

Deloitte & Touche Czech Republic B.V. Phone: +420 (2) 248 95 362  
organizační složka Fax: +420 (2) 248 95 304  
Týn 641/4  
110 00 PRAGUE 1 Id.No.: 64935957  
Czech Republic VAT Reg.: 001 - 64935957

620  
**Deloitte  
& Touche**

Financial Advisory Services

14. června 2002

Předběžná zpráva

Ing. Jiří Paroubek  
náměstek primátora  
Magistrát hlavního města Prahy  
Mariánské náměstí 2  
110 01 Praha 1

**Kalkulace objektivní tržní hodnoty 34% podílu na vlastním kapitálu společnosti PVK,  
a.s. k 31. prosinci 2001**

Vážený pane náměstku,

vypracovali jsme kalkulaci objektivní tržní hodnoty 34% podílu na vlastním kapitálu ve společnosti PVK, a.s. („Společnost“ nebo „PVK“) k 31. prosinci 2001 („Kalkulace“).

Cílem naší analýzy bylo asistovat při indikaci doporučené prodejní ceny výše stanoveného podílu ve společnosti PVK. Pro tyto účely jsme provedli kalkulaci objektivní tržní hodnoty PVK k 31. prosinci 2001.

Naše Kalkulace souvisí s potenciálním prodejem majetkového podílu ve Společnosti. Proto tedy naše práce nemůže sloužit k jinému účelu nebo být předkládána jiným subjektům bez písemného svolení Deloitte & Touche. Naše jméno nebo Kalkulace nemohou být, ať již jako celek nebo její jednotlivé části, ústně ani v žádném dokumentu poskytnuty třetím osobám bez předchozího písemného souhlasu, který nesmí být bezdůvodně odepřen. Výsledek našeho poradenství v oblasti ohodnocení neznámá investiční doporučení a proto by neměl být tímto způsobem interpretován.

**Deloitte  
Touche  
Tohmatsu**

Financial Advisory Services

**Kalkulace hodnoty 34% podílu  
na vlastním kapitálu  
společnosti PVK, a.s.**

**k 31. prosinci 2001**

**Předběžná zpráva**

**14. června 2002**

## 1 OBJEKTIVNÍ TRŽNÍ HODNOTA

Pro účely tohoto ocenění definujeme objektivní tržní hodnotu jako "cenu vyjádřenou hotovostí, za níž by daný majetek změnil vlastníka, a to převodem mezi ochotným prodávajícím a ochotným kupujícím, který není uskutečněn ani pod tlakem ke koupi, ani prodeji s tím, že každý ze zúčastněných je obeznámen s náležitými skutečnostmi."<sup>1</sup>

Je třeba vzít na vědomí, že cena skutečně zaplacená při transakci se může lišit od odhadu objektivní tržní hodnoty díky takovým faktorům, jakými jsou motivace smluvních stran, zkušenosti smluvních stran s vyjednáváním, struktura transakce (např. způsob financování, převod rozhodovacích pravomocí, atd.) nebo jiným faktorům, které jsou pro danou transakci jedinečné.

V naší definici objektivní tržní hodnoty uvažujeme, že bude placeno v hotovosti. Nicméně v mnoha transakcích kupující vyjedná strukturu transakce, při které hradí část ceny jinak než hotovostně. V transakci jsou pak většinou zohledněny náklady financování prodejce pramenící z vkladů nehmotných aktiv (např. know-how, přístup na trh, technologie) a dosažená cena je vyšší.

---

<sup>1</sup> American Society of Appraisers, Business Valuation Standards©, "Definitions", přepracované vydání z února 2001, strana 23

## 2 ZDROJE INFORMACÍ

Při Kalkulaci jsme vycházeli z informací obdržných od PVK a z veřejně dostupných finančních a jiných informací.

PVK nám byly poskytnuty finanční výkazy za roky 1998 až 2002 a v omezeném rozsahu prognózy vedení Společnosti na rok 2002 a 2003, které nám umožnily sestavit finanční model určující volné peněžní toky. Neprovedli jsme pohovory s vedením Společnosti, které by nám objasnily jakékoliv hlubší informace, které nejsou veřejně dostupné. Kdybychom měli možnost pohovoru s vedením Společnosti, naše závěry by mohly být odlišné.

Při Kalkulaci jsme vycházeli pouze z informací a finančních dat poskytnutých od PVK, které jsme považovali za přesné a objektivně zobrazující historickou finanční a provozní situaci Společnosti. Závěr analýzy závisí na kompletnosti a přesnosti těchto informací ve všech ohledech. Rozsah naší práce nám neumožňuje přijmout odpovědnost za přesnost a kompletnost těchto poskytnutých informací.

Data použitá v této Kalkulaci pocházejí z následujících zdrojů:

- PVK, a.s.
- WorldScope Disclosure, Bloomberg a Internet Securities
- Veřejně dostupná data o trhu v České republice v odvětví
- Veřejně dostupné informace (články, studie, atd.) týkající se prémie za kontrolní podíl a úprav o nižší obchodovatelnost Společnosti.

Jako součást tohoto ocenění jsme neprováděli audit ani přezkoumání a tudíž nepředkládáme výrok auditora nebo jinou formu záruky těchto dat. Výsledek této Kalkulace, její závěry a podrobné propočty jsou prezentovány v přílohách k této zprávě.

### 3 PROVEDENÉ ČINNOSTI

Naše indikace hodnoty byla vedena v souladu se všeobecně uznávanými oceňovacími standardy vyhlášenými mezinárodními oceňovacími uskupeními, kterými jsme členy. Proto tedy postup ocenění zahrnuje postupy vycházející z těchto standardů. Při tomto ocenění jsou zahrnuty zejména (ale nejenom) následující zjištění a analýzy:

- Analýza všeobecných dat o trhu
- Analýza veřejně dostupných informací o Společnosti, internetové stránky Společnosti a ostatní média
- V dostupné míře sběr a analýza finančních dat společností, jejichž akcie jsou veřejně obchodovatelné, přičemž podnikají ve stejném oboru podnikání, což poslouží k provoznímu porovnání
- Odhad odpovídajících oceňovacích diskontů a prémie použitých ve výsledcích naší kalkulace
- Analýza ostatních informací a dat týkajících se kalkulace odhadu objektivní tržní hodnoty

Na základě našich poznatků a provedené analýzy dat byly k dosažení výsledné hodnoty majetku Společnosti použity odpovídající oceňovací techniky.

## 4 OCENOVACÍ PŘÍSTUPY

Nepoužili jsme přístup tržního porovnávání, protože jsme nenašli vhodné srovnatelné společnosti. Všechny společnosti, které jsme analyzovali, působí ve stejném odvětví jako PVK avšak na rozdíl od PVK vlastní rozvodný vodní a stočný systém. PVK si tento systém pronajímá a tudíž tržní násobky, které by byly pomocí přístupu tržního porovnávání odvozeny by byly touto skutečností zdeformované.

S ohledem na rozsah dostupných informací, jak bylo výše uvedeno, jsme pro kalkulaci přibližné objektivní tržní hodnoty 34% podílu ve Společnosti použili pouze výnosový přístup reprezentovaný metodou diskontovaných peněžních toků.

### Výnosový přístup

Existuje několik metod, které se v rámci výnosového přístupu používají pro ocenění. Jednou z těchto metod je metoda diskontovaných peněžních toků. V rámci této metody jsou odhadovány budoucí peněžní toky, včetně terminální hodnoty na konci projektovaného období, které jsou diskontovány na současnou hodnotu požadovanou mírou výnosnosti. Metoda diskontovaných peněžních toků je považována (spolu s ostatními modely používajícími predikce budoucích výsledků) za teoreticky nejsprávnější metodu ocenění, protože explicitně bere do úvahy budoucí užitek spojený s vlastnictvím oceňovaného aktiva.

Další výnosová metoda je založena na kapitalizaci některého z ukazatelů výkonnosti společnosti jako například zisk nebo dividendy. Úroveň kapitalizace odráží jak riziko tak i dlouhodobé vyhlídky oceňované společnosti. Při kapitalizaci historických ukazatelů finanční výkonnosti je nutné vzít na vědomí, že historické údaje slouží pro předpověď budoucnosti.

U obou metod se v diskontní sazbě, respektive v míře kapitalizace, odráží podmínky na trhu a jedinečnost oceňované společnosti.

Na základě analýzy výnosů, nákladů, potřebného pracovního kapitálu a investic, optimální kapitálové struktury a požadované diskontní sazby je zpracována prognóza čistých budoucích výnosů obchodní činnosti za určité prognózované období. Budoucí výnosy lze definovat jako čistý zisk nebo peněžní tok. Peněžní toky lze dále definovat jako peněžní tok vlastního kapitálu (peněžní toky dostupné akcionářům) a nezadlužené peněžní toky (peněžní toky

dostupné investorům s vlastním i dluhovým kapitálem). V obou případech lze peněžní toky počítat před zdaněním nebo po zdanění a v reálných (očištěných o inflaci) nebo nominálních (včetně inflace) hodnotách.

Volba nejvhodnější varianty pro definování budoucích výnosů závisí na odborném úsudku odhadce, který musí zvážit specifické skutečnosti a okolnosti jednotlivých případů.

Po určení diskontní sazby jsou budoucí výnosy a zůstatková hodnota diskontovány nebo kapitalizovány na jejich současnou hodnotu. Součet současných hodnot představuje hodnotu vlastního kapitálu u modelu peněžního toku vlastního kapitálu, a hodnotu celkového investovaného kapitálu (vlastní kapitál plus cizí kapitál) u modelu peněžního toku nezadluženého majetku. Cizí kapitál je třeba v případě posledně jmenované varianty odečíst, aby byla získána hodnota vlastního kapitálu.

## 5 POSTUP OCENĚNÍ

Pro kalkulaci hodnoty jsem použili metodu diskontovaných peněžních toků.

Pro analýzu sektoru zásobování vodou a odvodu odpadních vod jsme použili společnosti se stejným rozsahem činnosti. Při této analýze jsme brali v úvahu i skutečnost, že PVK na rozdíl od ostatních společností nevlastní rozvodný a stočný systém.

Pro potřeby ocenění jsme obdrželi návrhy finančních plánů PVK na období od 2002 do 2003 a historické roční finanční výkazy Společnosti od roku 1998 do konce roku 2001.

Peněžní toky jsou odvozeny od provozního zisku po zdanění upraveného o odpisy. Ten je dále snížen o změnu potřeby pracovního kapitálu a investice.

Současnou hodnotu generovaných peněžních toků jsme určili jako součet současných hodnot peněžních toků v letech 2002 a 2003 a terminální hodnoty odhadnuté pomocí Gordonova růstového modelu. Pro odhad terminální hodnoty jsme stanovili růst s ohledem na charakter odvětví ve výši 5%. Tento růst podle našeho názoru dostatečně vyjadřuje možnosti budoucího vlastníka zvyšovat současné regulované ceny vodného a stočného.

V našem ocenění definujeme diskontní sazbu rovnou váženým průměrným nákladům kapitálu (WACC). PVK je doposud plně financována vlastním kapitálem, nicméně pro určení objektivní tržní hodnoty je vhodnější použití kapitálové struktury obvyklé v daném odvětví, protože budoucí vlastník Společnosti může nakupovanou společnost přefinancovat podle svých potřeb. Obvyklá kapitálová struktura používaná v odvětví dává přesnější odhad objektivní tržní hodnoty, než použití stávající kapitálové struktury Společnosti. (výpočet viz. Tabulka č. 5) Při diskontování jsme aplikovali konvenci středu období, která předpokládá rovnoměrnou tvorbu volných peněžních toků během jedné periody.



Součtem současné hodnoty peněžních toků generovaných PVK v letech 2002 a 2003 a současné terminální hodnoty peněžních toků po roce 2003 jsme získali předběžný odhad tržní hodnoty investovaného kapitálu do PVK. Jelikož PVK nemá k 31.12.2001 žádné dluhy, je hodnota investovaného kapitálu rovna hodnotě vlastního kapitálu.

Předběžná hodnota PVK byla dále zvýšena o přebytek pracovního kapitálu k datu ocenění oproti srovnatelným společnostem ve výši 253 896 tis. Kč a o hodnotu neprovozních aktiv Společnosti ve výši 20 000 tis. Kč reprezentovaných finančními investicemi.

Při indikaci hodnoty PVK jsme oceňovali 34% minoritní podíl. Metoda diskontovaných peněžních toků v sobě implicitně zahrnuje kontrolní podíl a proto bylo nutné aplikovat srážku za minoritní podíl. Tato srážka, kterou jsme určili na 20% podle našeho mínění vystihuje omezené možnosti potenciálního majitele 34% využít kontrolních práv.

Společnost PVK není veřejně obchodovatelná. Vlastnický podíl v soukromé společnosti nelze prodat tak snadno, jako podíl ve společnosti, jejíž akcie jsou veřejně obchodovány. Z tohoto důvodu je při prodeji minoritního podílu v soukromé společnosti třeba uplatnit diskont za nižší míru obchodovatelnosti. Pro účely našeho ocenění jsme výši této srážky určili na úrovni 15%. Důvodem pro tuto hodnotu je skutečnost, že oceňujeme minoritní podíl (34%) v soukromé společnosti, jehož likvidita je nižší než likvidita majoritního podílu. Domníváme, že prodejnost PVK z hlediska počtu potenciálních uchazečů je vzhledem k současné struktuře akcionářů omezena.

## 6 ZÁVĚRY OCENĚNÍ

Po provedení výše uvedených úprav ve výnosovém přístupu za použití metody diskontovaných peněžních toků lze přibližnou hodnotu 34% podílu na vlastním kapitálu PVK indikovat na

**880 000 000 ,- Kč.**

Tuto hodnotu lze po přepočtu směnnými kursy k datu ocenění vyjádřit

**24 270 000 USD**

nebo

**27 517 000 EUR.**

Podrobný výpočet těchto hodnot Společnosti je uveden v příložené Tabulce 1.

V souladu s všeobecně uznávanými postupy oceňování, jsme nezávislí na vlastnících PVK, a.s. a Hlavním městě Praze. Naše odměna za tuto práci nezávisí na výsledku této Kalkulace.

Bylo naším potěšením provést toto ocenění pro Hlavní město Praha.

S pozdravem

Josef Kotrba

Partner

Deloitte & Touche

**7 PŘÍLOHY**

**Tabulka 1 – Diskontovaný cashflow**

**Tabulka 2 – Historické rozvahy**

**Tabulka 3 – Historické výsledovky**

**Tabulka 4 – Kalkulace pracovního kapitálu**

**Tabulka 5 – Kalkulace WACC**

**Tabulka 6 – Analýza poměrových ukazatelů**

**Tabulka 7 – DuPontova analýza – rozklad ROE**

Tabuľka 1

PVK, a.s.

Indikace objektivní tržní hodnoty vlastního kapitálu PVK, a.s., ke dni 31. prosince 2001

Předběžná zpráva

Děkovací listy

CZK tis.

Období končící:

31.12.2001

	Rok 1	Rok 2
Tržby	10,4%	6,8%
Operativní provozní výnosy	4 053 422	4 327 161
Celkové provozní výnosy	4 053 422	4 327 161
EBIT	276 225	349 505
Akce	6,8%	8,1%
Důl a příjmy ve výši	85 630	108 347
Čistý zisk bez fin. nákladů	190 595	241 158
Návrže	4,7%	5,6%
Peněžní tok	111 640	103 100
Odpoisy	-57 465	-41 063
Přírůstek pracovního kapitálu (1)	-89 608	-103 100
Investiční náklady	155 162	200 098
Volný peněžní tok bez finančních nákladů	0 5000	1 5000
čistý faktor (střední období)	0,9309	0,8597
diskontní faktor	147 540	172 032

Tržby v roce 3	4 543 519
Terminální EBIT návrže	8,1%
EBITAT v roce 3	253 216
Přírůstek pracovního kapitálu	-32 454
Čistý peněžní tok	220 763
Konečná hodnota	3 942 190

Předpoklady	
WACC	10,6%
Residuální náhr	5,0%
Proc.kap./ Tržby (1)	15,0%

Analýzy uverňov			
Náklad Kapitálu / Residuální náhr			
9,0%	4,0%	5,0%	6,0%
1 010 000	1 200 000	1 530 000	
10,6%	780 000	880 000	1 030 000
12,0%	650 000	720 000	800 000

Současná hodnota peněžních toků	319 572
Plus: Současná hodnota terminálních hodnoty	3 389 259
Odhadovaná tržní hodnota (investovaného kapitálu)	3 708 831
Mina: Úvěry	0
Neprovozní aktiva	20 000
Plus: Nadbytečný pracovní kapitál	253 896
Odhadovaná objektivní tržní hodnota vlastního jmění, na úřadovně kontrolu a objektivní hodnoty	3 982 727

Diskont za minoritní podíl	20%	796 545
Diskont za omezenou obchodovatelnost	15%	597 409

Odhadovaná objektivní tržní hodnota 34% vlastního jmění (zobchodněno) 800 000

Odhad objektivní tržní hodnoty 34% podílu na vlastním kapitálu v tis. USD\* 34 270

Odhad objektivní tržní hodnoty 34% podílu na vlastním kapitálu v tis. EUR\*\* 27 817

\* CZK/USD 30,259  
\*\* CZK/EUR 31,280

650

## Historické rozvahy

	31.12.1998	31.12.1999	31.12.2000	31.12.2001
<b>Historické rozvahy</b>				
<b>CZK tis.</b>				
Finanční prostředky	309 505,0	162 037	239 999	350 191
Obchodní pohledávky	331 974,0	463 755	437 193	482 345
Ostatní pohledávky	32 996,0	19 448	34 066	18 252
Pohledávky celkem	364 970	483 203	471 259	508 597
Materiál	58 746	50 480	46 426	43 479
Nedokončená výroba				
Výrobky a zboží	682	494	646	467
Zásoby celkem	59 428	50 974	47 072	43 946
<b>OBĚŽNÁ AKTIVA - CELKEM</b>	<b>733 903</b>	<b>696 214</b>	<b>758 330</b>	<b>894 734</b>
Stálá aktiva netto	521 394	550 900	586 545	567 098
Z toho finanční investice	0	0	0	20 000
Dlouhodobé pohledávky	838	3 735	3 597	3 591
Časové rozlišená aktiva	2 865	4 733	11 787	4 002
Dohadné účty aktivní	197 109	207 502	224 826	315 568
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>1 456 129</b>	<b>1 463 084</b>	<b>1 585 085</b>	<b>1 784 993</b>
Závazky z obchodního styku	123 791	94 667	169 978	67 026
Ostatní závazky	61 955	66 573	61 956	85 632
Závazky celkem	185 746	161 240	231 934	152 658
Kritikodobé úvěry	0	0	0	0
<b>BĚŽNÁ PASIVA CELKEM</b>	<b>185 746</b>	<b>161 240</b>	<b>231 934</b>	<b>152 658</b>
Emitované dluhopisy	0	0	0	0
Ostatní dlouhodobá pasiva	0	0	0	0
Bankovní úvěry	0	0	0	0
Rezervy	2 800	3 526	7 000	23 598
Časové rozlišení	136 559	143 983	147 144	6
Dohadné účty pasivní	30 657	34 065	67 139	257 196
Celkem ostatní pasiva	167 216	178 048	214 283	257 202
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>355 762</b>	<b>342 814</b>	<b>453 217</b>	<b>433 458</b>
Základní jmění	792 276	792 276	792 276	792 276
Kapitálové fondy	0	0	0	143 968
Nerozdělený zisk/ztráta	0	0	20 002	28 775
Fondy ze zisku	302 060	299 992	302 716	303 875
Hospodářský výsledek běžného úč. obd.	6 031	28 002	16 874	82 641
Vlastní jmění	1 100 367	1 120 270	1 131 868	1 351 535
<b>Celkem závazky a vlastní jmění</b>	<b>1 456 129</b>	<b>1 463 084</b>	<b>1 585 085</b>	<b>1 784 993</b>

**Tabulka 3**  
**PVK, a.s.**  
**Indikace objektivní tržní hodnoty vlatního kapitálu PVK, a.s.**  
**ke dni 31. prosince 2001**

CZK tis.	Historické výsledovky - nekonsolidované				CAGR (1)
	31.12.1998	31.12.1999	31.12.2000	31.12.2001	
Období končící	31.12.2003	31.12.2002	31.12.2001	31.12.2000	31/12/99-31/12/01
Tržby z prodeje	2 200 750	3 254 531	3 564 694	3 670 323	4 053 422
<i>Růst</i>	N/A	48%	10%	3%	10%
<b>HRUBÝ ZISK</b>	2 200 750,0	3 254 531,0	3 564 694,0	3 670 323,0	4 053 422
Ostatní provozní příjmy	0	0	0	0	0
Odpisy	74 688	101 211	99 677	103 824	111 640
Osobní náklady	412 195	567 771	615 676	650 509	624 498
Materiál a služby	1 628 336	2 394 985	2 681 748	2 695 639	2 843 943
Zisk/Ztráta z prodeje aktiv	-1 408	-4 799	-3 547	-3 101	-3 400
Ostatní provozní náklady	62 245	132 068	139 792	89 993	200 516
<b>PROVOZNÍ HOSP. VÝSLEDEK</b>	<b>2 176 056</b>	<b>3 191 236</b>	<b>3 533 346</b>	<b>3 536 864</b>	<b>3 777 197</b>
Výnosové úroky	19 657	15 677	6 731	11 788	0
Nákladové úroky	0	0	5	0	0
Ostatní finanční příjmy	109	230	3 252	947	102,9%
Ostatní finanční náklady	12 700	2 477	2 092	1 516	-21,8%
<b>Hospodářský výsledek z finančních operací</b>	<b>7 066</b>	<b>13 430</b>	<b>7 886</b>	<b>11 219</b>	<b>-8,6%</b>
<b>ZISK PŘED ZDANĚNÍM</b>	<b>31 760</b>	<b>76 725</b>	<b>39 234</b>	<b>144 678</b>	<b>37,3%</b>
Mimořádný hospodářský výsledek	-1 573	-15 328	2 547	-27 321	33,5%
<b>ČISTÝ ZISK</b>	<b>24 156</b>	<b>33 395</b>	<b>24 907</b>	<b>34 716</b>	<b>2,0%</b>
Daň z příjmu z činnosti	<b>6 031</b>	<b>28 002</b>	<b>16 874</b>	<b>82 641</b>	<b>71,8%</b>

Tabulka 4  
 PVK, a.s.  
 Indikace objektivní tržní hodnoty vlatního kapitálu PVK, a.s.  
 ke dni 31. prosince 2001

<i>Pracovní kapitál - kalkulace</i>	<i>31.12.1999</i>	<i>31.12.2000</i>	<i>31.12.2001</i>
<i>CZK tis.</i>			
<i>Období končící</i>			
Oběžná aktiva	696 214	758 330	894 734
Oběžná pasiva	161 240	231 934	152 658
Pracovní kapitál (neupravený)	534 974	526 396	742 076
<i>Pracovní kapitál - bez úprav/tržby</i>	16%	15%	20%
Přírůstek pracovního kapitálu	n.a.	-8 578,0	215 680,0
Plus: Ostatní aktiva	212 235	236 613	319 570
Méně: Ostatní pasiva	178 048	214 283	257 202
Pracovní kapitál - upravený I	713 022	740 679	804 444
<i>Pracovní kapitál - upravený I./Tržby</i>	22%	21%	22%
<i>Průměrný pracovní kapitál dle GLCs</i>			
<i>Pracovní kapitál/Tržby - GLCs</i>	n.a.	n.a.	15%
<i>Pracovní kapitál - dle GLCs</i>			
<b>WC Přebytek / (Nedostatek) pro PVK:</b>			<b>253 896</b>

Poznámky:  
 Jako součást tohoto ocenění jsme neprovedli audit těchto dat. Neneseme tedy žádnou zodpovědnost za jejich správnost.

**Tabulka 5**  
**PVK, a.s.**  
**Indikace objektivní tržní hodnoty vlastního kapitálu PVK, a.s.**  
**Ke dni 31.12.2001**

<i>Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)</i>	
<b>Náklad vlastního kapitálu</b>	
Bezriziková úroková míra	5,77%
Premie za tržní riziko	7,42%
Beta koeficient	0,45
Předběžný náklad vlastního kapitálu	<u>9,11%</u>
Úprava o riziko země	1,00%
Úprava o průměrné požadovanou za mělou tržní kapitalizaci	1,00%
Úprava o rizika specifická pro společnost	2,00%
Diskontní sazba vlastního kapitálu použita pro PVK, a.s.	<u>13,11%</u>
<b>Náklad cizího kapitálu</b>	
Průměrná úroková sazba z poskytnutých úvěrů v ČR	6,81%
Platná daňová sazba	<u>31,0%</u>
Dluhové náklady (po zdanění)	<u>4,70%</u>
<b>Struktura kapitálu</b>	
Vlastní kapitál	70,0%
Úvěr	30,0%
<b>Náklad kapitálu</b>	
Náklad kapitálu	13,1%
Úvěr	4,7%
<b>WACC</b>	
WACC (zaokrouhлено na jedno desetinné místo)	<u>10,60%</u>

  

Zdroj:	Průměrný diferencní výnos mezi S&P 500 a výnosem 20-ti letého dluhopisu USA, 1926-2001
Výnos ze 20-ti letého dluhopisu USA	
Založeno na analýze Srovnatelných společností	
Založeno na analýze rizik země	
Premie za mělou tržní kapitalizaci pro nejmenší společnosti	
Založeno na analýze rizik specifických pro PVK, a.s.	
Česká národní banka	
Založeno na analýze Srovnatelných společností	

  

Náklad kapitálu	Struktura kapitálu	Celkový náklad kapitálu
Vlastní kapitál	70,0%	9,2%
Úvěr	30,0%	1,4%
<b>WACC</b>		<u>10,59%</u>
<b>WACC (zaokrouhлено na jedno desetinné místo)</b>		<u>10,60%</u>



Tabulka 6  
PVK, a.s.

Indikace objektivní tržní hodnoty vlastního kapitálu PVK, a.s.  
Ke dni 31.12.2001

Analýza poměrových ukazatelů PVK, a.s.	Historická data pro PVK, a.s.			Historická data pro srovnatelné společnosti - mediány		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001
<b>Likvidita</b>						
Rychlá likvidita	1.90	1.59	2.08	0.82	0.75	0.54
Běžná likvidita	2.68	2.23	2.96	1.39	1.05	0.97
Finanční majetek / Celková aktiva	11.1%	15.1%	19.6%	2.4%	1.6%	1.9%
Finanční majetek / Tržby	5.0%	6.7%	9.5%	5.3%	4.6%	7.6%
Doba obrátu pohledávek z obchodního styku	52	45	48	63	57	68
Doba obrátu zásob	8	6	6	6	6	28
Doba obrátu závazků z obchodního styku	14	23	9	23	22	26
Cash flow cyklus (dny)	45	28	45	45	42	70
Pracovní kapitál / Tržby	17.5%	15.4%	21.9%	12.7%	1.2%	-1.6%
Upravený pracovní kapitál / Tržby	17.5%	15.4%	21.9%	15.1%	10.3%	14.9%
<b>Zadluženost</b>						
Urokové krytí	-12.2	-16.6	-21.1	4.6	3.9	4.3
Zadlužení / Kapitál	0%	0%	0%	47%	49%	57%
Zadlužení / Celková aktiva	0%	0%	0%	25%	26%	42%
Roky potřebné k umoření zadlužení	0.0	0.0	0.0	2.8	3.3	4.3
<b>Provozní efektivita</b>						
ROE (při použití EBIT)	5.6%	2.8%	9.9%	21.6%	19.1%	19.9%
ROE (při použití zisku před zdaněním)	6.8%	3.5%	10.7%	14.8%	14.7%	14.0%
ROA (při použití EBIT)	4.3%	2.0%	7.5%	6.5%	8.2%	6.4%
ROA (při použití zisku před zdaněním)	5.2%	2.5%	8.1%	6.2%	8.2%	4.5%
Marže na EBITDA	5.1%	3.7%	6.5%	34.6%	37.1%	36.4%
Marže na EBIT	1.9%	0.9%	3.6%	22.6%	23.1%	25.5%
Marže na zisk před zdaněním	2.4%	1.1%	3.9%	20.7%	15.5%	17.9%
Marže na čistý zisk	0.9%	0.5%	2.3%	14.2%	10.9%	11.7%
Tržby / Čistá fixní aktiva	5.91	6.08	6.71	0.29	0.28	0.31

Jako součást tohoto ocenění jsme neprováděli audit těchto dat. Nenecháme tedy žádnou zodpovědnost za jejich správnost.

Tabulka 7

PVK, a.s.

Indikace objektivní tržní hodnoty vlastního kapitálu PVK, a.s.

Ke dni 31.12.2001

	1999	2000	2001
<b>Rozklad ROE</b>			
<b>PVK, a.s.</b>			
Daňová zátěž	45.6%	40.4%	70.4%
Úrokové zatížení	97.0%	133.3%	87.8%
Zisková marže	1.9%	0.9%	3.6%
Obrat aktiv	222.4%	224.9%	205.6%
Finanční páka	130.6%	140.0%	132.1%
<b>Výsledné ROE po zdanění</b>	<b>2.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>6.1%</b>
<b>Srovnatelné společnosti (mediány)</b>			
Daňová zátěž	62.3%	65.1%	65.1%
Úrokové zatížení	104.2%	75.3%	73.8%
Zisková marže	22.6%	23.1%	25.3%
Obrat aktiv	23.6%	24.8%	25.2%
Finanční páka	288.4%	293.7%	309.6%
<b>Výsledné ROE po zdanění</b>	<b>10.0%</b>	<b>8.2%</b>	<b>9.6%</b>
<b>PVK, a.s. versus Srovnatelné společnosti</b>			
Daňová zátěž	-27%	-38%	6%
Úrokové zatížení	-7%	77%	19%
Zisková marže	-9.1%	-96%	-86%
Obrat aktiv	84.1%	806%	715%
Finanční páka	-55%	-52%	-57%
<b>Výsledné ROE po zdanění</b>	<b>-75%</b>	<b>-62%</b>	<b>-36%</b>

Jako součást tohoto ocenění jsme neprováděli audit těchto dat. Neneseme tedy žádnou zodpovědnost za jejich správnost.