



Polgárdi Város Önkormányzata
8154 Polgárdi, Batthyány u. 132.
Tel. /Fax.: 22/576-230
E-mail: onkormanyzat@polgardi.hu

Az előterjesztés tárgya: Javaslat Polgárdi Város Önkormányzatának a VERTIKÁL Nonprofit Zrt.-ben lévő üzletrészét érintő vételi ajánlat megtárgyalására.


Az előterjesztést készítette: Grőberné Orbán Andrea osztályvezető

Véleményező szakbizottság: Pénzügyi Bizottság
Véleményezés időpontja: 2019. szeptember 17.

Az előterjesztés a következő jogszabályokon alapul:

- a Magyarország helyi önkormányzatairól szóló 2011. évi CLXXXIX. törvény
- az önkormányzat vagyonáról és a vagyongazdálkodás alapjairól szóló 4/2016. (IV.02.) önkormányzati rendelet

Az előterjesztést törvényességi szempontból ellenőrizte:


dr. Zaccária Beáta Lea
jegyző
JEGYZŐJE

ELŐTERJESZTÉS
Polgárdi Város Önkormányzat Képviselő-testületének
2019. szeptember 17. napján tartandó ülésére

Javaslat Polgárdi Város Önkormányzatának a VERTIKÁL Nonprofit Zrt.-ben lévő
üzletrészt érintő vételi ajánlat megtárgyalására

Tisztelt Képviselő-testület!

A VERTIKÁL Nonprofit Zrt. (továbbiakban: társaság) vételi ajánlattal fordult Polgárdi Város Önkormányzata (továbbiakban: önkormányzat) felé, amelyben **10,97%** önkormányzati tulajdonú üzletrészre fejezte ki vételi szándékát. Hivatkoztak az előzetesen elkészített független szakértői véleményre, amely megítélésük szerint reálisan, minden szempontot figyelembe véve határozza meg a VERTIKÁL Nonprofit Zrt. cégértékét. A vételi ajánlat az előterjesztés 1. mellékletét, míg a szakértői vélemény a 2. mellékletét képezi.

Jelenleg az önkormányzatnak társaságban fennálló részesedése 24,97%, amely 1747,7 db 10000 Ft névértékű dematerializált részvényt jelent.

Az ECO-FOLDER Tanácsadó és Szolgáltató Kft. által elkészített, a VERTIKÁL Közszolgáltató Nonprofit Zrt. cégértékének meghatározására adott szakértői vélemény szerint társaság valós piaci értéke **1.095.323.000 -1.453.694.000,-Ft**; míg a 10.000 Ft névértékű törzsrészvény sorozatokba tartozó részvények piaci értéke **156.475-207.671 Ft/db**.

A Képviselő-testületnek a vételi szándékról, annak elfogadása esetén a vételárról, fizetési ütemezésről és fizetési feltételekről kell döntenie. Mindezek ismeretében készíthető elő az erre felkért ügyvéd által az adásvételi-szerződés tervezete.

Az ECO-FOLDER Kft. által elkészített szakértői anyag esetleges „felülvizsgálata” tárgyában megkeresett könyvvizsgáló cégek akként nyilatkoztak, hogy azt a könyvvizsgálói etikai kódex alapján nem bírálhatják felül.

Ez a szakértői vélemény egyebekben elfogadható az önkormányzati vagyon értékesítésére irányuló döntést megelőző egyedi értékelésként [4/2016. (IV.2.) önkormányzati rendelet 29. § (2) bek.].

Kérem a Tisztelt Képviselő-testületet az előterjesztés megtárgyalására és a határozati javaslatok elfogadására.

Polgárdi, 2019. szeptember 16.

Tisztelettel:

Nyikos László sk.
polgármester

HATÁROZATI JAVASLAT:

Polgárdi Város Önkormányzat Képviselő-testületének .../2019. (.....) határozata

Polgárdi Város Önkormányzatának a VERTIKÁL Nonprofit Zrt.-ben lévő üzletrészét érintő vételi ajánlat megtárgyalásáról

Polgárdi Város Önkormányzat Képviselő-testülete megtárgyalta a „Javaslat Polgárdi Város Önkormányzatának a VERTIKÁL Nonprofit Zrt.-ben lévő üzletrészét érintő vételi ajánlat megtárgyalására” című előterjesztést, és az alábbi döntést hozza:

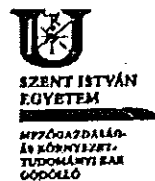
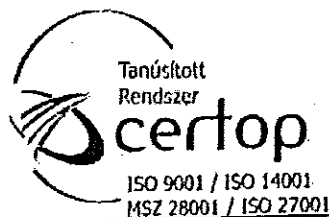
1. Polgárdi Város Önkormányzat Képviselő-testülete (továbbiakban: Képviselő-testület) a VERTIKÁL Nonprofit Zrt. ajánlatát megtárgyalta, és szándékában áll az abban foglaltak szerint 10,97% üzletrészdbnévértékűrészvény értékesítése a VERTIKÁL Nonprofit Zrt. irányába.
2. A Képviselő-testület megismerte a független ECO-FOLDER Tanácsadó és Szolgáltató Kft. által elkészített, a VERTIKÁL Közzolgáltató Nonprofit Zrt. cégértékének meghatározására adott szakértői véleményt, és az abban foglaltakra is figyelemmel az 1. pont szerinti 10,97% üzletrész (.....dbrészvény) vételárát-Ft-ban, azaz forintban határozza meg.
3. A Képviselő-testület a 2. pont szerinti vételár fizetési feltételeként és fizetési ütemezésként az alábbiakat határozza meg:
.....napjáig-Ft
.....napjáig-Ft
.....
4. A Képviselő-testület a VERTIKÁL Nonprofit Zrt. vevővel egyeztetve felkéri Dr. Szabó Róbert (8000 Székesfehérvár,) Ügyvéd Urat, hogy az 1-3. pont szerinti fő tartalommal az adásvételi szerződés tervezetét készítse elő.

Határidő: azonnal

Felelős: Nyikos László polgármester



VERTIKÁL Nonprofit Zrt.
Székhely: 8154 Polgárdi, Szabadság u. 26.
Telefon: 22/366-029, 576-070, Fax: 22/576-071
e-mail: info@vertikalrt.hu
<http://www.vertikalrt.hu>
Székesfehérvári Törvényszék Cégbírósága,
Cg.: 07-10-001420

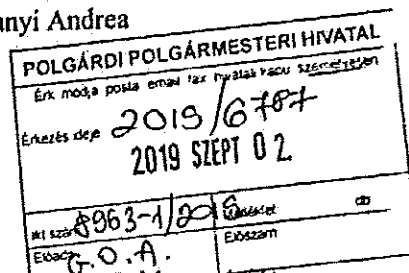


Polgárdi Város Önkormányzata
8154 Polgárdi, Batthyány u. 132.

Tárgy: Vételi szándék
Ikt.sz.:...22/.../2019.
Üi.: Tihanyi Andrea

Nyikos László Polgármester Úr részére!

Tisztelt Polgármester Úr!



Az elmúlt évek sikeres együttműködésének eredményeként lefolytattuk a térségi integrációt a hulladékgazdálkodás területén. A hosszútávú, fenntartható hulladékgazdálkodás kiépítéséhez ezen kapcsolatunkat szeretnénk tovább építeni. Ennek értelmében a VERTIKÁL Nonprofit Zrt. 10,97 %-os üzletrésze, kívánjuk vételi szándékunkat kifejezni.

Előzetesen elkészítettünk egy független szakértői véleményt, amely azt gondoljuk, hogy reálisan, minden szempontot figyelembe véve határozza meg a VERTIKÁL Nonprofit Zrt. cégértékét.

Kérjük Tisztelt Polgármester Urat, hogy a szakértői anyag feldolgozásával legyenek partnerek abban, hogy ezen fúzióval szakmailag, és gazdaságilag is megtaláljuk a VERTIKÁL Nonprofit Zrt. helyét.

Eddigi együttműködésüket is köszönjük,

Tisztelettel:

Polgárdi, 2019.09.02.

Madarász András
Madarász András
vezérigazgató
VERTIKÁL

Közszolgáltató Nonprofit
Zártkörűen Működő Részvénytársaság
8154 Polgárdi, Szabadság u. 26. szám
Telefon: 22/ 366-029, 576-070
Fax: 22/576-071



ECO-FOLDER Tanácsadó és Szolgáltató Kft.
8000 Székesfehérvár, Tóvárosi lakónegyed 57.

SZAKÉRTŐI VÉLEMÉNY

A VERTIKÁL KÖZSZOLGÁLTATÓ NONPROFIT ZRT CÉGÉRTÉKÉNEK MEGHATÁROZÁSÁRA

Megbízó:	VERTIKÁL Nonprofit Zrt. 8154 Polgárdi, Szabadság u. 26.
Megbízott:	ECO-FOLDER Tanácsadó és Szolgáltató Kft. 8000 Székesfehérvár, Tóvárosi lakónegyed 57.
Szakértői véleményt készítette:	Farkas Endre okl. vegyészmérnök közgazdasági szakokleveles mérnök MBA
Cím:	8000 Székesfehérvár, Tóvárosi lakónegyed 57.
Értékelés célja:	Forgalmi érték megállapítása részvény adás- vételhez

Székesfehérvár, 2019. április 23.

Tartalomjegyzék

Összefoglalás	3
1. Bevezetés.....	5
2. Módszertan.....	6
3. A társaság működése	8
3.1. Gazdasági környezet.....	8
3.2. A társaság működése.....	9
3.3. A társaság gazdálkodása	10
4. A társaság cégértékének meghatározása.....	10
4.1. Korrigált könyv szerinti érték.....	10
4.1.1. Eszközök korrigált értéke.....	14
4.1.2. Források korrigált értéke	18
4.2. Jövedelem alapú cégérték	20
4.3. Összevont arányos cégérték	24
4.4. Értéknövelő és értékcsökkentő tényezők.....	24
4.4.1. Stabil, növekvő megrendelői kör	24
4.4.2. Kisebbségi tulajdonrész vásárlása	24
4.4.3. Jövedelmezőség, finanszírozási problémák	24
4.4.4. Nonprofit működés	25
4.5. Piaci érték meghatározása.....	25
Nyilatkozat.....	26
MELLÉKLETEK	28

Összefoglalás

A Vertikál Nonprofit Zrt. megbízást adott az Eco-Folder Tanácsadó és Szolgáltató Kft. részére a Vertikál Közszolgáltató Nonprofit Zrt. cégértékének meghatározására, illetve 10.000 Ft névértékű névértékű törzsrészesvény sorozatokba tartozó részesvények piaci értékének meghatározására.

A Vertikál Nonprofit Zrt. elsődleges működési területe alapításától kezdve lényegében Fejér megye, illetve a VERTIKÁL cégcsoport működésével lefedett térség, mely az alapítástól kezdődően folyamatosan növekszik, így már Komárom-Esztergom és Pest megye egyes térségeire is kiterjed. A 2016. szeptember 30-i állapotnak megfelelően a társaság hulladékkezelési közszolgáltatási tevékenységet 143 településen végez, összességében mintegy 514.435 fő részére. A társaság vevőállománya a tevékenység jellegéből adódóan stabilnak minősíthető, valamint a hulladékgazdálkodási terén a közelmúltban lejátszódó jogszabályi változások eredményeként részben fokozatosan növekvőnek tekinthető.

Ugyanakkor meg kell jegyezni, hogy a gazdasági környezet a területi monopolhelyzetből adódó további lényeges növekedési lehetőséget jelenleg már nem biztosít. A fejlődési potenciált a cégcsoport részére a jogszabályi változások és a Nemzeti Hulladékgazdálkodási Koordináló és Vagyonkezelő Nonprofit Zrt. általi további közszolgáltatási kijelölések jelenthetik. A társaság számára ugyanakkor működési kockázatot is hordoznak magukban a közszolgáltatás centralizációjával és a díjbeszedéssel kapcsolatos változások.

Az értékbecslés magalapozása érdekében áttekintettük a vizsgált társaság jogelődjeinek az elmúlt időszakra vonatkozó tevékenységét az éves beszámolók (mérleg, eredménykimutatás, kiegészítő melléklet), továbbá záró főkönyvi kivonatok alapján, valamint a beolvadáshoz kapcsolódó auditált dokumentumokat.

A cégérték meghatározásához a korrigált könyv szerinti érték és a jövedelemtermelő képesség alapú módszert választottunk ki a rendelkezésre álló lehetőségek közül. A módszerenkénti cégértékeket a végső cégérték meghatározás során – az alkalmazott módszer megbízhatóságára tekintettel – arányosan vettük figyelembe az alábbiak szerint:

- korrigált könyv szerinti érték alapján számított cégérték: 90 %;
- jövedelem alapú megközelítés alapján számított cégérték: 10 %.

A fentiek alapján a Vertikál Nonprofit Zrt. korrigált könyv szerinti értéke (korrigált saját tőke értéke): 1.340.671 eFt.

A Vertikál Nonprofit Zrt. jövedelem alapú cégértéke 2.455.202 eFt.

A társaság korrigált könyv szerinti, illetve jövedelem alapú módszerek szerinti összevont arányos cégértéke:

$$1.340.671 \text{ eFt} \times 90 \% + 2.455.202 \text{ eFt} \times 10 \% = 1.452.124 \text{ eFt.}$$

A továbbiakban ezt az értéket korrigáltuk mindazon jelenleg ismert tényezőkkel, amelyek a társaság piaci értékét befolyásolják. Ezek a következők voltak:



- értéknövelő tényezők:
 - stabil, növekvő megrendelői kör;
- értékcsökkentő tényezők:
 - kisebbségi tulajdonrész vásárlása;
 - jövedelmezőség, finanszírozási problémák;
 - nonprofit működés.

Az értéknövelő és –csökkentő tényezőkkel való korrekció eredményeként a Vertikál Nonprofit Zrt. valós piaci értéke:

1.095.323 eFt – 1.453.694 eFt.

A 10.000 Ft névértékű részvénytársorozatba tartozó részvények piaci értéke:

156.475 Ft/db – 207.671 Ft/db.

1. Bevezetés

A Vertikál Nonprofit Zrt. (továbbiakban: társaság) megbízást adott az Eco-Folder Tanácsadó és Szolgáltató Kft. részére a társaság cégértékének, valamint a 10.000 Ft/db névértékű törzsrészvény törzsrészvény sorozatba tartozó részvények piaci értékének meghatározására.

A társaság 2019. január 9-i keltezésű egységes szerkezetű alapszabályának megfelelően az alaptőke 70.000 eFt. Az alaptőke 70.000 db 10.000 Ft névértékű névre szóló, nyomdai úton előállított törzsrészvényből áll. A részvények lejegyzése megtörtént. A társaság fő tevékenységi köre: TEÁOR 3821'08 Nem veszélyes hulladék kezelése, ártalmatlanítása. A társaság 2019. január 9-én alakult meg, a Vertikál VKSZ Zrt. beolvadással történő átalakulása keretében. Az alaptőke megoszlását az egyes tulajdonosok között az alábbi 1. számú táblázat mutatja be a jelenleg hatályos, egységes szerkezetű társasági szerződés alapján.

1. táblázat

A Vertikál Nonprofit Zrt. alaptőkéjének megoszlása

Részvényes	Részvény db számok	Névérték Ft/db	Fennálló részesedés névértéke Ft	Fennálló részesedés %
Polgárdi Város Önkormányzata	1747,7	10 000	17 477 000	24,97
Baja Város Önkormányzata	1746,6	10 000	17 466 000	24,95
Geosec Kft.	1556,5	10 000	15 565 000	22,24
VERTIKÁL Vagyongazdálkodó Kft.	1092,8	10 000	10 928 000	15,61
Füle Községi Önkormányzat	338,0	10 000	3 380 000	4,83
Szabadbattyán Nagyközségi Önkormányzat	84,0	10 000	840 000	1,20
Sárkeszi Község Önkormányzat	114,7	10 000	1 147 000	1,64
Tác Községi Önkormányzat	63,7	10 000	637 000	0,91
Lepsény Nagyközségi Önkormányzat	56,3	10 000	563 000	0,80
Sárszentmihály Község Önkormányzat	62,7	10 000	627 000	0,90
Mezőszentgyörgy Község Önkormányzat	38,2	10 000	382 000	0,55
Kisláng Község Önkormányzat	34,0	10 000	340 000	0,49
Kőszárhegy Község Önkormányzat	24,4	10 000	244 000	0,35
Úrhida Község Önkormányzat	20,2	10 000	202 000	0,29
Csősz Község Önkormányzat	12,8	10 000	128 000	0,18
Jenő Község Önkormányzat	7,4	10 000	74 000	0,11
Összesen	7000		70 000 000	100,00

Az Eco-Folder Kft. képviselőjében Farkas Endre ügyvezető előzetesen tájékozódott a társaság működéséről a nyilvános céginformációból, és ennek ismeretében tette meg ajánlatát a cégértékelés elvégzésére.

A megbízó a cégértékelés elvégzéséhez szükséges dokumentumokat elektronikus formában bocsátotta rendelkezésre. A 2018. évi beszámoló, valamint az auditált és véglegesített 2018. évi záró főkönyvi kivonatok, továbbá a 2019. évi beolvadási mérleg adatainak ismeretében megállapításainkat a következőkben adjuk közre.

2. Módszertan

Valamely cég értékének megállapítására általánosan háromféle módszer ismert:

1. eszközalapú megközelítés;
 - a. likvidációs érték módszere;
 - b. könyv szerinti érték módszere;
 - c. korrigált könyv szerinti érték módszere;
2. jövedelem alapú megközelítés;
3. piaci vagy összehasonlító megközelítés.

Ad 1.

Az eszközalapú megközelítés esetén az ún. „likvidációs érték” módszer lényege, hogy a társaság eszközeinek értéke egyedileg kerül meghatározásra, azok becsült értékesítési forgalmi értékén, majd ez kerül csökkentésre a kötelezettségekkel.

A könyv szerinti érték módszere az előzőnél realisabb értéket mutat, ahol az értékelt társaság könyv szerinti eszközértékéből levonásra kerülnek a kötelezettségek, és így valójában a cég a saját tőke összegén kerül értékelésre.

Az ún. korrigált könyv szerinti érték módszer esetében a cég eszközei és forrásai piaci értékre kerülnek korrigálásra, majd ezek egyenlegéből származtatják a piaci értéket.

Ad 2.

Az ún. jövedelem alapú megközelítés esetében a cég értékét a jövőben befolyó jövedelmek (pénzáramlások) jelenértékével azonosítják. Leggyakrabban a cash flow értékek kerülnek számbavételre és diszkontálásra, majd ennek értéke kerül korrigálásra a pénzeszközök és a kamatozó adósság értékeinek egyenlegével. Ehhez a módszerhez legalább 3-4 éves tény adatsor és minimálisan 5 éves terv szükséges, stabil piac és gazdasági környezeti adottságok mellett.

Ad 3.

A piaci vagy összehasonlító megközelítés esetében a cég adottságainak megfelelő (azonos vagy hasonló) tevékenységű, nagyságú, tőkeszerkezetű, stb. – leggyakrabban tőzsdén jegyzett – társaságok adataiból vett összehasonlító adatok alapján kerül sor a cég értékének meghatározására. Itt a megfelelő mennyiségű és minőségű összehasonlító adat rendelkezésre állása az alkalmazhatóság előfeltétele.

A cash flow adatok diszkontálása (2. megközelítés) vagy a közvetlen piaci cégalatok összehasonlítása (3. megközelítés) helyett, azok kombinációjaként szokásos értékelési eljárásnak számít még az ún. „piaci szorzószám” módszer is. Ebben az esetben egy jövedelem alapú értékelés kerül alkalmazásra azzal, hogy valamely megválasztott

jövedelmezőségi mutató értéke alapján kerül összehasonlításra az értékelt céggel azonos, vagy hasonló adottsággal rendelkező társaságok értékei. Általában a P/CE, EV/S, EV/EBITDA és a PER mutatók használatosak, illetve szokásos még az EV/BV azaz a cégérték/könyv szerinti érték szorzó is.

A jövedelem alapú megközelítés esetében az elmúlt időszak cash flow adatai a társaság esetében hosszabb időszakra visszamenőleg is értékelhetők. A társaságnak a szakértői tanulmány készítésének időpontjában még nincs elfogadott üzleti terve, ezért annak tervezetét vettük alapul a cégértékelés során. Meg kell ugyanakkor jegyezni, hogy a jelenlegi piaci körülmények nem tekinthetők stabilnak, 2016. évben jelentős változások zajlottak le, illetve zajlanak jelenleg is a hulladékgazdálkodási közszolgáltatásban, melynek alapjaiban határozhatja meg a társaság további működését. Az előzőekben leírt körülményekre tekintettel ez utóbbi megoldás (jövedelem alapú cégértékelés) csak támpontot adhat a jövőbeli működésre, ezért mindenképpen kellő mértékű fenntartással kell kezelni.

Tekintettel arra, hogy a társaság nemzetközi szinten tekintve kisméretű, speciális tevékenységet folytat, ezért a piaci vagy összehasonlító megközelítési módszertan esetünkben nem alkalmazható, mivel hasonló nagyságrendű vállalkozás tőzsdei adatai nem állnak rendelkezésre.

A valós érték meghatározásához az eszközalapú megközelítés esetében a korrigált könyv szerinti érték módszere alkalmazható, mellyel kellő óvatossággal és biztonsággal megadható a cég értéke.

A módszerenkénti cégértékeket a végső cégérték meghatározás során – az alkalmazott módszer megbízhatóságára tekintettel – arányosan vettük figyelembe az alábbiak szerint:

- korrigált könyv szerinti érték alapján számított cégérték: 90 %;
- jövedelem alapú megközelítés alapján számított cégérték: 10 %.

Az előzőek alapján megállapított cégértéket korrigálni szükséges mindazon – a vizsgálat elvégzésének időpontjában ismert és beszámítható – értéknövelő és értékcsökkentő tényezőkkel, melyekkel nagyobb biztonsággal lehet a cég piaci értékét, és ebből következően a részvénytőzsde piaci értékét is meghatározni. Ezen korrekciók alkalmazásával esetében jó biztonsággal meghatározható az a részvénytőzsde érték intervallum, amelyen belül a fair piaci érték az adás-vétel során realizálódhat.

Az értékbecsléshez felhasznált dokumentumokat az *1. számú melléklet* tartalmazza.

3. A társaság működése

3.1. Gazdasági környezet

A társaság tevékenységének értékelése során mindenképpen indokolt annak áttekintése, hogy milyen gazdasági környezetben működik. Meg kell jegyezni továbbá azt is, hogy a társaság tevékenységét önállóan, a teljes Vertikál cégcsoporttól, annak működéstől függetlenül nem lehetséges értékelni, hiszen a társaság teljes tevékenysége szervesen összefügg a többi, cégcsoportba tartozó céggel. A társaság elsődleges működési területe alapításától kezdve lényegében Fejér megye, illetve a VERTIKÁL cégcsoport működésével lefedett térség, mely az alapítástól kezdődően folyamatosan növekszik, így már Komárom-Esztergom és Pest megye egyes térségeire is kiterjed. A 2016. szeptember 30-i állapotnak megfelelően a társaság hulladékkezelési közszolgáltatási tevékenységet 143 településen végez, összességében mintegy 499.540 fő részére (2015. január 1-i népesség nyilvántartási adatok szerint). A társaság vevőállománya a tevékenység jellegéből adódóan stabilnak minősíthető, valamint a hulladékgazdálkodási terén a közelmúltban lejátszódott jogszabályi változások eredményként részben fokozatosan növekvőnek tekinthető. Ugyanakkor meg kell jegyezni, hogy a gazdasági környezet a területi monopolhelyzetből adódó további lényeges növekedési lehetőséget jelenleg érdemben már nem biztosít.

A fejlődési potenciált a cégcsoport részére a jogszabályi változások és a Nemzeti Hulladékgazdálkodási Koordináló és Vagyonkezelő Nonprofit Zrt. általi további közszolgáltatási kijelölések jelenthetik. Ennek eredményeként a társaság részére a fejlődést a területi növekedésből származó többlet hulladékmennyiségek kiszolgálásának biztosítása, a közületi hulladékkezelés növelése, valamint a hulladékfeldolgozás mértékének további fejlesztése jelentheti.

A társaság számára ugyanakkor működési kockázatot is hordoznak magukban a közszolgáltatás centralizációjával és a díjbeszedéssel kapcsolatos változások. Ez utóbbi esetben a lakossági terhek csökkentése érdekében a hulladékkezelési közszolgáltatási díjak is a rezsicsökkentés körébe kerültek, 2013. július 1-től 2014. december 31-ig a díjak mértéke nem haladhatja meg a 2012. április 14-én hatályos díjak 4,2 %-al növelt mértékének 90 %-át. A hulladékgazdálkodási közszolgáltatási díj hatósági áras lett, ezáltal az árak és a valós költségek elszakadtak egymástól, miközben az ágazat további többletterheket kell, hogy kitermeljen (lerakási járulék, útdíj, felügyeleti díj), melyek forrása a szelektív hulladékgyűjtés növekvő mértékéből sem biztosítható.

A 2016. évtől további változások következtek be a hulladékgazdálkodási közszolgáltatásban, melyek egy része már ismert, azonban ezek hosszabb távú hatása még érdemben csak nehezen becsülhető. A közszolgáltatási díjakat 2016. II. negyedévtől a Nemzeti Hulladékgazdálkodási Koordináló és Vagyonkezelő Nonprofit Zrt. szedi be, és bonyolult számítási mechanizmus alapján, jelentős késésekkel fizeti meg a közszolgáltatók számára. Ez egyrészt kérdésessé teszi még a jelenlegi közszolgáltatási bevételek mértékét is a szolgáltatók számára, másrészt további többlet finanszírozást tesz szükségessé, mivel a díj megfizetése legkorábban a tárgynegyedvet követő kb. 2 hónap végére várható.

Ezen szabályozási környezet változása eredményezi azt is, hogy a közszolgáltatást a magántulajdon helyett, többségi állami és önkormányzati tulajdonba kellett adni, illetve átalakítani mindazon társaságok tulajdoni viszonyait, melyek ennek a feltételnek nem feleltek meg.

Összességében, egy, a legjobb esetben is csak stagnálónak tekinthető gazdaság kivételezett szolgáltatói (környezetvédelmi) szegmensében tevékenykedő vállalkozás piaci értékét, illetve ezen belüli részvénytőke értékét kell megállapítani. Az ágazat fejlődését technológiai oldalon elsősorban az Európai Unió támogatásainak felhasználása adja, közvetett módon a tulajdonos, illetve az igénybe vevő önkormányzatokon keresztül, míg a gazdálkodás eredményességét elsődlegesen a központi árszabályozás, illetve a környezetvédelmi jogszabályok egyre szigorúbb követelményei határozzák meg.

Mindezen körülmények különös figyelmet igényelnek a lehetséges kockázatok feltárása és mérlegelése során.

3.2. A társaság működése

A VERTIKÁL Közszolgáltató Nonprofit Zrt., valamint a VERTIKÁL VKSZ Vagyonkezelő és Szolgáltató Zrt. a VERTIKÁL Építőipari és Kommunális Szolgáltató Zrt. jogutódlásával alakult meg, működését 2013.09.01-el kezdte meg, ezáltal több mint 20 éves múlttal tekint vissza a hulladékgazdálkodási és a településüzemeltetési szolgáltatások területén. Mindkét társaság alapításától kezdődően többségi önkormányzati tulajdonú. A Vertikál Közszolgáltató Nonprofit Zrt. a hulladékgazdálkodási közszolgáltatási tevékenységet végezte, míg a Vertikál VKSZ Zrt. szakmai befektetőként a térségi önkormányzatokkal közösen hozta létre a területi szolgáltató cégeket, így a Vertikál cégcsoportban összességében több mint 280 db önkormányzat érdekelt. Az 1. számú táblázat alapján a társaság tulajdonosainak száma 16, melyből 14 önkormányzat és 2 gazdasági társaság. A változó gazdasági környezethez való alkalmazkodás érdekében a két társaság közgyűlése úgy döntött, hogy a Vertikál VKSZ beolvad a Vertikál Nonprofit Zrt-be, és 2019. évtől ismételten egy társaságként végzi tevékenységét.

A VERTIKÁL Nonprofit Zrt. fő tevékenységi köre a nem veszélyes hulladék kezelése, ártalmatlanítása, melyet közszolgáltatási tevékenység keretében végez. A társaság olyan regionális szolgáltatási rendszert üzemeltet, melyet a térségi korábbi közszolgáltatókkal közösen működtet, alvállalkozói formában. Ez a megoldás képes a folyamatosan változó, egyre komolyabb és szigorúbb követelményeket támasztó környezetvédelmi jogszabályi előírásoknak, és az önkormányzati, lakossági igényeknek maradéktalanul megfelelni. A rendszer biztosítani tudja azt, hogy az egyes önkormányzati tulajdonú cégek önállósága megmarad, ugyanakkor a társaság megadja azokat a szakmai segítségeket, amelyek egy hatékony kommunális szolgáltatási rendszer működéséhez biztosítják a feltételeket. Ez a tulajdonosi és szakmai struktúra jó példa arra, hogy meglévő mintára alapozva a többségi önkormányzati és magyar szakmai befektetői tulajdonú társaságok is képesek komplex szolgáltatási rendszer kiépítésére, működtetésére és fejlesztésére.

A társaság a tevékenység végzéséhez szükséges valamennyi hatósági engedéllyel rendelkezik. Az Országos Környezetvédelmi és Természetvédelmi Főfelügyelőség OKTF-KP/1123-2/2016. számú határozatával módosított OKTF-KP/12735-10/2015. számú határozatban C/I. minősítési osztályba sorolta a társaságot, mely rendelkezik a Nemzeti Hulladékgazdálkodási

Koordináló és Vagyonkezelő Zrt. által KP17289-5/2018. számon kiadott megfeleléségi véleménnyel is.

A társaság a működéséhez szükséges ingatlanokkal csak részben rendelkezik, a hiányzó ingatlanokat bérli, illetve külső vállalkozást vesz igénybe. A fő tevékenységnek tekinthető hulladékkezelési és gyűjtési munkák végzéséhez szükséges tárgyi feltételekkel rendelkezik a társaság.

3.3. A társaság gazdálkodása

Az értékbecslés megalapozása érdekében áttekintettük a jogelőd gazdasági társaságok gazdálkodását, a társaságok elmúlt 3 évre vonatkozó tevékenységét az éves beszámolók (mérleg, eredménykimutatás, kiegészítő melléklet), valamint záró főkönyvi kivonatok alapján (ld. mellékletek). Az ezekben látható időszakban (2016-2018.) a társaságok tevékenysége megalapozott és stabil volt, azonban eredményessége változó volt. Tekintettel arra, hogy a társaság beolvadást követő tevékenysége 2019. évtől kezdődik meg, ezért gazdálkodási a szakértői vélemény készítésének idejében még nem volt érdemben megítélhető.

Tekintettel arra, hogy a működés jellegéből (az NHKV Zrt. a legjelentősebb vevő) adódóan jelentős finanszírozási igénnyel jár, melynek költségeit, kamatait is ki kell termelni, ezért a korábbi időszak alacsony üzemi nyereségessége mindenképpen érdemi problémának tekinthető a társaság jövőbeli gazdálkodásában.

4. A társaság cégértékének meghatározása

4.1. Korrigált könyv szerinti érték

Az alábbiakban adjuk meg észrevételeinket, az egyes mérlegsorokban szereplő eszközök és források korrigált könyv szerinti értéke vonatkozásában a 2018. december 31-i állapothoz viszonyítottan. A megállapításokat úgy tesszük, hogy a vállalkozás folytatásának elvét tekintjük elsődlegesnek. Az átalakulási beszámolók alapján, a következő 2. számú táblázat tartalmazza a társaság átalakulás utáni mérlegét.

2. táblázat

A Vertikál Nonprofit Zrt. átalakulási (beolvadási) mérlege (eFt)

Sorszám	Megnevezés	2018.
1.	A. Befektetett eszközök (02. + 10. + 18. sor)	2 102 208
2.	<i>I. Immateriális javak (03.-09. sorok)</i>	8 659
3.	Alapítás-átszervezés aktivált értéke	0
4.	Kísérleti fejlesztés aktivált értéke	0
5.	Vagyoni értékű jogok	0
6.	Szellemi termékek	8 659
7.	Üzleti vagy cégérték	0
8.	Immateriális javakra adott előlegek	0
9.	Immateriális javak értékhelyesbítése	0
10.	<i>II. Tárgyi eszközök (11. - 17. sorok)</i>	1 865 176
11.	Ingatlanok és kapcsolódó vagyoni értékű jogok	1 516 740
12.	Műszaki gépek, berendezések, járművek	243 167
13.	Egyéb berendezések, felszerelések, járművek	52 950
14.	Tenyészállatok	0
15.	Beruházások, felújítások	52 019
16.	Beruházásokra adott előlegek	300
17.	Tárgyi eszközök értékhelyesbítése	0
18.	<i>III. Befektetett pénzügyi eszközök (19. - 25. sorok)</i>	228 373
19.	Tartós részesedés kapcsolt vállalkozásban	77 613
20.	Tartósan adott kölcsön kapcsolt vállalkozásban	0
21.	Tartós jelentős tulajdoni részesedés	23 260
22.	Tartósan adott kölcsön jelentős tul. részesedésű vállalkozásnak	0
23.	Egyéb tartós részesedés	127 500
24.	Tartósan adott kölcsön e. rész.-i viszonyban álló váll.-ban	0
25.	Egyéb tartósan adott kölcsön	0
26.	Tartós hitelviszonyt megtestesítő értékpapír	0
27.	Befektetett pénzügyi eszközök értékhelyesb.	0
28.	B. Forgóeszközök (27. + 34. + 40. + 45. sor)	3 219 074
29.	<i>I. Készletek (28. - 33. sorok)</i>	67 785
30.	Anyagok	11 160
31.	Befejezetlen termelés és félkész termékek	0
32.	Növendék-, hízó- és egyéb állatok	0
33.	Késztermékek	2 926
34.	Áruk	52 164
35.	Készletekre adott előlegek	1 535
36.	<i>II. Követelések (35. - 39. sorok)</i>	2 269 383
37.	Követelések áruszállításból és szolgáltatásból (vevők)	1 622 864
38.	Követelések kapcsolt vállalkozással szemben	122 057
39.	Követelések e. rész.-i viszonyban lévő váll.-sal szemben	25 071



ECO-FOLDER Tanácsadó és Szolgáltató Kft.
8000 Székesfehérvár, Tóvárosi lakónegyed 57.

Sorszám	Megnevezés	2018.
40.	Váltókövetelések	0
41.	Egyéb követelések	499 391
42.	<i>III. Értékpapírok (41. - 44. sorok)</i>	<i>90 000</i>
43.	Részesedés kapcsolt vállalkozásban	0
44.	Egyéb részesedés	0
45.	Saját részvények, saját üzletrészek	0
46.	Forgatási célú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok	90 000
47.	<i>IV. Pénzeszközök (46. - 47. sorok)</i>	<i>791 906</i>
48.	Pénztár, csekkek	1 260
49.	Bankbetétek	790 646
50.	<i>C. Aktív időbeli elhatárolások (49. - 51. sorok)</i>	<i>478 021</i>
51.	Bevételek aktív időbeli elhatárolása	463 071
52.	Költségek, ráfordítások aktív időbeli elhatárolása	9 756
53.	Halasztott ráfordítások	5 194
54.	<i>Eszközök összesen (01. + 08. + 13. sor)</i>	<i>5 799 303</i>

Sorszám	Megnevezés	2018.
55.	D. Saját tőke (54. + 56. + 57. + 58. + 59. + 60. + 61. sor)	1 080 671
56.	<i>I. Jegyzett tőke</i>	70 000
57.	54. sorból: visszavásárolt tulajdoni részesedés névértéken	0
58.	<i>II. Jegyzett, de még be nem fizetett tőke (-)</i>	0
59.	<i>III. Tőketartalék</i>	0
60.	<i>IV. Eredménytartalék</i>	881 984
61.	<i>V. Lekötött tartalék</i>	128 687
62.	<i>VI. Értékelési tartalék</i>	0
63.	<i>VII. Adózott eredmény</i>	0
64.	E. Céltartalékok (63. - 65. sorok)	742 619
65.	Céltartalék a várható kötelezettségekre	709 619
66.	Céltartalék a jövőbeni költségekre	33 000
67.	Egyéb céltartalékok	0
68.	F. Kötelezettségek (67. + 70. + 80. sor)	3 944 720
69.	<i>I. Hátrasorolt kötelezettségek (68. - 70. sorok)</i>	0
70.	Hátrasorolt kötelezettségek kapcsolt váll.-lal szemben	0
71.	Hátrasorolt kötelezettségek e. rész.-i viszonyban lévő váll.-sal szemben	0
72.	Hátrasorolt kötelezettségek egyéb gazdálkodóval szemben	0
73.	<i>II. Hosszú lejáratú kötelezettségek (72. - 79. sorok)</i>	344 775
74.	Hosszú lejáratra kapott kölcsönök	0
75.	Átváltoztatható kötvények	0
76.	Tartozások kötvénykibocsátásból	0
77.	Beruházási és fejlesztési hitelek	340 236
78.	Egyéb hossz lejáratú hitelek	0
79.	Tartós kötelezettségek kapcsolt vállalkozással szemben	0
80.	Tartós köt. e. rész.-i viszonyban lévő váll.-sal szemben	0
81.	Egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek	4 539
82.	<i>III. Rövid lejáratú kötelezettségek (81. és 83. - 89. sorok)</i>	3 599 945
83.	Rövid lejáratú kölcsönök	673 703
84.	81. sorból: átváltoztatható kötvények	0
85.	Rövid lejáratú hitelek	284 474
86.	Vevőktől kapott előlegek	0
87.	Kötelezettségek áruszállításból és szolgáltatásból (szállítók)	2 221 584
88.	Váltótartozások	0
89.	Rövid lejáratú kötelezettségek kapcsolt váll.-sal szemben	16 422
90.	Rövid lejáratú köt. e. rész.-i viszonyban lévő váll.-sal szemben	7 570
91.	Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	396 192
92.	G. Passzív időbeli elhatárolások (91. - 93. sorok)	31 293
93.	Bevételek passzív időbeli elhatárolása	0
94.	Költségek, ráfordítások passzív időbeli elhatárolása	0
95.	Halasztott bevételek	31 293
96.	Források összesen (15. + 24. + 25. + 29. sor)	5 799 303

4.1.1. Eszközök korrigált értéke

Figyelemmel arra, hogy az beolvadás során az eszközök könyvvizsgálói jelentésekkel alátámasztott mérlegek készültek, ezért a befektetett eszközök körében az immateriális javak és a tárgyi eszközök körében érdemi korrekcióra nem volt szükség. Ezek esetében a Számviteli Politika alapján meghatározott nyilvántartási érték és a piaci forgalmi érték jelentősen nem különbözött egymástól.

A befektetett pénzügyi eszközök körében felülvizsgáltuk valamennyi, még le nem írt részesedést. Ennek keretében az alábbi 3. számú táblázatban foglalt átértékeléseket tettük, figyelemmel az egyes cégek saját tőke/jegyzett tőke arányára, eredményességére, illetve az egyes részesedések vásárlása során alkalmazott cégértékekre.

A forgóeszközök körében nem volt szükség korrekcióra.

Az aktív időbeli elhatárolások esetében – figyelemmel arra, hogy ezek a mérlegben meghatározott üzleti évtől eltérő időszak bevételeit, illetve ráfordításait tartalmazzák nem alkalmaztunk külön korrekciót.

A Vertikál Nonprofit Zrt. befektetett pénzügyi eszközök átértékelése

Ssz.	Gazdasági társaság neve	Besorolás	Tulajdoni arány / hányad (%)	2016. Jegyzett tőke (eFt)	2016. Saját tőke (eFt)	2017. Jegyzett tőke (eFt)	2017. Saját tőke (eFt)	Saját tőke / Jegyzett tőke 2016.	Saját tőke / Jegyzett tőke 2017.	Saját tőke / Jegyzett tőke átlaga	Saját tőke átlaga	Paci érték (saját tőke átlag x tulajdoni hányad)	Befektetett pénzügyi eszköz névértéke	Eltérés (Piaci érték – befektetett pénzügyi eszköz névértéke)
1	Vertikál-Vértes Kft.	KV	100,00%	500	204	500	51	0,408	0,102	0,255	128	128	500	-373
2	Oroszlányi Környezetgazdálkodási Nonprofit Zrt.	JT	43,03%	125 290	147 260	125 290	197 840	1,18	1,58	1,38	172 550	74248	53 912	20 336
3	Décszolg Kft.	KV	63,25%	41 230	286 667	41 230	233 226	6,95	5,66	6,30	259 947	164416	26 078	138 338
4	Balatonalmádi Kommunális és Szolgáltató NP Kft.	JT	24,50%	44 000	121 136	44 000	137 951	2,75	3,14	2,94	129 544	31738	10 780	20 958
5	Eszköz Kft.	ER	15,00%	70 000	279 340	70 000	291 190	3,99	4,16	4,08	285 265	42790	10 500	32 290
6	Csongrádi Víz és Komm. Szolg. Kft.	ER	18,18%	5 500	296 433	5 500	324 721	53,90	59,04	56,47	310 577	56463	1 000	55 463
7	DTKH Duna-Tisza közli Hulladékgazdálkodási NP Kft.	JT	20,50%	20 000	-78 188	43 500	87 788	-3,91	2,02	-0,95	4 800	984	4 100	-3 116
8	V-DBK Bau Kft. v.a.	JT	41,05%	1 340	1 070	1 340	962	0,80	0,72	0,76	1 016	417	550	-133
9	V-DBK Építő Kft. v.a.	JT	41,05%	1 340	1 096	1 340	991	0,82	0,74	0,78	1 044	428	550	-122
10	KDV Zrt. "fa"	ER	6,53%	20 000	-93 414	n.a.	n.a.	-4,67		-4,67	-93 414	-6100	1 306	-7 406



ECO-FOLDER Tanácsadó és Szolgáltató Kft.
8000 Székesfehérvár, Tóvárosi lakónegyed 57.

Ssz.	Gazdasági társaság neve	Besorolás	Tulajdoni arány / hányad (%)	2016. Jegyzett tőke (eFt)	2016. Saját tőke (eFt)	2017. Jegyzett tőke (eFt)	2017. Saját tőke (eFt)	Saját tőke/ Jegyzett tőke 2016.	Saját tőke/ Jegyzett tőke 2017.	Saját tőke / Jegyzett tőke átlaga	Saját tőke átlaga	Paci érték (saját tőke átlag x tulajdoni hányad)	Befektetett pénzügyi eszköz névértéke	Eltérés (Piaci érték – befektetett pénzügyi eszköz névértéke)
11	Rec-Örg Plusz Kft v.a.	KV	71,25%	800	4 818	800	4 720	6,02	5,90	5,96	4 769	3398	570	2 828
12	Eurovert Kft v.a.	KV	66,66%	3 000	-71	3 000	-158	-0,02	-0,05	-0,04	-115	-76	2 000	-2 076
13	Versec-véd 2000 Kft f.a.	JT	35,00%	800	9 881	n.a.	n.a.	12,35		12,35	9 881	3458	280	3 178
14	Bereg-Vertikál Kft.	ER	7,38%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.							
15	Szek-Ver Kft.	JT	40,00%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.							

KV	Kapcsolt vállalkozás	Korrektció	139 000
JT	Jelentős tulajdoni részesedési viszonyban álló vállalkozás		41 000
ER	Egyéb részesedés viszonyban lévő vállalkozás		80 000

Az előbbieken részleteiben meghatározottakat összefoglalva az eszközök korrigált értékét a következő 4. számú táblázat mutatja be.

4. táblázat

A Vertikál Nonprofit Zrt. eszközeinek korrigált értéke (eFt)

Sorszám	Megnevezés	2018.	Korrekció	Korrigált
1.	A. Befektetett eszközök (02. + 10. + 18. sor)	2 102 208	260 000	2 362 208
2.	<i>I. Immateriális javak (03.-09. sorok)</i>	<i>8 659</i>	<i>0</i>	<i>8 659</i>
3.	Alapítás-átszervezés aktivált értéke	0	0	0
4.	Kísérleti fejlesztés aktivált értéke	0	0	0
5.	Vagyoni értékű jogok	0	0	0
6.	Szellemi termékek	8 659	0	8 659
7.	Üzleti vagy cégérték	0	0	0
8.	Immateriális javakra adott előlegek	0	0	0
9.	Immateriális javak érték helyesbítése	0	0	0
10.	<i>II. Tárgyi eszközök (11. - 17. sorok)</i>	<i>1 865 176</i>	<i>0</i>	<i>1 865 176</i>
11.	Ingatlanok és kapcsolódó vagyoni értékű jogok	1 516 740	0	1 516 740
12.	Műszaki gépek, berendezések, járművek	243 167	0	243 167
13.	Egyéb berendezések, felszerelések, járművek	52 950	0	52 950
14.	Tenyészállatok	0	0	0
15.	Beruházások, felújítások	52 019	0	52 019
16.	Beruházásokra adott előlegek	300	0	300
17.	Tárgyi eszközök érték helyesbítése	0	0	0
18.	<i>III. Befektetett pénzügyi eszközök (19. - 25. sorok)</i>	<i>228 373</i>	<i>260 000</i>	<i>488 373</i>
19.	Tartós részesedés kapcsolt vállalkozásban	77 613	139 000	216 613
20.	Tartósan adott kölcsön kapcsolt vállalkozásban	0	0	0
21.	Tartós jelentős tulajdoni részesedés	23 260	41 000	64 260
22.	Tartósan adott kölcsön jelentős tul. részesedésű vállalkozásnak	0		0
23.	Egyéb tartós részesedés	127 500	80 000	207 500
24.	Tartósan adott kölcsön e. rész.-i viszonyban álló váll.-ban	0	0	0
25.	Egyéb tartósan adott kölcsön	0	0	0
26.	Tartós hitelviszonyt megtestesítő értékpapír	0	0	0
27.	Befektetett pénzügyi eszközök érték helyesb.	0	0	0
28.	B. Forgóeszközök (27. + 34. + 40. + 45. sor)	3 219 074	0	3 219 074
29.	<i>I. Készletek (28. - 33. sorok)</i>	<i>67 785</i>	<i>0</i>	<i>67 785</i>
30.	Anyagok	11 160	0	11 160
31.	Befejezetlen termelés és félkész termékek	0	0	0
32.	Növendék-, hízó- és egyéb állatok	0	0	0
33.	Késztermékek	2 926	0	2 926
34.	Áruk	52 164	0	52 164
35.	Készletekre adott előlegek	1 535	0	1 535
36.	<i>II. Követelések (35. - 39. sorok)</i>	<i>2 269 383</i>	<i>0</i>	<i>2 269 383</i>

Sorszám	Megnevezés	2018.	Korrekció	Korrigált
37.	Követelések áruszállításból és szolgáltatásból (vevők)	1 622 864	0	1 622 864
38.	Követelések kapcsolt vállalkozással szemben	122 057	0	122 057
39.	Követelések e. rész.-i viszonyban lévő váll.-sal szemben	25 071	0	25 071
40.	Váltókövetelések	0	0	0
41.	Egyéb követelések	499 391	0	499 391
42.	<i>III. Értékpapírok (41. - 44. sorok)</i>	<i>90 000</i>	<i>0</i>	<i>90 000</i>
43.	Részesedés kapcsolt vállalkozásban	0	0	0
44.	Egyéb részesedés	0	0	0
45.	Saját részvények, saját üzletrészek	0	0	0
46.	Forgatási célú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok	90 000	0	90 000
47.	<i>IV. Pénzeszközök (46. - 47. sorok)</i>	<i>791 906</i>	<i>0</i>	<i>791 906</i>
48.	Pénztár, csekkek	1 260	0	1 260
49.	Bankbetétek	790 646	0	790 646
50.	<i>C. Aktív időbeli elhatárolások (49. - 51. sorok)</i>	<i>478 021</i>	<i>0</i>	<i>478 021</i>
51.	Bevételek aktív időbeli elhatárolása	463 071	0	463 071
52.	Költségek, ráfordítások aktív időbeli elhatárolása	9 756	0	9 756
53.	Halasztott ráfordítások	5 194	0	5 194
54.	<i>Eszközök összesen (01. + 08. + 13. sor)</i>	<i>5 799 303</i>	<i>260 000</i>	<i>6 059 303</i>

4.1.2. Források korrigált értéke

A források esetében az eszközökhöz hasonló megfontolások érdemi ártértékelésre kizárólag a saját tőke adatainál volt szükség, az értékelési tartalékon kívüli tételek esetében korrekcióra nem volt szükség. A társaság jegyzett tőkéje befizetésre került, az eredménytartalék elszámolása a korábbi időszakok mérleg szerinti eredményeinek átvezetésével megfelelően megtörtént. Az értékelési tartalék korrekciójára az eszközök és források piaci értékelését követően került sor, olyan mértékben, ahogyan azt a korrigált eszközérték és a korrigált céltartalékok és kötelezettségek különbözete indokolja.

A céltartalékok, kötelezettségek és passzív időbeli elhatárolások esetében nem volt szükség ártértékelésre, az a beolvadás során készített könyvvizsgálói jelentések szerint megtörtént.

Az előbbieken részletezett megfontolásokat összefoglalva a források korrigált értékét a következő 5. számú táblázatban foglaltuk össze.

5. táblázat

A Vertikál Nonprofit Zrt. forrásainak korrigált értéke (eFt-ban)

Sorszám	Megnevezés	2018.	Korrekció	Korrigált
55.	D. Saját tőke (54. + 56. + 57. + 58. + 59. + 60. + 61. sor)	1 080 671	260 000	1 340 671
56.	<i>I. Jegyzett tőke</i>	70 000	0	70 000
57.	54. sorból: visszavásárolt tulajdoni részesedés névértéken	0	0	0
58.	<i>II. Jegyzett, de még be nem fizetett tőke (-)</i>	0	0	0
59.	<i>III. Tőketartalék</i>	0	0	0
60.	<i>IV. Eredménytartalék</i>	881 984	0	881 984
61.	<i>V. Lekötött tartalék</i>	128 687	0	128 687
62.	<i>VI. Értékelési tartalék</i>	0	260 000	260 000
63.	<i>VII. Adózott eredmény</i>	0	0	0
64.	E. Céltartalékok (63. - 65. sorok)	742 619	0	742 619
65.	Céltartalék a várható kötelezettségekre	709 619	0	709 619
66.	Céltartalék a jövőbeni költségekre	33 000	0	33 000
67.	Egyéb céltartalékok	0	0	0
68.	F. Kötelezettségek (67. + 70. + 80. sor)	3 944 720	0	3 944 720
69.	<i>I. Hátrasorolt kötelezettségek (68. - 70. sorok)</i>	0	0	0
70.	Hátrasorolt kötelezettségek kapcsolt váll.-al szemben	0	0	0
71.	Hátrasorolt kötelezettségek e. rész.-i viszonyban lévő váll.-sal szemben	0	0	0
72.	Hátrasorolt kötelezettségek egyéb gazdálkodóval szemben	0	0	0
73.	<i>II. Hosszú lejáratú kötelezettségek (72. - 79. sorok)</i>	344 775	0	344 775
74.	Hosszú lejáratra kapott kölcsönök	0	0	0
75.	Átváltoztatható kötvények	0	0	0
76.	Tartozások kötvénykibocsátásból	0	0	0
77.	Beruházási és fejlesztési hitelek	340 236	0	340 236
78.	Egyéb hossz lejáratú hitelek	0	0	0
79.	Tartós kötelezettségek kapcsolt vállalkozással szemben	0	0	0
80.	Tartós köt. e. rész.-i viszonyban lévő váll.-sal szemben	0	0	0
81.	Egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek	4 539	0	4 539
82.	<i>III. Rövid lejáratú kötelezettségek (81. és 83. - 89. sorok)</i>	3 599 945	0	3 599 945
83.	Rövid lejáratú kölcsönök	673 703	0	673 703
84.	81. sorból: átváltoztatható kötvények	0	0	0
85.	Rövid lejáratú hitelek	284 474	0	284 474
86.	Vevőktől kapott előlegek	0	0	0
87.	Kötelezettségek áruszállításból és szolgáltatásból (szállítók)	2 221 584	0	2 221 584
88.	Váltótartozások	0	0	0
89.	Rövid lejáratú kötelezettségek kapcsolt váll.-sal szemben	16 422	0	16 422
90.	Rövid lejáratú köt. e. rész.-i viszonyban lévő váll.-sal szemben	7 570	0	7 570
91.	Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	396 192	0	396 192

Sorszám	Megnevezés	2018.	Korrekció	Korrigált
92.	G. Passzív időbeli elhatárolások (91. - 93. sorok)	31 293	0	31 293
93.	Bevételek passzív időbeli elhatárolása	0	0	0
94.	Költségek, ráfordítások passzív időbeli elhatárolása	0	0	0
95.	Halasztott bevételek	31 293	0	31 293
96.	Források összesen (15. + 24. + 25. + 29. sor)	5 799 303	260 000	6 059 303

Az előzőekben leírtak alapján a Vertikál Nonprofit Zrt. korrigált könyv szerinti értéke (korrigált saját tőke értéke): 1.340.641 eFt.

4.2. Jövedelem alapú cégérték

A jövedelem alapú cégérték meghatározásának első lépése annak vizsgálata, hogy a cég az előző időszakban milyen jövedelmezőséggel működött. Tekintettel arra, hogy új gazdasági társaságról van szó, ezért kizárólag a jogelőd gazdasági társaságok gazdálkodását, ezen belül is a 2018. évi adatokat vettük figyelembe. A következő lépésben a jogelőd társaságok esetében elvégeztük a konszolidációt, hiszen egymás számára is történtek szolgáltatás végzések, melyek az egyik társaság bevételeiben, míg a másik társaság anyag jellegű ráfordításaiban jelentkeztek és vice versa. A jövedelem termelés alapjául a 2018. évi konszolidált eredményt tekintettük, és az óvatosság elvének megfelelően nem számoltunk semmiféle bevétel- és ráfordítás növekedéssel, dacára annak, hogy az átalakulás éppen annak érdekében történt, hogy a felesleges erőforrások megtakaríthatók legyenek, illetőleg ki lehessen használni a szinergiákat a két társaság erőforrásaival.

A konszolidált eredménykimutatást a következő 6. számú táblázat mutatja be.

Tekintettel arra, hogy a cég nem rendelkezett közép- és hosszú távú üzleti tervvel, ezért egyszerűsített cash flow kalkulációval számoltunk, ami a mérleg szerinti eredmény (osztalékfizetés nélkül) és az értékcsökkenés összege.

Az eszközzeladás esetében úgy számoltunk, mintha az ötéves tervezési periódust követően a társaság nem folytatná tovább a tevékenységét, és eladná tárgyi eszközeit¹. Az eszközzeladásból származó bevételt úgy számítottuk, hogy a társaság tárgyi eszközeinek korrigált értékét csökkentettük az értékcsökkenésekkel.

¹ Lényegében véve speciális likvidációs érték meghatározásáról van szó.



ECO-FOLDER Tanácsadó és Szolgáltató Kft.
8000 Székesfehérvár, Tóvárosi lakónegyed 57.

6. táblázat

A Vertikál Nonprofit Zrt korrigált eredménye (eFt-ban)

Szsz.	Tétel	Vertikál VKSZ eredeti	Vertikál VKSZ konszolidált	Vertikál Nonprofit eredeti	Vertikál Nonprofit konszolidált	Új cég korrigált várható eredmény
1.	Belföldi értékesítés nettó árbevétele	1 033 304	318 766	5 309 011	5 299 757	5 618 523
2.	Exportértékesítés nettó árbevétele	0	0	0	0	0
I.	Értékesítés nettó árbevétele (01+02)	1 033 304	318 766	5 309 011	5 299 757	5 618 523
3.	Saját termelésű készletek állományváltozása	-1 113	-1 113	0	0	-1 113
4.	Saját előállítású eszközök aktivált értéke	0	0	0	0	0
II.	Aktivált saját teljesítmények értéke (03+04)	-1 113	-1 113	0	0	-1 113
III.	Egyéb bevételek	29 189	29 189	51 223	51 223	80 412
	III. sorból: visszafizetett értékvesztés	22 405	22 405	10 846	10 846	33 251
5.	Anyagköltség	143 197	143 197	254 730	254 730	397 927
6.	Igénybe vett szolgáltatások értéke	310 828	310 828	1 428 029	1 428 029	1 738 857
7.	Egyéb szolgáltatások értéke	13 845	13 845	24 402	24 402	38 247
8.	Eladott áruk beszerzési értéke	0	0	741	741	741
9.	Eladott (közvetített) szolgáltatások értéke	38 978	29 724	2 954 389	2 239 851	2 269 575
IV.	Anyag jellegű ráfordítások (05+06+07+08+09)	506 848	497 594	4 662 291	3 947 753	4 445 347
10.	Béreköltség	237 022	237 022	265 303	265 303	502 325
11.	Személyi jellegű egyéb kifizetések	8 632	8 632	9 119	9 119	17 751
12.	Bérfizetések	50 095	50 095	57 876	57 876	107 971
V.	Személyi jellegű ráfordítások (10+11+12)	295 749	295 749	332 298	332 298	628 047
VI.	Értéksökkenés	135 422	135 422	58 377	58 377	193 799
VII.	Egyéb ráfordítások	166 438	166 438	384 182	384 182	550 620
	- ebből értékvesztés	2 616	2 616	8 080	8 080	10 696



ECO-FOLDER Tanácsadó és Szolgáltató Kft.
8000 Székesfehérvár, Tóvárosi lakónegyed 57.

Sorsz.	Tétel	Vertikál VKSZ eredeti	Vertikál VKSZ konszolidált (1)	Vertikál Nonprofit eredeti	Vertikál Nonprofit konszolidált (2)	Új cég korrigált várható eredmény (1 + 2)
A.	Üzemi (üzleti) tevékenység eredménye (I+II+III-IV-V-VI-VII)	-43 077	-748 361	-76 914	628 370	-119 991
13.	Kapott (járó) osztalék és részesedés	52 671	52 671	0	0	52 671
	13. sorból: kapcsolt vállalkozástól kapott	0	0	0	0	0
14.	Részesedések értékesítésének árfolyamnyeresége	0	0	0	0	0
	14. sorból: kapcsolt vállalkozástól kapott	0	0	0	0	0
15.	Befektetett pénzügyi eszközök kamatai, árfolyamnyeresége	160 684	160 684	0	0	160 684
	15. sorból: kapcsolt vállalkozástól kapott	0	0	0	0	0
16.	Egyéb kapott (járó) kamatok és kamatjellegű bevételek	5 180	5 180	1 034	1 034	6 214
	16. sorból: kapcsolt vállalkozástól kapott	0	0	0	0	0
17.	Pénzügyi műveletek egyéb bevételei	60 858	60 858	10	10	60 868
VIII.	Pénzügyi műveletek bevételei (13+14+15+16+17)	279 393	279 393	1 044	1 044	280 437
18.	Befektetett pénzügyi eszközök árfolyamvesztése	0	0	0	0	0
	18. sorból: kapcsolt vállalkozásnak adott	0	0	0	0	0
19.	Fizetendő kamatok és kamat jellegű ráfordítások	7 901	7 901	11 705	11 705	19 606
	19. sorból: kapcsolt vállalkozásnak adott	0	0	0	0	0
20.	Részesedések, értékpapírok, bankbetétek értékvesztése	0	0	0	0	0
21.	Pénzügyi műveletek egyéb ráfordításai	0	0	2 857	2 857	2 857
IX.	Pénzügyi műveletek ráfordításai	7 901	7 901	14 562	14 562	22 463
B.	Pénzügyi műveletek eredménye (VIII.-IX.)	271 492	271 492	-13 518	-13 518	257 974
C.	Adózás előtti eredmény (±A.±B.)	228 415	-476 869	-90 432	614 852	137 983
XII.	Adófizetési kötelezettség	6 935	6 935	8 189	8 189	15 124
D.	Adózott eredmény (±C-XII.)	221 480	-483 804	-98 621	606 663	122 859

Ennek alapján a teljes korrigált jövedelmet az alábbi 7. számú táblázat ismerteti. A teljes korrigált jövedelem a cash flow és az eszköz eladás összege. A táblázat adatait áttekintve megállapítható, hogy a társaság – lényeges külső körülmény és ráhatás nélkül – az elkövetkező időszakban képes gazdaságosan folytatni tevékenységét.

7. táblázat

A Vertikál Nonprofit Zrt. korrigált jövedelem adatai eFt-ban

Tételek	Évek				
	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.
Teljes korrigált jövedelem	316 658	316 658	316 658	316 658	1 709 871
Cash flow	316 658	316 658	316 658	316 658	316 658
Eszköz eladás	0	0	0	0	1 393 213

A jövedelem alapú cégérték meghatározás második lépéseként rögzíteni kell a vizsgálati időtávot és a nettó jelenérték meghatározásához szükséges diszkontrátát, továbbá meg kell határozni mindazon tényezőket, melyek befolyásolják a jövedelemtermelő képességet.

Az átlagos szolgáltató társaságok esetében 5-7 év szokott lenni a vizsgálati időszak, melyből az 5 éves vizsgálati időszakot választottuk, tekintettel arra, hogy a társaság ebben a tevékenységi formában csak most kezd tevékenykedik a piacon, és a további jelentős jogszabályi változások miatt a piacnak ismét rendeződnie kell.

A diszkontrátát – figyelemmel a hazai gazdaságban lezajló változások trendjére, és a hasonló tevékenységeket folytató társaságok átlagos nyereségességére is – 6,5 %-os mértékben határoztunk meg.

Annak érdekében, hogy előzetes becslést lehessen hozni az elkövetkező időszakra vonatkozóan is, feltétlenül szükséges figyelembe venni azt, hogy a társaság működése és ezzel jövedelemtermelő képessége is szervesen összefügg a leendő tulajdonos működési körével, illetve annak működésével, továbbá a teljes cégcsoporti tevékenységgel.

Az előbbi megfontolások szerinti, a vizsgálati időszakra vonatkozó teljes korrigált jövedelmet, 6,5 %-os diszkontrátát feltételezve, az alábbi 8. számú táblázat tartalmazza.

8. táblázat

A Vertikál Nonprofit Zrt. diszkontrátával korrigált jövedelem adatai eFt-ban

Tételek	Évek				
	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.
Teljes korrigált jövedelem	316 658	316 658	316 658	316 658	1 709 871
Diszkontráta	1,0000	0,9350	0,8742	0,8174	0,7643
Diszkontált jövedelem	316 658	296 075	276 830	258 836	1 306 802

A társaság jövedelem alapú cégértékét a 8. számú táblázatban szereplő diszkontált jövedelem értékek összege adja meg.

Ennek alapján a társaság jövedelem alapú cégértéke 2.455.202 eFt.

4.3. Összevont arányos cégérték

A társaság korrigált könyv szerinti, illetve jövedelem alapú módszerek szerinti **összevont arányos cégértéke:**

$1.340.641 \text{ eFt} \times 90 \% + 2.455.202 \text{ eFt} \times 10 \% = 1.452.124 \text{ eFt}.$

4.4. Értéknövelő és értékcsökkentő tényezők

Az előző pontban meghatározott összevont arányos cégértéket, illetve az annak alapján kalkulált üzletrész piaci értéket azonban szükséges és indokolt, és a cégértékelési módszertanban szokásos a társaságra jellemző értéknövelő- és csökkentő tényezőkkel korrigálni. Ezek a vizsgált társaság esetében a következők:

- értéknövelő tényezők:
 - stabil, növekvő megrendelői kör;
- értékcsökkentő tényezők:
 - kisebbségi tulajdonrész vásárlása;
 - jövedelmezőség, finanszírozási problémák;
 - nonprofit működés.

4.4.1. Stabil, növekvő megrendelői kör

A társaság működése során folyamatosan növekedett a közszolgáltatással ellátott terület, illetve lakosságszám. A jogszabályi változások előrevetítik annak lehetőségét, hogy a közszolgáltatás centralizálása magával hozza a cég működési területének további növekedését is. A közszolgáltatási terület növekedése magában hordozza annak a lehetőségét, hogy a közszolgáltatás fajlagos költsége csökken, hiszen az irányítási költségek ettől érdemben nem változnak meg.

A fenti érvek alapján a saját tőke összegét további **1,200-1,300** szorzóval változtattuk meg.

4.4.2. Kisebbségi tulajdonrész vásárlása

A társaság tulajdonosi szerkezete, annak kiegyensúlyozottsága, illetőleg az eddigi közgyűlési döntései alapján nincs lehetőség többségi részvéncsomag vásárlására egy ütemben, vagyis nem szerezhető benne többségi tulajdon. A részvéncsomag eladása során a vevő nem kerül irányító többségbe, közvetlenül nem tud irányító befolyást gyakorolni a társaság működésére és ügyvezetésére. A tervezett adás-vétel eredményeként a tulajdonosok személyében változás következik be, azonban a tulajdoni arányok a többi tulajdonos tekintetében nem változnak meg. Mindezeket a körülményeket értékcsökkentő tényezőként kell figyelembe venni

Ennek alapján a korrekciós tényezőt **0,850-0,900**-ban határoztuk meg.

4.4.3. Jövedelmezőség, finanszírozási problémák

A magas saját tőkéjű és alacsony eredményességgel dolgozó vállalkozások esetében azok értéke alacsonyabb, mint a kevesebb saját tőkével, de magasabb jövedelmezőséggel dolgozó cékéké. Jellemzően az eszközigenyes, alacsonyabb jövedelmezőségű területeken a hitelezés is alacsonyabb, magas a saját tőke aránya.

A vizsgált cég esetében megállapítható, hogy a saját tőke aránya nagyon alacsonynak tekinthető, továbbá még az iparági jövedelmezőséghez viszonyítva is a **jövedelmezőség mértéke is alacsonynak tekinthető.**

A társaság estében külön kockázatnak értékelhető, hogy a vevő-szállító állomány eltérő kifizetési ütemezése miatt **többlet-finanszírozás szükséges a likviditási helyzet stabilizálásához**, a társaság folyószámla hitelét lényegében folyamatosan igénybe veszi. Ennek további kezelése az új tulajdonos feladata, neki kell plusz forrást bevonni, és annak költsége az, ami alapvetően csökkenti a cég piaci értékét.

A gazdálkodás stabilitása szempontjából további kockázatnak tekinthető az is, hogy a társaság vevőköre bevételeinek mértéke is csökkenhet, illetve azok kifizetési ütemezése is lelassulhat a Nemzeti Hulladékgazdálkodási Koordináló és Vagyonkezelő Nonprofit Zrt. miatt, ami újabb likviditási problémákat vethet előre.

A fentieket figyelembe véve összességében mindezek a körülmények **0,870-0,925-ös** szorzóval változtathatják meg a társaság, és a megvásárlandó üzletrész értékét.

4.4.4. Nonprofit működés

A gyorsan változó jogszabályi környezet az átlagosnál magasabb kockázatú befektetést jelent. Ez még akkor is így van, ha a társaság jogelődjei több évtizedes múltat tekintenek vissza. A hosszú távú tervezés a szabályozók gyors változása miatt érdemben nem lehetséges a nagyobb volumenű befektetés, és a banki finanszírozás visszafogottsága is ennek következménye. A jogi szabályozás (közszolgáltatási díjcsökkentés, lerakási járulék) összességében a cég eredményességét és jövedelmi kilátásait csökkenti, ami együttesen a gazdálkodás elnehezülését okozza. Különösen igaz mindez a jelenlegi helyzetben a hulladékgazdálkodást tekintve, ahol a közszolgáltatás ellátása kizárólag többségi állami vagy önkormányzati céggel látható el, nonprofit működési formában. Ez a működési forma azt jelenti, hogy a tulajdonos által befektetett tőke megtérülése nem számítható, mivel az a továbbiakban elsüllyedt költségnek (ún. „sunk cost”) minősül.

Az előzőekben leírtakat figyelembe véve mindenképpen szükséges megjegyezni azt, hogy a fenti körülmények együttesen a társaság által ellátott tevékenység eredményességi, jövedelmezőségi színvonalát is csökkentik.

Ennek alapján a korrekciós tényezőt **0,850-0,925-ben** határoztuk meg.

4.5. Piaci érték meghatározása

Az előző fejezetben vázoltak alapján valamennyi korrekciós tényező esetében meghatároztuk az alsó és felső értékeket. Ezeket a társaság előzetesen kalkulált piaci értékével és egymással összeszorozva nagy biztonsággal megadható az a cégérték, illetve részvénytőke vételár intervallum (minimum és maximum), amely alatt valószínűleg nem lehet érdemi ajánlatot tenni a részvények megvásárlására, illetve amely érték felett lényegesen túllértékeltlen kerülne megvásárlásra a kisebbségi tulajdont biztosító részvénytőke. A számítás menete az alábbi:

Minimum piaci cégérték:

$1.452.124 \text{ eFt} \times 1,200 \times 0,850 \times 0,850 = 1.095.323 \text{ eFt.}$

Maximum piaci cégérték:

$1.452.124 \times 1,300 \times 0,900 \times 0,925 \times 0,925 = 1.453.694 \text{ eFt.}$

Az előzőket összegezve:

a Vertikál Nonprofit Zrt. valós piaci értéke:

1.095.323 eFt – 1.453.694 eFt.

A 10.000 Ft névértékű részvénytársaságba tartozó részvények piaci értékének meghatározása során az adott részvénytársaságba tartozó részvényeknek a teljes jegyzett tőkéhez való arányának és darabszámának figyelembevételével határoztuk meg azok piaci értékét a következők szerint:

A 10.000 Ft névértékű részvénytársaságba tartozó részvények (7.000 db) piaci értéke:

156.475 Ft/db – 207.671 Ft/db.

Nyilatkozat

Az Eco-Folder Kft-nek nincs tudomása olyan tényekről, melyek alapján feltételezni kellene, hogy a jelen értékelésben szereplő tények, elemzések, következtetések nem helytállóak. Az Eco-Folder Kft-nek, munkavállalóinak, és a jelen értékelést készítőnek nincs érdekeltsége az értékelt gazdasági társaságokban, ilyen érdekeltség megszerzését nem tervezik, pártatlanságukat semmi nem befolyásolja. Az értékelésnek nem képezte tárgyát a jogi természetű tények ellenőrzése, így a tulajdonviszonyok vonatkozásában az Eco-Folder Kft. felelősséget nem vállal. Az értékelést iratelemzés és szemrevételezés alapján készítettük, statikai és egyéb műszeres vizsgálatot nem végeztünk. Az értékelés tehermentes állapotra vonatkozik.

A szakértői vélemény részleteinek harmadik személy számára történő átadásához előzetes írásbeli engedély szükséges. A szakértői anyag (az ellenérték megfizetését követően) a megbízó kizárólagos tulajdonát képezi, engedélye nélkül azt sem a készítő, sem harmadik személy fel nem használhatja.

Az értékbecslés elkészítése során figyelembe vettük a hatályos jogszabályokat, a TEGOVA (The European Group of Valuers' Associations) előírásait, különösen az EVS 2003 (European Valuation Standards) szabványokat, valamint alkalmaztuk a 25/1997. (VIII.1.) PM és az 54/1997. (VIII.1.) FM rendeletek alapelveit.

Jelen szakértői anyag 2 azonos nyomtatott példányban, magyar nyelven készült. Az értékelés a társaságok dokumentumai szerinti 2015. december 31-i állapotnak felel meg, azzal a feltételezéssel, hogy a piacra szélsőséges hatást gyakorló esemény nem következik be, és a jogi, gazdasági és szabályozási környezet – figyelemmel a készítés időpontjában ismert változásokra is – a továbbiakban érdemben nem változik. (A nyomtatott példányok mellett egy (1) – a felhasznált mellékleteket is tartalmazó – elektronikus példány is átadásra került.)



ECO-FOLDER Tanácsadó és Szolgáltató Kft.
8000 Székesfehérvár, Tóvárosi lakónegyed 57.

Alulírott Farkas Endre felelősségem teljes tudatában nyilatkozom, hogy jelen értébecslést tartalmazó szakértői véleményt a szakmai előírásoknak, a szakmai jogszabályoknak és a megszerzett szakmai gyakorlati ismereteimnek megfelelően készítettem el. A jelen cégértékelési szakvéleményben szereplő ténybeli állítások, amelyeken az értébecslésben szereplő elemzések, vélemények és következtetések alapulnak, az értékelő legjobb tudása szerint igazak és valóságok.

A megbízási szerződésben rögzítetteken kívül más nem vett részt az értékelésben. Az értékelő szakvéleményben szereplő következtetések az aláírótól származnak.

Kelt: Székesfehérvár, 2019. április 23.

Értékelő: Farkas Endre
okl. vegyészmérnök
közgazdasági szakokleveles mérnök
MBA
ECO-FOLDER Kft.
ügyvezető


.....

ECO-FOLDER Kft.
8000 Székesfehérvár,
Tóvárosi ln. 57. Lph. 8/3.
Adószám: 14079335-2-07
Bsz.: 10400085-50526752-49801006



ECO-FOLDER Tanácsadó és Szolgáltató Kft.
8000 Székesfehérvár, Tóvárosi lakónegyed 57.

MELLÉKLETEK

1. melléklet

Az értékeléshez felhasznált dokumentumok

Sor-szám	Dokumentum
1.	Vertikál VKSZ 2018. évi mérleg
2.	Vertikál VKSZ 2018. évi eredménykimutatás
3.	Vertikál VKSZ 2018. évi kiegészítő melléklet
4.	Vertikál VKSZ 2018. évi üzleti jelentés
5.	Vertikál VKSZ 2018. évi beszámoló könyvvizsgálói záradék
6.	Vertikál VKSZ 2018. évi záró főkönyvi kivonat
7.	Vertikál Nonprofit Zrt. 2018. évi mérleg
8.	Vertikál Nonprofit Zrt. 2018. évi eredménykimutatás
9.	Vertikál Nonprofit Zrt. 2018. évi kiegészítő melléklet
10.	Vertikál Nonprofit Zrt. 2018. évi üzleti jelentés
11.	Vertikál Nonprofit Zrt. 2018. évi beszámoló könyvvizsgálói záradék
12.	Vertikál Nonprofit Zrt. 2018. évi záró főkönyvi kivonat
13.	Vertikál Nonprofit Zrt. 2019. évi beolvadási mérleg
14.	Vertikál Nonprofit Zrt. által tulajdonlott gazdasági társaságok 2016. és 2017. évi beszámolói