pre plavidlá vo vodnej doprave
- prenájom nehnuteľností spojený s poskytovaním iných než základných služieb spojených s prenájomom
- počítačové služby
- služby súvisiace s počítačovým spracovaním údajov
- reklamné a marketingové služby
- činnosť podnikateľských, organizačných a ekonomických poradcov
- vedenie účtovníctva
- administratívne práce
- nakladanie s výsledkami tvorivej činnosti so súhlasom autora
- prípravné práce k realizácii stavby
- uskutočňovanie stavieb a ich zmien
- dokončovacie stavebné práce pri realizácii exteriérov a interiérov

SPAP je dominantná spoločnosť v oblasti prepravy, prekladu a skladovania tovarov, špedičných služieb, opráv, rekonštrukcie a stavby plavidiel na území Slovenskej republiky. Poskytuje logistické služby spojené s prepravou tovarov všetkého druhu na Dunaji a na celej sieti európskych vodných ciest medzi Severným a Čiernym morom.

SPAP so svojím technologickými zariadeniami, vysoko kvalitnými službami a odbornými pracovníkmi má zaujímavú geografickú a logistickú polohu v oblasti skladovania, prekladu a prepravy tovarov.

Majoritným vlastníkom spoločnosti SPAP bol až do apríla 2002 Fond národného majetku SR, kedy predal 86,9% podiel na SPAP spoločnosti Dunajservis Slovensko, s.r.o. za 351 miliónov korún. Kúpna cena kontrolného balíka tak predstavovala 159 SKK/ 1 akciu. (5,2 EUR/ kus).

2.3 Finančno-ekonomická analýza spoločnosti SPAP

Spoločnosť SPAP dosiahla v roku 2011 tržby z predaja tovaru vo výške 2 029 984,- EUR a náklady vynaložené na obstaranie predaného tovaru dosiahli úroveň 1 924 068,- EUR, čo predstavuje obchodnú maržu 105 916,- EUR. Tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb sa pohybovali na úrovni 30 511 306,- EUR a výrobná spotreba predstavala čiastku 21 146 907,- EUR. V roku 2011 spoločnosť SPAP predala dlhodobý majetok a/alebo materiál v účtovnej hodnote 8 747 861,- EUR a dosiahla tržby z jeho predaja na úrovni 9 681 680,- EUR. V hospodárskej činnosti sa najvýraznejšie prejavili osobné náklady vo výške 6 594 949,- EUR, odpisy dlhodobého majetku na úrovni 2 234 914,- EUR, ostatné náklady vo výške 1 564 695,- EUR a ostatné výnosy predstavali čiastku 1 266 467,- EUR. Výsledkom hospodárenia z hospodárskej činnosti v roku 2001 bol zisk 1 146 106,- EUR z toho 933 819,- EUR predstavoval zisk z predaja dlhodobého majetku. EBITDA spoločnosti očistená od zisku z predaja majetku sa v roku 2012 pohybovala na úrovni 2 447 201 EUR. Aj vo finančnej činnosti spoločnosť dosiahla zisk na úrovni 1 279 008,- EUR, ktorý sa podarilo dosiahnuť najmä vďaka výnosom z dlhodobého finančného majetku vo výške 700 000,- EUR a výnosovým úrokom na úrovni 621 369,- EUR. Daň z príjmov z bežnej činnosti predstavala čiastku 480 464,- EUR. Výsledkom hospodárenia spoločnosti SPAP za rok 2011 bol zisk 1 944 650,- EUR. Vynaložený CAPEX spoločnosti v roku 2011 predstavoval čiastku 1 743 560,- EUR.

V roku 2012 spoločnosť SPAP zaznamenala obchodnú maržu vo výške 78 234,- EUR, ktorú sa podarilo dosiahnuť vďaka tržbám z predaja tovaru na úrovni 1 778 254,- EUR a nákladom na ich obstaranie vo výške 1 700 020,- EUR. Výroba spoločnosti v tomto roku predstavuje čiastku 31 038 212,- EUR. Výrobná spotreba v tomto roku vzrástla oproti predchádzajúcemu roku o takmer 8% na úroveň 22 788 565,- EUR. Tento nárast výrobnéj spotreby sa negatívne prejavil v medziročnom poklese pridanej hodnoty spoločnosti o viac ako 1 426 tis. EUR na úroveň 8 327 881 EUR. Osobné náklady v tomto roku dosiahli výšku 6 006 002,- EUR. V hospodárskej činnosti boli aj v roku 2012 najvýraznejšími položkami odpisy dlhodobého majetku na úrovni 2 183 896,- EUR, ostatné náklady vo výške 1 414 839,- EUR a ostatné výnosy predstavujúce čiastku 1 140 808,- EUR. EBITDA spoločnosti v tomto roku dosiahla úroveň 1 616 639,- EUR. Výsledkom hospodárenia z hospodárskej činnosti v roku 2012 bola strata -497 346,- EUR. V roku 2012 spoločnosť SPAP predala cenné papiere a/alebo podiely v účtovnej hodnote 56 015,- EUR a dosiahla tržby z ich predaja na úrovni 440 000,- EUR. Výnosové úroky predstavujú čiastku 677 198,- EUR. Výsledkom hospodárenia z finančnej činnosti je zisk 1 004 959,- EUR.

Daň z príjmov z bežnej činnosti predstavuje čiastku 100 608,- EUR. Výsledkom hospodárenia za účtovné obdobie roku 2012 je zisk 407 005,- EUR. Spoločnosť SPAP evidovala k 31.12.2012 majetok vo výške 88 817 748,- EUR a celkové záväzky spoločnosti predstavovali 9 431 471,- EUR. Vynaložený CAPEX v spoločnosti predstavoval čiastku 2 571 100,- EUR, čo znamená, že výška odčerpateľných zdrojov spoločnosti dosiahla v roku 2012 čiastku 50 498,- EUR.

Spoločnosť SPAP dosiahla v období od 1.1.2013 do 30.9.2013 výrobu na úrovni 18 715 319,- EUR, čo pri výrobnej spotrebe 12 938 877,- EUR znamená pridanú hodnotu na úrovni 5 849 884,- EUR. Výroba za 9 mesiacov roku 2013 tak medziročne poklesla o viac ako 20% , čo sa negatívne prejavilo najmä na poklese jej pridanej hodnoty na úroveň 5 849 884,- EUR ako aj na výsledku jej hospodárenia z hospodárskej činnosti, ktorý predstavuje stratu na úrovni -52 257,- EUR. Vzhľadom na výšku odpisov, ktoré k 30.9.2013 spoločnosť SPAP evidovala na úrovni 1 704 362,- EUR, jej EBITDA dosiahla k 30.9.2013 čiastku 1 652 105,- EUR. Po jej prolongácii možno predpokladať, že spoločnosť SPAP je schopná za rok 2013 dosiahnuť EBITDU na úrovni 2 110 000,- EUR projektovanú v predložennom finančno-ekonomickom pláne spoločnosti.

2.4 Benchmark pre objektívne stanovenie hodnoty akcií, prostredníctvom určenia strednej hodnoty multiplikátora Enterprise Value/EBITDA.

Pri výpočte predpokladanej recurring EBITDA znalecká organizácia vychádzala z aritmetického priemeru dosiahnutej zaokrúhlenej EBITDA za rok 2012 v celkovej výške 1 617 000,- EUR ako aj reálne projektovanej EBITDA za rok 2013 na úrovni 2 110 000,- EUR, ktorej podkladom bola EBITDA dosiahnutá k 30.9.2013.

$$\begin{aligned} \text{recurring EBITDA} &= (\text{EBITDA 2012} + \text{EBITDA 2013}) / 2 \\ \text{recurring EBITDA} &= (1\,617\,000,- \text{ EUR} + 2\,110\,000,- \text{ EUR}) / 2 \\ \text{recurring EBITDA} &= 1\,863\,500,- \text{ EUR.} \end{aligned}$$

Následne, pre účely objektívneho stanovenia hodnoty akcií zobrala štatisticky priemernú hodnotu odvetvového ukazovateľa EV/EBITDA sektora Marine Ports and Services 15 kótovaných spoločností v rámci Európskeho podnikateľského priestoru spracovaného na www stránke damodaran.com EV - (enterprise value) pri nulovej úrovni úročených záväzkov (čo je prípad spoločnosti SPAP) predstavuje aj objektívnu hodnotu vlastného imania (Equity value). Benchmark kótovaných spoločností je uvedený v nasledujúcej tabuľke.

Industry	Number of firms	EV/EBITDA	EV/EBIT	Effective tax rate
Advertising	38	5,34	6,69	30,60%
Aerospace and Defense	27	4,86	7,28	20,49%
Agricultural Products	33	4,63	6,05	15,71%
Air Freight and Logistics	21	4,55	6,94	22,44%
Airlines	17	3,90	9,21	17,47%
Airport Services	12	7,15	11,70	21,49%
Alternative Carriers	20	3,90	8,07	101,54%
Aluminum	9	3,83	6,63	27,42%
Apparel Retail	20	9,09	11,28	24,54%
Apparel, Accessories and Lu	50	5,64	6,22	27,79%
Application Software	118	8,59	10,47	21,68%
Asset Management and Cust	63	11,31	14,57	14,66%
Auto Parts and Equipment	33	3,07	5,80	20,19%
Automobile Manufacturers	14	9,06	30,41	24,92%
Automotive Retail	14	4,42	7,52	15,49%
Biotechnology	84	NA	NA	3,02%
Brewers	18	7,22	9,88	21,75%
Broadcasting	23	6,43	8,24	23,77%
Building Products	58	4,93	6,86	21,26%
Cable and Satellite	6	8,67	13,37	60,97%
Casinos and Gaming	30	5,59	7,23	21,72%
Catalog Retail	9	3,67	4,79	21,30%
Coal and Consumable Fuels	11	8,36	43,05	9,77%
Commercial Printing	10	3,20	4,92	21,08%
Commodity Chemicals	30	4,22	6,73	20,85%
Communications Equipment	50	5,33	7,75	15,32%
Computer and Electronics Re	10	3,76	12,54	13,67%
Computer Hardware	12	4,91	7,40	20,48%
Computer Storage and Perip	15	4,99	10,27	7,39%
Construction and Engineerin	120	6,83	10,87	26,53%
Construction and Farm Mach	33	5,08	6,83	24,99%
Construction Materials	33	4,96	6,92	23,50%
Consumer Electronics	12	3,44	6,35	20,81%
Consumer Finance	14	42,67	49,19	18,38%
Data Processing and Outsou	14	5,82	7,98	16,92%
Department Stores	12	4,64	6,20	25,73%
Distillers and Vintners	20	9,36	10,39	19,90%
Distributors	27	4,66	5,86	19,47%
Diversified Banks	90	NA	NA	20,36%
Diversified Capital Markets	10	NA	NA	10,51%
Diversified Chemicals	7	3,75	5,18	25,76%
Diversified Metals and Minin	48	3,82	4,53	15,62%
Diversified Real Estate Activ	40	55,83	74,17	13,72%
Diversified REITs	13	14,64	16,13	2,11%
Diversified Support Services	37	6,58	9,45	23,85%
Education Services	6	8,53	10,48	17,75%
Electrical Utilities	35	7,47	10,66	18,51%
Electrical Components and E	72	5,58	6,91	18,98%
Electronic Components	12	3,70	6,39	17,48%
Electronic Equipment and In	69	5,62	8,01	20,79%
Electronic Manufacturing Se	8	3,27	7,41	12,05%
Environmental and Facilities	34	6,23	10,28	19,77%
Fertilizers and Agricultural C	11	6,20	7,24	14,13%
Food Distributors	6	6,00	8,82	23,74%
Food Retail	20	6,37	9,47	24,33%
Footwear	3	5,08	5,89	29,97%
Forest Products	16	7,25	18,81	18,05%
Gas Utilities	8	6,97	9,72	25,20%
General Merchandise Stores	3	4,56	8,54	38,33%
Gold	26	18,18	32,65	12,33%
Health Care Technology	14	5,51	10,45	30,74%
Healthcare Distributors	15	7,98	10,51	17,60%
Healthcare Equipment	56	7,94	10,95	31,74%
Healthcare Facilities	20	9,19	14,25	65,32%
Healthcare Services	16	8,94	11,75	15,98%
Healthcare Supplies	18	10,38	12,45	15,57%
Heavy Electrical Equipment	10	6,82	8,45	14,54%
Highways and Railtracks	16	10,48	14,84	28,28%
Home Entertainment Softwa	13	4,17	31,04	10,75%
Home Furnishing Retail	8	3,52	4,14	22,26%
Home Furnishings	16	4,89	7,31	21,67%
Home Improvement Retail	15	4,73	6,86	26,69%
Homebuilding	26	4,08	4,24	20,49%
Hotels, Resorts and Cruise L	42	6,71	11,33	20,41%
Household Appliances	17	4,54	6,61	25,53%
Household Products	6	9,95	11,98	19,78%
Housewares and Specialties	14	7,50	12,92	16,31%
Human Resource and Employ	35	5,09	5,88	24,76%
Hypermarkets and Super Cer	3	5,29	8,31	28,53%
Independent Power Produce	33	10,14	17,04	14,43%
Industrial Conglomerates	22	7,79	12,95	18,72%
Industrial Gases	3	7,13	12,56	18,87%
Industrial Machinery	169	4,66	5,81	24,27%
Industrial REITs	2	15,03	15,36	0,00%
Insurance Brokers	8	7,52	8,56	25,89%
Integrated Oil and Gas	14	2,78	3,50	35,03%
Integrated Telecommunicati	30	5,17	10,28	18,60%
Internet Retail	11	13,73	18,41	27,24%
Internet Software and Servi	80	8,03	22,55	17,47%
Investment Banking and Bro	52	NA	NA	20,44%
IT Consulting and Other Ser	117	4,84	6,79	28,16%
Leisure Facilities	20	6,80	14,33	12,82%
Leisure Products	28	5,42	7,26	22,77%
Life and Health Insurance	21	6,01	7,51	15,60%
Life Sciences Tools and Ser	27	9,94	17,14	16,73%
Marine	43	3,45	4,95	13,15%
Marine Ports and Services	15	5,21	7,35	18,57%
Metal and Glass Containers	14	5,19	8,44	26,44%
Motorcycle Manufacturers	4	4,81	10,71	8,48%
Movies and Entertainment	64	5,21	8,29	14,56%
Multi-line Insurance	30	5,24	5,52	18,90%
Multi-Sector Holdings	19	24,38	33,13	9,67%
Multi-Utilities	19	7,33	10,64	23,66%
Office Electronics	4	6,11	10,86	7,65%
Office REITs	13	18,53	19,17	0,19%
Office Services and Supplie	27	5,01	7,08	22,85%
Oil and Gas Drilling	9	9,75	14,63	14,15%
Oil and Gas Equipment and S	54	4,84	6,56	24,66%
Oil and Gas Exploration and	78	4,18	6,25	17,52%
Oil and Gas Refining and Mar	16	4,28	5,80	13,98%
Oil and Gas Storage and Tra	20	6,84	10,77	40,22%
Other Diversified Financial S	15	NA	NA	13,36%
Packaged Foods and Meats	105	8,88	11,19	21,02%
Paper Packaging	15	4,02	6,89	18,47%
Paper Products	25	5,70	10,28	14,11%
Personal Products	26	9,68	12,11	16,92%
Pharmaceuticals	68	8,18	10,82	12,67%
Photographic Products	3	3,03	7,90	17,13%
Precious Metals and Minerals	14	2,98	3,50	17,28%
Property and Casualty Insur	14	7,55	5,31	22,49%
Publishing	21	7,15	9,90	30,41%
Railroads	7	4,25	7,73	18,90%
Real Estate Development	25	50,04	43,17	12,21%
Real Estate Investment Trus	1	NA	9,05	0,00%
Real Estate Operating Comp	110	21,19	20,03	11,71%
Real Estate Services	10	8,11	11,24	12,39%
Regional Banks	80	NA	NA	18,23%
Reinsurance	7	4,10	4,71	42,14%
Research and Consulting Ser	44	7,02	9,47	26,84%
Residential REITs	2	26,24	26,71	40,08%
Restaurants	24	7,48	9,81	23,89%
Retail REITs	7	18,09	18,76	8,42%
Security and Alarm Services	7	7,62	11,43	24,66%
Semiconductor Equipment	8	4,65	6,37	14,48%
Semiconductors	26	6,31	NA	12,12%
Soft Drinks	7	5,76	8,89	31,56%
Specialized Consumer Serv	5	8,25	10,47	26,28%
Specialized Finance	30	26,86	30,36	18,92%
Specialized REITs	3	21,02	16,91	0,00%
Specialty Chemicals	43	5,87	8,19	29,79%
Specialty Stores	19	5,35	7,84	20,35%
Steel	29	2,70	3,45	21,43%
Systems Software	27	6,27	8,90	18,46%
Technology Distributors	21	4,49	5,55	21,72%
Textiles	23	7,61	16,85	29,16%
Thrifts and Mortgage Financ	9	NA	NA	24,59%
Tires and Rubber	5	4,75	8,23	32,84%
Tobacco	4	10,62	12,12	24,63%
Trading Companies and Distr	49	5,23	6,84	25,88%
Trucking	16	6,08	9,93	17,08%
Water Utilities	12	7,56	11,18	39,13%
Wireless Telecommunication	11	6,61	12,17	25,30%
Grand Total	4167	12,17	17,12	20,93%

Zdroj: Damodaran, Value/ EBITDA Multiples by Industry setor Januar 2013, Segment Europe

Priemerná hodnota odvetvového ukazovateľa EV/ EBITDA sektora Marine Ports and Services 15 kótovaných spoločností v rámci Európskeho podnikateľského priestoru spracovaného na

www stránke damodaran.com v januári 2013 predstavovala výšku 5,21. Z uvedeného vyplýva, že aplikovaním hodnoty multiplikátora EV/EBITDA a jeho vynásobením s recurring EBITDA spoločnosti SPAP, dostaneme hodnotu akcií spoločnosti SPAP, ak by sa nachádzala v strede kótovaných spoločností. Hodnota multiplikátora v rámci jednotlivých spoločností môže kolísať, za prijateľné rozpätie v hodnote akcií považujeme +/- 20% úrovne hodnoty mediánu.

Spodná hodnota benchmarku = $0,80 \times \text{recurring EBITDA } 1\,863\,500,- \text{ EUR} \times 5,21$ (median hodnota EV/EBITDA)

Spodná hodnota benchmarku = 7 767 068,-EUR

Stredná hodnota benchmarku = $\text{recurring EBITDA } 1\,863\,500,- \text{ EUR} \times 5,21$ (median hodnota EV/EBITDA)

Stredná hodnota benchmarku = 9 708 835,- EUR

Horná hodnota benchmarku = $1,20 \times \text{recurring EBITDA } 1\,863\,500,- \text{ EUR} \times 5,21$ (median hodnota EV/EBITDA)

Horná hranica benchmarku = 11 650 602,-EUR

Na základe uvedeného znalecká organizácia ako benchmark pri stanovení všeobecnej hodnoty akcií spoločnosti SPAP považuje interval v rozpätí (od 7 767 068,-EUR do 11 650 602,-EUR).

2.5 Stanovenie všeobecnej hodnoty akcií spoločnosti SPAP

Vzhľadom na výšku podielu Hlavného mesta Slovenskej republiky Bratislava na základnom imaní spoločnosti SPAP, vzhľadom na jej stanovy, ako aj vzhľadom na obsadenie orgánov spoločnosti SPAP znalecká organizácia konštatuje, že Hlavné mesto Slovenskej republiky Bratislava nemá priamy vplyv na rozhodovanie a riadenie spoločnosti. Hlavné mesto Slovenskej republiky Bratislava prakticky nemá možnosť ovplyvniť rozhodnutie predstavenstva spoločnosti SPAP ohľadom nakladania s jej majetkom. V pozícii minoritného akcionára je z hľadiska výnosov z držby predmetných akcií odkázaný na rozhodnutie valného zhromaždenia o vyplatení dividend. Predkupné právo na akcie spoločnosti SPAP, ktoré akcionár zamýšľa previesť majú akcionári v Spoločnosti v pomere, v akom vlastnia doterajšie akcie.

Tak ako vyplýva z predložených podkladov, Hlavnému mestu Slovenskej republiky Bratislava neboli v rokoch 2010 až 2013 vyplatené žiadne dividendy, čo môže mať negatívny dopad na hodnotu jeho podielu na spoločnosti SPAP.

Ako vyplýva z finančno-ekonomickej analýzy spoločnosti SPAP vykonanej znaleckou organizáciou, spoločnosť SPAP zo svojej hospodárskej činnosti v minulosti dosahovala kladný cashflow. Znaleckej organizácii bol predložený finančno-ekonomický plán spoločnosti SPAP na obdobie rokov 2013 až 2018. Na základe finančno-ekonomického plánu spoločnosti SPAP znalecká organizácia vypracovala výkaz odčerpateľných zdrojov spoločnosti, ktorý je prezentovaný v nasledujúcej tabuľke:

VOENÝ CASH FLOW	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
v EUR	realita		plán					
Tržby z predaja tovaru	2 029 984	1 778 254	1 825 000	1 600 000	1 660 000	1 720 000	1 780 000	1 840 000
Náklady vynaložené na obstaranie tovaru	1 924 068	1 700 020	1 700 000	1 500 000	1 550 000	1 600 000	1 650 000	1 700 000
Výroba	30 793 231	31 038 212	27 000 000	30 000 000	30 400 000	30 800 000	31 200 000	31 600 000
Výrobná spotreba	21 146 907	22 788 565	19 000 000	21 850 000	22 150 000	22 450 000	22 750 000	23 050 000
Osobné náklady	6 594 949	6 006 002	5 500 000	5 700 000	5 800 000	5 900 000	6 000 000	6 100 000
Dane a poplatky	392 280	431 209	430 000	430 000	430 000	430 000	430 000	430 000
Ostatné výnosy	1 266 467	1 140 808	500 000	500 000	500 000	500 000	500 000	500 000
Ostatné náklady	1 564 695	1 414 839	585 000	585 000	580 000	575 000	570 000	565 000
Odpisy	2 234 914	2 183 896	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000
EBIT	231 869	-567 257	110 000	35 000	50 000	65 000	80 000	95 000
Daň (t)	53 330		25 300	8 050	11 500	14 950	18 400	21 850
EBIT bez dane	178 539	-567 257	84 700	26 950	38 500	50 050	61 600	73 150
Odpisy	2 234 914	2 183 896	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000
EBITDA	2 466 783	1 616 639	2 110 000	2 035 000	2 050 000	2 065 000	2 080 000	2 095 000
Vh z finančnej činnosti	1 279 008	1 004 959	122 500	133 500	140 500	150 500	162 500	175 500
CAPEX	1 743 560	2 571 100	1 900 000	1 825 000	1 825 000	1 825 000	1 825 000	1 825 000
FCFF	1 948 901	50 498	307 200	335 450	354 000	375 550	399 100	423 650

Priložený výkaz v kontexte retrospektívnej finančno-ekonomickej analýzy spoločnosti je dostatočným dôvodom na to, aby znalecká organizácia charakterizovala fungovanie spoločnosti na princípe going on concern. Tak ako vyplýva z analýzy minulého finančno-ekonomického vývoja, ako aj z predloženého finančno-ekonomického plánu spoločnosť SPAP bola a pro futuro bude schopná generovať voľné odčerpateľné zdroje. Na základe tejto skutočnosti, ako aj na základe posúdenia postavenia Hlavného mesta Slovenskej republiky Bratislavy ako menšinového akcionára a jeho možnosti podieľať sa na riadení spoločnosti a rozhodovaní o znalecká organizácia zvolila podnikateľskú metódu ohodnocovania spoločnosti SPAP. Zvolená podnikateľská metóda stanovenia všeobecnej hodnoty podniku korešponduje s týmto princípom fungovania.

Podnikateľská metóda patrí medzi štandardné, globálne a syntetické metódy stanovenia hodnoty odčerpateľných zdrojov. Pričom *za odčerpateľný zdroj*, v súlade s definíciou vo Vyhláske č. 492/2004 Z.z., považujeme peňažné vyjadrenie užítku vytváraného najmä z disponibilných ziskov, výnosov alebo zo salda peňažných tokov, ktorý sa dosiahne z činnosti podniku alebo jeho časti, alebo zo zložiek majetku podniku a ktorého výška závisí od minulého vývoja podniku, od jeho postavenia na trhu, ale predovšetkým od jeho predpokladaného budúceho vývoja.

Podnikateľskú hodnotu podniku (alebo jej časti) možno vymedziť ako hodnotu, ktorá sa stanoví pri časovo neobmedzenej životnosti podniku ako súčet všeobecnej hodnoty odčerpateľných zdrojov spoločnosti a pokračujúcej hodnoty podniku.

$$V\dot{S}H_p = H_{oz} + H_p \quad [EUR],$$

kde

$V\dot{S}H_p$ – všeobecná hodnota podniku alebo časti podniku stanovená podnikateľskou metódou [EUR]

H_{oz} – všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov počas hodnoteného obdobia [EUR],

H_p – pokračujúca hodnota [EUR],

Všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov závisí od očakávaných, v budúcnosti vygenerovaných, odčerpateľných zdrojov v jednotlivých časových obdobiach uvažovaných pre výpočet, diskontovaných ku dňu ohodnotenia. Všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov je predovšetkým funkciou očakávaných odčerpateľných zdrojov, času a diskontnej sadzby, čo možno vyjadriť vzt'ahom:

$$H_{oz} = \sum_{t=1}^n \frac{OZ_t}{(1+i)^t} \quad [\text{EUR}],$$

kde

H_{oz} - všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov počas hodnoteného obdobia [EUR],

OZ_t - odčerpateľné zdroje počas hodnoteného obdobia [EUR],

i - miera kapitalizácie v %, ktorá sa do výpočtu dosadzuje v desatinnom tvare [%/ 100],

n - dĺžka sledovaného obdobia [rok],

Úroková miera sa stanoví takto:

$$i = (1 - DS) \times N_{PK} \times \frac{PK}{CK} + N_{VK} \times \frac{VK}{CK} \quad [-]$$

$$CK = PK + VK \quad [\text{EUR}],$$

kde

i - vypočítaná miera kapitalizácie v percentách odrážajúca mieru rizika, priemernú nákladovosť kapitálu a štruktúru využívaného kapitálu, ktorá sa do výpočtu dosadzuje v desatinnom tvare [%/ 100],

DS - sadzba dane z príjmu v percentách, ktorá je stanovená podľa zákona o dani z príjmov pre ohodnocovaný podnik, do výpočtu sa dosadzuje v desatinnom tvare [%/ 100],

N_{PK} - náklady spojené s využívaním požičaného kapitálu v percentách, t.j. úrok a iné náklady platené veriteľom, ktoré sa do výpočtu dosadzujú v desatinnom tvare [%/ 100],

PK - objem požičaného kapitálu v slovenských korunách, pozostáva zo zložiek pasív, ktorými na účel výpočtu diskontnej sadzby sú: dlhodobé bankové úvery, bežné bankové úvery, finančné výpomoci, emitované dlhopisy, zmenky, lízing, platené nájmy a iné záväzky [EUR],

VK - objem vlastného kapitálu v slovenských korunách pozostáva zo zložiek pasív, ktorými na účel výpočtu je vlastné ímanie [EUR],

CK - celkový kapitál (súčet vlastného kapitálu a požičaného kapitálu) [EUR],

N_{VK} - náklady vlastného kapitálu v percentách, t.j. podiel na zisku očakávaný a získavaný vlastníkom za vklad svojho kapitálu do podniku, ktoré sa do výpočtu dosadzujú v desatinnom tvare [%/ 100],

$$N_{VK} = \frac{\text{Div} \cdot 100}{P_0 - E}$$

kde

Div - ročné dividendy vyplácané akcionárom

P_0 - predajná cena jednej akcie

E - emisné náklady na umiestnenie akcie

alebo

$$N_{VK} = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

kde:

R_f je **základná (tzv. bezriziková) sadzba** vychádza spravidla z porovnateľného výnosu štátnych dlhopisov. Predstavuje alternatívnu mieru návratnosti pre investora, ktorá je bezriziková a má likviditu.

β je **koeficient beta**, ktorý vyjadruje mieru rizika, súvisiacu spravidla s nestálosťou cien akcií (obchodného podielu) spoločnosti v porovnaní s nestálosťou trhu ako celku (rozpätie 0,5 – 2,0).

Čím je väčšie riziko, tým je koeficient beta väčší.

$(R_m - R_f)$ je **trhová prémie**, ktorá vyjadruje čiastku, o ktorú z dlhodobého pohľadu výnosy kapitálového trhu (R_m) dlhodobo prevyšujú základnú (bezrizikovú) sadzbu.

Pokračujúca hodnota sa stanoví takto:

$$H_p = \frac{OZ_{n+1}}{i - g} \times \frac{1}{(1+i)^n} \text{ [EUR]}, \text{ pričom } i > g$$

kde

H_p - hodnota pokračujúca [EUR]

OZ_{n+1} - objem odčerpateľných zdrojov v roku nasledujúcom po sledovanom období [EUR],

i - miera kapitalizácie v %, ktorá sa do výpočtu dosadzuje v desatinnom tvare [%/ 100],

g - trvale udržateľná miera rastu odčerpateľných zdrojov v percentách, ktorá sa do výpočtu dosadzuje v desatinnom tvare [%/ 100],

n - dĺžka sledovaného obdobia [rok],

Pokračujúca hodnota (H_p) je všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov podniku alebo časti 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. 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.

2.4 Vlastný výpočet hodnoty akcií spoločnosti SPAP

Analýza rizika spoločnosti					
	Hodnotenie rizikových faktorov				
	0,50	0,75	1,00	1,50	2,00
Rizikové faktory spoločnosti					
Stabilita výnosov				1,5	
Ziskovosť výnosov				1,5	
Finančná sila				1,5	
Podiel na trhu				1,5	
Kvalita manažmentu			1		
Diverzifikácia aktivít				1,5	
Diverzifikácia výrobkov				1,5	
Diverzifikácia trhov				1,5	
Pružnosť					2
Kvalita			1		
Inovácia			1		
Rizikové faktory odvetvia					
Rast trhu odvetvia				1,5	
Konkurencia v odvetví			1		
Kapitálová náročnosť					2
Rizikové faktory ekonomiky					
Hospodársky rast				1,5	
Miera inflácie			1		
Úrokové miery			1		
Výmenné kurzy			1		
Vážené súčty:	0,00	0,00	7,00	13,50	4,00
Priemerné riziko (β):	1,36				

$$N_{VK} = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

$$N_{VK} = 0,033 + 1,36 \times (0,08 - 0,033)$$

$$N_{VK} = 9,7 \%$$

kde:

- R_f je priemerná úroková sadzba p.a. akceptovaného dopytu na aukciách štátnych dlhopisov s dobou splatnosti viac ako 5 rokov, ktoré sa konali v priebehu posledných 12 mesiacov. Predmetné aukcie sú prezentované v nasledujúcej tabuľke:

Číslo aukcie	Dátum aukcie	Dátum splatnosti	Rokov do splatnosti	Akceptovaný dopyt	Podiel na emisií za posledných 12 mesiacov	Priemerná sadzba z akceptovaného dopytu
ŠD 225 C	16.9.2013	28.2.2023	9,5	69 500 000 €	1,2%	2,7173%
ŠD 225 B	17.6.2013	28.6.2023	10,0	112 000 000 €	2,0%	2,4484%
ŠD 223 A	20.5.2013	15.11.2024	11,5	146 000 000 €	2,6%	2,5760%
ŠD 225 A	15.4.2013	28.4.2023	10,0	376 000 000 €	6,6%	2,8078%
ŠD 224 A	18.3.2013	8.2.2033	19,9	50 500 000 €	0,9%	3,8564%
ŠD 225 syndikát	20.2.2013	28.2.2023	10,0	1 750 000 000 €	30,8%	3,1300%
ŠD 224	8.2.2013	8.2.2033	20,0	1 500 000 000 €	26,4%	3,8750%
ŠD 216 J	21.1.2013	14.10.2025	12,7	197 400 000 €	3,5%	3,3796%
ŠD 216 I	10.12.2013	14.10.2025	11,9	76 300 000 €	1,3%	3,3635%
ŠD 223 syndikát	7.11.2012	15.11.2024	12,0	1 250 000 000 €	22,0%	3,4210%
ŠD 216 H - predaj	15.10.2012	14.10.2025	13,0	100 000 000 €	1,8%	4,3500%
ŠD 216 G	15.10.2012	14.10.2025	13,0	60 900 000 €	1,1%	3,5453%
Spolu za posledných 12 mesiacov:				5 688 600 000 €		
Vážená priemerná sadzba z akceptovaného dopytu:						3,3%

Na poslednej aukcii štátnych dlhopisov s dobou splatnosti viac ako 5 rokov, ktorá sa konala dňa 16.09.2013 sa predali dlhopisy v hodnote 69 500 000,- EUR, splatnosť dlhopisov je 28.02.2023. Priemerná úroková sadzba akceptovaného dopytu predstavuje čiastku 2,7173%.

- $(R_m - R_f)$ - je trhová prémia, ktorá vyjadruje čiastku o ktorú z dlhodobého pohľadu výnosy kapitálového trhu (R_m) dlhodobo prevyšujú základnú (bezrizikovú) sadzbu. Trhová prémia sa vo svete pohybuje v rozpätí 2 – 10 %.

Nakoľko spoločnosť SPAP k 30.09.2013 neviduje žiaden požičaný kapitál, tak platí:

$$i = Nvk$$

$$i = 9,7 \%$$

Miera kapitalizácie spoločnosti SPAP predstavuje 9,7 %.

V nasledujúcom vzorci uvádzame prepočet výsledkov očakávaných odčerpateľných zdrojov spoločnosti za jednotlivé roky a ich vyjadrenie ako všeobecnej hodnoty odčerpateľných zdrojov, po diskontovaní, pri použití úrokovej sadzby vo výške 9,7 %.

Rok	Číslo roka	Príjmy (€)	Úrok (9,7%)	Číslo roka	Hodnota (€)
1	2013	307 200 €	9,7%	1,097	280 036 €
2	2014	335 450 €	9,7%	1,203	278 750 €
3	2015	354 000 €	9,7%	1,320	268 153 €
4	2016	375 550 €	9,7%	1,448	259 323 €
5	2017	399 100 €	9,7%	1,589	251 217 €
Spolu hodnota odčerpateľných zdrojov					

Všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov spoločnosti SPAP k 30.09.2013 predstavuje čiastku 1 337 480,- EUR.

$$H_p = \frac{OZ_{n+1}}{i-g} \times \frac{1}{(1+i)^n} \text{ [EUR], pričom } i > g$$

Z analýzy vývoja trvalo udržateľnej miery rastu odčerpateľných zdrojov môžeme konštatovať, že rast odčerpateľných zdrojov sa v sledovanom období pohyboval na v rozmedzí od 5,5% do 9,1% , pričom priemerná hodnota bola vo výške 6,6%

$$H_p = \frac{423\,650}{(0,097-0,066)} \times \frac{1}{1,097^5}$$

$$H_p = 8\,602\,256, - \text{ EUR}$$

Pokračujúca hodnota spoločnosti SPAP k 30.09.2013 predstavuje čiastku 8 602 256,- EUR.

$$V\check{S}H_{100\% \text{ akcií}} = H_{oz} + H_p$$

$$V\check{S}H_{100\% \text{ akcií}} = 1\,337\,480 + 8\,602\,256$$

$$V\check{S}H_{100\% \text{ akcií}} = 9\,939\,736,- \text{ EUR}$$

Všeobecná hodnota 100% akcií na spoločnosti SPAP k 30.09.2013 predstavuje čiastku 9 939 736,- EUR.

Uvedená hodnota sa nachádza na strednej úrovni benchmarku hodnoty odvetvového sektora Marine Ports and Services (Prístavy a prístavné služby) 15 kótovaných spoločností v rámci Európskeho podnikateľského priestoru určovenej podľa ukazovateľa EV/EBITDA spracovaného spoločnosťou damodaran prezentovaného v kapitole 2.4.

Všeobecná hodnota 1 ks akcie sa vypočíta ako podielu Všeobecnej hodnoty všetkých akcií a počtu všetkých akcií.

$$V\check{S}H_{\text{akcie}} = \frac{9\,939\,736,- \text{ EUR}}{2\,545\,370}$$

$$V\check{S}H_{\text{akcie}} = 3,905 \text{ EUR}$$

Vychádzajúc z uvedených výpočtov, po zohľadnení všetkých rozhodujúcich relevantných faktorov a zaokrúhlení, stanovujeme všeobecnú hodnotu 1 ks akcie spoločnosti SPAP vo vlastníctve Hlavného mesta Slovenskej republiky Bratislavy k 30.09.2013 na výšku 3,91 EUR.

Podiel akcií vo vlastníctve Hlavného mesta Slovenskej republiky Bratislavy predstavuje 7,01% podiel na základnom imaní.

Všeobecná hodnota akcií vo vlastníctve Hlavného mesta Slovenskej republiky Bratislavy sa vypočíta ako násobok jej percentuálneho podielu 7,01% na základnom imaní spoločnosti SPAP a Všeobecnej hodnoty všetkých akcií

$$V\dot{S}H_{\text{akcií Bratislava}} = 9\,939\,736,- \text{ EUR} \times 7,01\%$$

$$V\dot{S}H_{\text{akcií Bratislava}} = 696\,775,- \text{ EUR}$$

Vychádzajúc z uvedených výpočtov, po zohľadnení všetkých rozhodujúcich relevantných faktorov a zaokrúhlení stanovujeme po zaokrúhlení všeobecnú hodnotu akcií reprezentujúcich 7,01% podiel na základnom imaní spoločnosti SPAP vo vlastníctve Hlavného mesta Slovenskej republiky Bratislavy k 30.09.2013 na výšku 696 775,- EUR.

III. ZÁVER

Na základe vykonaného ohodnotenia znalecká organizácia stanovuje všeobecnú hodnotu 1 ks akcie spoločnosti Slovenská plavba a prístavy, a.s. so sídlom Horárska 12, 815 24 Bratislava, zapísanej dňa 01.01.1997 v Obchodnom registri Okresného súdu Bratislava I, v oddieli: Sa, vložka číslo: 1249/B, s prideleným IČO: 35 705 671, vo vlastníctve Hlavného mesta Slovenskej republiky Bratislavy ku dňu 30.09.2013 po zaokrúhlení na výšku 3,91 EUR.

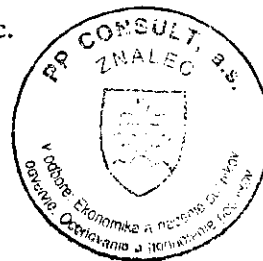
Na základe vykonaného ohodnotenia znalecká organizácia stanovuje všeobecnú hodnotu akcii reprezentujúcich 7,01% podiel na základnom imaní spoločnosti Slovenská plavba a prístavy, a.s. so sídlom Horárska 12, 815 24 Bratislava, zapísanej dňa 01.01.1997 v Obchodnom registri Okresného súdu Bratislava I, v oddieli: Sa, vložka číslo: 1249/B, s prideleným IČO: 35 705 671 vo vlastníctve Hlavného mesta Slovenskej republiky Bratislavy ku dňu 30.09.2013 po zaokrúhlení na výšku 696 775,- EUR.

Znalecký posudok je vyhotovený za účelom predaja akcií vo vlastníctve Hlavného mesta Slovenskej republiky Bratislavy.

Dátum, ku ktorému je znaleckým posudkom stanovená všeobecná hodnota 1 ks akcie: 30.09.2013

Dátum vyhotovenia znaleckého posudku: 04.11.2013

Osoba zodpovedná za výkon znaleckej činnosti: Ing. Ivan Peschl, CSc.



Znalecký posudok vypracovala znalecká organizácia:

RP CONSULT, a.s.

Ing. Ivan Peschl, CSc.,
člen predstavenstva