

Szakértői vélemény

a

**A VASIVÍZ Vas Megyei Víz és Csatornamű ZRt 2%-os
részvényértékének értékeléséhez**

Szakértői vélemény dátuma: Szombathely, 2014. április 25.

Szakértői véleményt készítette: AUDIKONT Könyvvizsgáló és Gazdasági Tanácsadó Kft.

I. Előzmények

A Szombathely Megyei Jogú Város Polgármesterének 2014. március 26-án kelt levele értelmében a VASIVÍZ Vas Megyei Víz és Csatornamű ZRt felkérte társaságunkat az AUDIKONT Könyvvizsgáló és Gazdasági Tanácsadó Kft-t, hogy készítse el a következő szakértői véleményt:

A Szombathely Megyei Jogú Városnak a VASIVÍZ ZRt-ben lévő 2%-os részvénytulajdonosi részesedések forgalmi értékének megállapítása témakörben.

A Sávár Város Önkormányzata 2014. február 13-i levelében megkereste a Szombathely Megyei Jogú Várost annak tárgyában, hogy a VASIVÍZ ZRt jelenlegi alaptőkéje 2%-ának megfelelő összegű részvényt kíván vásárolni a Szombathely Megyei Jogú Város Önkormányzatától.

A részvények megvételre a részvények névértékének megfelelő vételi árat ajánlott fel.

A tulajdoni részesedések piaci értékének meghatározását a Szombathely Megyei Jogú Város Önkormányzata, mint befektető, az üzletrészek eladási értékének a meghatározásához kívánja felhasználni.

A VASIVÍZ Zrt alapítói okirata alapján az üzletrész átruházása esetén a tagot, a társaságot, vagy a közgyűlés által kijelölt személyt – ebben a sorrendben - az adásvételi szerződés útján az átruházni kívánt üzletrészre elővásárlási jog illeti meg.

Az értékeléshez szükséges információt az alábbiakban felsorolt, és rendelkezésünkre bocsátott dokumentumokból nyertük:

- 2012-2013. évek éves beszámolója, azok részletezései
- Külső szakértők által készített részleges vagyoneértékelések a kiemelt ingatlanok vonatkozásában
- 2014. évre megfogalmazott és az illetékes legfelsőbb szerv által elfogadott üzleti tervek;
- 2014. évre meghatározott fejlesztési célkitűzések;

A VASIVÍZ ZRt működésére jelentős, meghatározó jogszabály a 2011. évi CCIX. törvény a víziközmű szolgáltatásról,-továbbiakban Vksztv- melynek következtében alapvető változás következett be a társaság gazdálkodási feltételrendszerében.

A társaság tulajdonában lévő víziközmű és csatornarendszerek átháramlás következtében a tulajdonos önkormányzatok részére törvényi kötelezettségek alapján ingyenes átadásra kerültek a tulajdonos önkormányzatok részére. Az ingyenes eszközátadás következtében a jegyzett tőke összege közgyűlési határozat értelmében a korábbi érték 20,5 %-ára csökkent.

További lényeges változás a Vksztv. 1§. alatti szabályozás, mely rögzíti a keresztfinanszírozás tilalmának alapelvét, mely rögzíti , hogy az elsődleges tevékenységek eredményéből nem finanszírozhatók a másodlagos tevékenységek vesztesége.

A gazdálkodás eredményességére jelentősen kihatott az a tény hogy a 2011.évi CCIX. törvénynek megfelelően az ivóvíz és csatornaszolgáltatási díjak nem változhattak, a szolgáltatás arányos díjak 2011. évtől változatlanok. A lakossági díjak vonatkozásában 2013 július 1. -től 10 % árcsökkentés következett be törvényi szabályozás következtében.

A víz és csatornaszolgáltatás díját a Vksztv 65.§-a szerint a közműves ivóvízellátás , valamint a közműves szennyvízelvezetés és tisztítás díját a MEKH javaslatának figyelembe vételével víziközmű szolgáltatásért felelős miniszter rendeletben állapítja meg.

Miután a Hivatal állapítja meg a víz és szennyvízrendszerenként az indokolt költségeket, és a figyelembe vehető indokolt költségek vonatkozásában nagy a bizonytalanság, pl a közműadót várhatóan nem tekinti a hivatal indokolt költségnek, melynek nagyságrendje 340 M Ft feletti összeg, a társaság hosszabb távú tervezhetőségét a jelen helyzet ellehetetleníti.

A díjak a vonatkozó törvény alapelvei a szolidaritás, a legkisebb költség elve alapján kerül majd meghatározásra.

II. A VASIVÍZ Vas Megyei Víz és Csatornamű ZRt 2 % os részvényértékének értékelése

Az értékelés során a tulajdonrészek valós piaci értékét kívánjuk meghatározni. A nemzetközi gyakorlatnak megfelelően **a valós piaci érték az az ár, amely mellett gazdát cserélhet egy tulajdonrész eladó és vevő között úgy, hogy mindketten szabadon dönthetnek, és kellően ismerik az értékelés napja szerinti helyzetnek megfelelő tényeket.**

II.1. Az értékelés érvényessége

Az értékelés 2014. április 18.-i állapot szerint készült, az eddig tudomásunkra jutott tényeket tartalmazza, valamint a 2013. december 31. fordulónapra elkészített éves beszámoló adatait vettük figyelembe.

II.2. Felhasznált információk

Az elemzésünkben felhasználtuk a Társaság gazdasági környezetére, tevékenységére vonatkozó információkat, illetve a publikus forrásból merített adatokat, melyet I. fejezetben részletesen felsoroltunk.

A rendelkezésünkre bocsátott információkat – a rendelkezésünkre álló rövid határidőre való tekintettel – valódinak vettük, nem vizsgáltuk azok helyességét.

II.3. Az üzleti érték meghatározásának módszerei

A vagyoni helyzet piaci értékének a meghatározására három klasszikus módszert alkalmaz a szakirodalom:

- **A költségbázisú értékelés**, mely a társaság értékét a tevékenységet folytató, egységet alkotó eszközök, vagy eszköz csoportok mai újraelőállítási vagy pótlási értékének a figyelembevételével becslik.
- **Jövedelemtermelő-képesség** szerinti módszer, mely a befektetett tőke megtérülési lehetőségeit elemzi. Ez a módszer a jövőben képződő, szabad rendelkezésű pénzmennyiségnek a becslésén alapszik.
- **Piaci információkon** alapuló becslés. Az értékelés a hasonló vállalkozás értékesítése során képződött információkon alapszik, egy feltételezés, hogy a tulajdon milyen más alternatív vásárlási lehetőséggel pótolható.

A rendelkezésünkre álló értékelhető információk alapján az előzőekben felsorolt értékelési módszerek közül:

- **A költségbázisú értékelést, és**
- **A jövedelemtermelő-képességen alapuló értékelést alkalmazásának lehetőségét vizsgáljuk meg.**

Az értékelés célja, a VASIVÍZ ZRt üzletrész piaci értékének meghatározása.

A két módszer szerint becsült cégérték eltérő lehet, illetve a különböző módszer alkalmazása miatt eltérőnek kell lenni.

A költségbázisú értékelés a könyvekben kimutatott vagyontárgyak tételes értékelését jelenti, ennek a módszernek az alkalmazásánál a leggyakoribb cél a vállalkozás eszközeinek a megszerzése.

A hozamokon alapuló értékelésnél azt kell vizsgálni, hogy a befektetés megszerzésével milyen hozamra lehet számítani. Ezt a becslési eljárást leginkább akkor alkalmazzák, amikor a befektetés révén osztalékot, illetve pénzügyi előnyt szeretnének elérni a befektetők.

A VASIVÍZ Zrt értékelése sajátos feladat, mert a vagyon értékesítéséről csak részleges vagyontárgyak esetén lehet beszélni. A vagyon költségbázisú értékelése megítélésünk szerint tájékoztató jellegű, megmutatja hogy a könyvekben szereplő vagyontárgyak reális értéken mit érnek.

A hozamokon alapuló értékelést sem lehet a klasszikus formában értelmezni, mivel a víziközmű szolgáltatás nem profit orientált vállalkozás, a jövedelmezőség alapját képező hatóságilag rögzített szolgáltatási árak megállapításának bizonytalansága miatti jelenleg nem tervezhető teljes bizonyossággal a szolgáltatás önköltségére fedezet.

A tulajdonosi döntésénél egyéb nem számszerűsíthető szempontokat is mérlegelni kell.

II.4. Költség bázisú értékelés

A vagyon értékeléshez a 2013. december 31. mérleget vettük alapul.

A vagyonérték: a társaság tulajdonában lévő vagyontárgyak, eszközcsoportok értékének és a társaság kötelezettségeinek különbsége.

A társaság tulajdonában lévő vagyontárgyak vonatkozásában a társaság nem élt a *pici értékelés alkalmazhatóságának* lehetőségével. A társaság eszközei a *beszerzési érték alapján a beszerzési ár csökkentve az amortizációs költségekkel* kerül kimutatásra.

- A társaság immateriális javak állományában kimutatott érték korlátozottan forgalomképes, értékkel elsősorban csak a működő társaság vonatkozásában bír. A könyvszerinti eszközérték 50 % ában vettük figyelembe **125 184 355 Ft** értékbe.
- A társaság jelentősebb ingatlanjai vonatkozásában vagyoneértékelésre került sor. Az eszközök korrigált, piaci értékének megállapításához az alábbi vagyoneértékeléseket használtuk fel:
 - Heckenast Ingatlanközvetítő és Forgalmazó Kft Légszeszgyár u.15. 6455 Hrsz ingatlanértékelés
 - Heckenast Ingatlanközvetítő és Forgalmazó Kft Rákóczi Ferenc u.19. 6454 Hrsz Ingatlanértékelés
 - Átrium 2000 Ingatlanközvetítő Iroda Vépi u 8005/11. Hrsz Ingatlan értékbecslése
 - Átrium 2000 Ingatlanforgalmazó Kft Belterületi és Külterületi Telek Ingatlanok értékbecslés

A szakértő alapvető értékelési elvként fogalmazta meg a vállalkozás folytatásának elvét, a működő vállalkozás, folyamatosan működtetett eszközeit értékelte. A szakértő értékelés módszere főbb eszközcsoportonként a következő volt:

Az **ingatlanok** értékének a megállapításánál helyszíni szemlével mérték fel azok műszaki állapotát, társaság tevékenységét érintő funkciókötöttséget, az esetleges szabad rendeltetésű hasznosítás lehetőségét. A helyszíni szemle alapján, valamint az ingatlanpiaci árak alakulása szerint határozták meg a jelenlegi piaci értéket.

A vélemény kialakítása során a piaci érték meghatározásának módszerét vizsgáltuk, és elfogadtuk a szakértő által meghatározott értékbecslést.

Az átértékeléssel érintett ingatlanokon felül az alábbi érték módosítások lettek elvégezve:

Az ingatlanok vonatkozásában a közvetlen nem értékelt földterületek vonatkozásában a társaság a földterületek ingatlanértékelés fajlagos négyzetméterre vetített árai alapján a földterület teljes állománya átértékelésre került.

A uszodával kapcsolatos ingatlanértékek a másodlagos tevékenységek keresztfinanszírozási problémái miatt nem kerülnek figyelembe vételre.

A könyvszerinti állományi érték a földterület állománycsoportba	71 794 907Ft
Az átértékelés után	610 356 311Ft
Uszodakorrekció	-20 976 000 Ft
Figyelembe vett földterületérték	589 380 311 Ft

Könyvszerinti állományérték épületek állománycsoportba	466 770 359 Ft
Üzemkörön kívüli ingatlan	1 446 419 Ft
Az átértékelés után	520 324 976 Ft
Uszodakorrekció	-184 108 102 Ft
Figyelembe vett épületérték	336 216 874 Ft
Könyvszerinti állományérték építmények állománycsoportba	381 842 879 Ft
Az átértékelés után	347 656 217 Ft
Uszodakorrekció	- 252 229 443 Ft
Figyelembe vett építmény	95 426 774 Ft
Összes értékeléshez figyelembe vett érték	1 021 023 959 Ft

- A **gépjárművek és szállító járművek** értékelésénél figyelembe vettük, hogy a piac a használt járműveket jelentősen leértékeli. Ez azt jelentette, hogy a műszaki állapot által indokolt mértéket jóval meghaladó a piaci értékvesztés. Ezt a magas 20 %-os avulási fok hűen tükrözi. A könyvszerinti nyilvántartás különbözeteként a 0-ra leírt eszközök esetén 10 %-os maradványérték került figyelembe vételre. A könyvszerinti 198 358 985 Ft nyilvántartási értéktől eltérő **252 367 808 Ft** értékbe került értékelésre.

Az egyéb termelőgépek, üzemi berendezések , beruházások számbavétele a könyvviteli nyilvántartásokkal egyező összegben került figyelembe vételre, mivel szakértői az eszközállományban alkalmazott leírások és avulási fok közel azonos.

Ezen állománycsoportba figyelembe vett eszközérték **768 036 120 Ft**

Tárgyi eszközök értékelési összege összesen 2 041 427 887 Ft

- **A befektetett pénzügyi eszközök** állománya a dolgozói hosszúlejáratú lakásépítési kölcsön állományát tartalmazza , a könyvszerinti nyilvántartási értékkel azonosan vettük figyelembe. **9 157 238 Ft**
- **A társaság készletei** a társaság bevételeihez viszonyítva alacsony volument képvisel, mivel a társaságnál a beszállítók jelentős idegenárút raktároznak. Mivel a készletekhez viszonyítva a lassan mozgó készletek volumene

- **A társaság vevőkövetelései** értékéből a 360 napja lejárt követelések állománya a teljes követelés állomány 11, 81 %-át képviseli . Az határidőn túli állomány tartósnak mutatkozik, évente mérsékelten növekvő. A lejárt követelés állomány a teljes állomány 37 %--át képviseli , ami magas összegű. A vevőállományból a 360 napja lejárt követelés összege 174 429 948 Ft csökkentve a könyvelt értékvesztéssel 37 851 954 Ft összeggel korrigált értéken kerül figyelembe vételre. **1 302 073 507 Ft**
- **Az egyéb követelések** állománya likvid eszközöket tartalmaz ,értéke **532 782 487 Ft**

A többi eszköz és kötelezettség piaci értékeként elfogadjuk a mérlegben kimutatott könyvszerinti értéket, mivel ezen eszközök és kötelezettségek többnyire egy éven belül keletkeztek, likvidek, valamint az év végi értékeléskor a szükséges értékvesztések elszámolása megtörtént.

Az előzőek alapján az alábbiakban bemutatásra kerül a VASIVÍZ Zrt költségbázisú értékelés szerinti értéke:

MEGNEVEZÉS	2013.december 31. napra készített eszközök és kötelezettségek piaci értéke
Immateriális javak	125 184
Tárgyi eszközök	2 041 427
Egyéb tartósan adott kölcsön	9 157
Készletek	89 559
Követelések	1 834 855
Pénzeszközök	888 786
Aktív időbeli elhatárolások	257 127
ESZKÖZÖK ÖSSZESEN	5 246 095
Hosszú lejáratú kötelezettségek	80 628
Rövid lejáratú kötelezettségek	1 324 612
Passzív időbeli elhatárolás	924 986
KÖTELEZETTSÉG ÖSSZESEN	2 330 226
VASIVÍZ RÉSZVÉNYEK ÉRTÉKE ÖSSZESEN	2 915 869
2% részvényérték költségbázisú értéke	58 317

A VASIVÍZ ZRt 2% tulajdoni hányadra jutó üzletrész értéke a költség bázisú értékelés alapján 58 317 eFt.

Véleményünk szerint ezen értékelési mód alapján meghatározott piaci érték – a módszer sajátosságából adódóan – önmagában nem ad reális értéket a befektető vételi ajánlatának megtételéhez. Az értékelési módszer ismertetésénél hangsúlyoztuk, hogy vagyontárgyak tételes értékelése esetén a befektető célja a vállalkozás eszközeinek a megszerzése, mely a vizsgált esetben nem lehet valós elvárása a befektetőnek.

II.5. VASIVÍZ ZRt jövedelemtermelő képességen alapuló értékelése

Ez az értékelési eljárás alapvetően abban tér el a költség bázisú értékeléstől, hogy nem az eszközök és források tételes értékelésén, hanem ezek hozama alapján történő kalkulációkon alapszik, pénzügyi értékbecslés.

*Ebben az értékelési eljárásban a képződő összes, **szabadon felhasználható pénzmennyiség alatt azt az évente képződő összeget értjük, mely az adózott eredményből, a szükséges beruházásokat, a működő tőke ráfordításait és a hitelekkel kapcsolatos elszámolásokat levonva a tulajdonos számára megmarad. Ez lényegében a saját tőke hozama. A saját tőke hozamának jelenértéke fejezi ki a vállalkozás, mint üzleti befektetés értékét.***

A VASIVÍZ ZRt üzletrészeinek értékelésénél az elvárt cash-flow összegeket a társaság vezetése által a 2014 évre elkészített üzleti terv alapján vonunk le következtetést.

A hozamokon alapuló becslési eljárásnál a jelenleg meglévő pénz értékét egybevetjük a jövőben képződő pénzbeli hozamok jelenértékével, a pénz időértékét vizsgáljuk az adott befektetésnél.

Diszkontráta meghatározása

A befektetésekkel kapcsolatos hozam elvárást hagyományos módszerrel kalkuláltuk, felsoroltuk mindazt a kockázatot, mely a befektetéssel együtt járhat, és megbecsültük ennek a mértékét.

Egy társaságba befektető tulajdonos olyan hozamot vár el, ami fedezi a kockázatmentes hozamot, és azt a hozamot is, amely egy nem kockázatmentes befektetésből eredhet. A gyakorlatban kockázatmentes hozamként a hosszú lejáratú állampapírok hozamát tekintik, mely jelenleg 5,0 %-ban határozható meg.

Az alábbiakban bemutatunk a jelenleg forgalomba lévő állampapírok hozamát:

ÉRTÉKPAPÍR TÍPUSA	ÉRVÉNYESSÉG KEZDETE	AKTUÁLIS KAMAT
Kamatozó Kincstárjegy	2014.04.07	3,50%
Prémium Magyar Államkötvény 2016J	2013.05.02	5,20%
Prémium Magyar Államkötvény 2019I	2014.02.03	4,70%
Bónusz Magyar Államkötvény 2020N	2014.03.17	5,64%
Bónusz Magyar Államkötvény 2018N	2014.03.17	4,89%

Magyarországon még nem általános gyakorlat a diszkontálásra épülő mutatók használata. A módszer gyakorlati kockázata a diszkontáláshoz szükséges elvárt hozam számszerű értékének a meghatározásában van. Hiányzik az egyes ágazatok hozamainak és kockázatainak statisztikai adatbázisa.

A kockázati prémiumot, és az ágazati kockázatot a VASIVÍZ ZRt vonatkozásában nehéz meghatározni, mivel azok a tényezők, melyek befolyással vannak a kockázat mértékére, több esetben közgazdaságilag ellentmondásosak:

- A Víz és Csatornaszolgáltatás vezetékhez kötött szolgáltatás, mint ilyen technikai és egyúttal jogi monopólium, ezért az ágazatban nem érvényesül a piaci verseny, mely az ágazati kockázatot csökkenti. Ezzel együtt ez a monopolhelyzet, az értékesítés lehetőségeknél korlátként jelentkezik, mely gátat szabhat a fejlesztéseknek.
- Az értékesítés jelentős részét képező hatóság által rögzített lakossági szolgáltatási díjak csak szűkösön vagy esetlegesen nem is fedezik a szolgáltatás költségeit, melyet a kormány az állami tulajdonú szolgáltatóknál támogatás formájában finanszíroz. A kockázat abban van, hogy az ár és a támogatás mértéke esetleges, nem tervezhető.
- A rögzített szolgáltatási díjak mértéke nem a befektetői hozam elvárások kielégítését szolgálják, hanem a zavartalan működés feltételeinek szűkös fedezetét finanszírozza, ez növeli az ágazati kockázatot.
- A szolgáltatási árak jelentős függősége a beszerzési áráktól, mely növeli a kockázatot.

A VASIVÍZ ZRt termelési adatai, az értékesítés lehetőségei jól tervezhetőek, de a szolgáltatási díjak és a támogatások mértéke kevésbé prognosztizálható, ezért az ágazati kockázatot közepesenél nagyobb mértékben, 4 %-ban határoztuk meg.

Összességében a VASIVÍZ ZRt-nél használt diszkontrátát 9 %-ra becsüljük.

A diszkontált chas-flow adatait megalapozó üzleti terv feltétel rendszere:

2014 évekre prognosztizált üzleti terv: Me: eFt

**Ágazati eredményterv
2014. év**

Tevékenység	Árbevétel	Költség	Eredmény
Ivóvíz termelés és -szolgáltatás	2 509 250	2 472 050	37 200
Szennyvízelvezetés és -tisztítás	2 623 040	2 592 400	30 640
Elsődleges tevékenységek összesen	5 132 290	5 064 450	67 840
Ipari víz termelés és -szolgáltatás	3 500	3 500	0
Fürdő szolgáltatás	106 710	298 850	-192 140
Ipari szolgáltatás	400	400	0
Építőipari tevékenység	231 770	220 370	11 400
Építés saját részre	44 860	44 860	0
Alaptevékenységhez kapcsolódó egyéb szolgáltatás	65 960	53 910	12 050
Alaptevékenységen kívüli egyéb tevékenység	46 700	31 567	15 133
Másodlagos tevékenységek összesen	499 900	653 457	-153 557
Üzemi (üzleti) tevékenységek	5 632 190	5 717 907	-85 717
Pénzügyi műveletek	15 000	3 000	12 000
Szokásos vállalkozási tevékenység	5 647 190	5 720 907	-73 717
társaság működéséből eredő	45 560	45 560	0
törvényi előírás szerint*			0
Rendkívüli bevételek és ráfordítások	45 560	45 560	0
Mérlegszerinti eredmény			-73 717

Költség és Ráfordítás terv 2014. év

sor-szám	Megnevezés	2014. évi terv	
01.	Anyagköltség	510 568	
02.	Energiaköltség	684 300	
	villamos energia		431 900
	földgáz		125 800
	üzemanyag		126 600
03.	Igénybevett szolgáltatások	1 369 945	
	üzemeltetett eszközök használati díja		667 900
	idegen fenntartás		101 500
	Szentgotthárd bér munka díja		133 500
	szennyvíziszapelhelyezés		40 000
	távközlési, postai szolgáltatás		68 600
	egyéb igénybevett szolgáltatás		358 445
04.	Egyéb szolgáltatások	215 500	
05.	Eladott áruk, közvetített szolgáltatások	3 000	
I.	Anyagjellegű ráfordítás összesen (01.+02.+03.+04.+05.)	2 783 313	
06.	Béreköltség	1 551 709	
07.	Személyi jellegű egyéb kifizetések	165 970	
08.	Bérráulékok	455 295	
II.	Személyi ráfordítás összesen (06.+07.+08.)	2 172 974	
III.	Értécsökkenési leírás	290 200	
IV.	Egyéb ráfordítások	471 400	
	ebből: iparüzési adó		0
	közművezeték adó		347 000
	Üzemi (üzleti) ráfordítások összesen	5 717 887	
V.	Pénzügyi műveletek ráfordításai	3 000	
	Szokásos vállalkozási költségek és ráfordítások	5 720 887	
VI.	Rendkívüli ráfordítások	45 560	
	társaság működéséből eredő	45 560	
	törvényi előírás szerint *		
	Költségek és ráfordítások összesen	5 766 447	

A VASIVÍZ ZRt üzleti tervét a társaság vezetése készítette el, melyből a 2014. éves tervet a társaság igazgatósága elfogadott.

Az üzleti terv elkészítésének alapfeltételezése, hogy a társaság a jövőben is változatlan formában folytatja tevékenységét.

Az alábbiakban összefoglaljuk az üzleti terv készítésénél figyelembe vett feltételezéseket, trendeket:

- A jelenleg meglévő kapacitásokkal lehet számolni, jelentős szolgáltatási bővítés nem tervezhető.
- A Nemzetgazdasági Minisztérium, Adó - és Pénzügyekért Felelős Államtitkársága közzé tett egy 35 évre vonatkozó infláció előrejelzést, mely szerint az infláció mértéke 2,7% és 3,0 % között mozog évente. A társaság az üzleti terv készítésénél alkalmazott 3%-os infláció összhangban van a kormány előrejelzésével.
- Az egyéb költségként megjelenő beszerzéseknél is a 3%-os inflációs rátát becsülték.
- A társaságnak nincs a tulajdonosok által elfogadott közép és hosszú távú fejlesztési terve .
- 2014. évre az üzleti terv szerinti 346 500 eFt összegű amortizációból megvalósuló beruházás lett figyelembe véve. A fejlesztési támogatásból megvalósuló beruházás 396 560 e Ft . Összes tervezett beruházás 743 050 e Ft.
- Jelentős eszköz értékesítéssel nem számoltak.
- **Az uszoda keresztf finanszírozási problémái mivel a költségbázisú értékekésnél nem számoltunk az uszoda eszközértékével, a hozamokon történő értékelésnél az uszoda veszteségével sem számoltunk.**

A szabad cash-flow meghatározásához az előrejelzéseket 10 éves időtartamra célszerű figyelembe venni. A szakirodalom szerint, amennyiben a 10 éves terv elkészítésében sok a bizonytalansági tényező, akkor lehetőség van arra, hogy az 5. évre becsült nettó hozam jelenértékéből számoljunk maradvány értéket. Amennyiben az öt évre számolunk cash-flowt, akkor feltételezzük, hogy a befektetés döntő többsége 5 év alatt nem térül meg, azt követően is van hozama, és ezért az 5. év becsült diszkont ráta és az akkori adózott eredmény alapján kalkuláljuk a maradvány értéket.

Az üzleti terv adatai alapján az üzleti érték meghatározása:

Az üzleti terv szerint meghatározott adózott eredményből kiindulva, az alábbiak alapján számoltuk ki az évek során keletkező szabad pénzmennyiséget, az éves cash-flow-t.

- Adózott eredmény
- + értékcsökkenés
- + egyéb pénzmozgással nem járó költségek, ráfordítások (pl. értékvesztés)
- - egyéb pénzmozgással nem járó bevételek. (pl. halasztott bevételek feloldás)
- + kapott támogatások
- - beruházásokra fordítandó saját forrás
- +- hitelfelvétel és hitel visszafizetés állományváltozása.

A tíz (öt) évre kimutatott cash-flow értékét a diszkontráta segítségével jelenértékre számolva a tíz (öt) év cash-flow-jának jelenértéke adja a társaság értékét.

A társaság üzleti értékét az üzleti évekre meghatározott hozamok jelenértékének összege, és a maradvány értéke adja.

Nyitó cash	888 786				
Adózott eredmény eFt	-73 717	90 000	90 000	90 000	90 000
Értékcsökkenés eFt	290 200	300 000	310 000	320 000	330 000
Pénzmozgással nem járó bevétel eFt	180 050	22 181	16 500	2 678	3 949
Pénzmozgással nem járó költségek eFt	5	6	7	8	9
Kapott fejlesztési támogatás eFt		0	0	0	0
Hitel felvétel eFt				0	0
Hitel törlesztés eFt					
Beruházás eFt	-743 060	-350 000	-360 000	-370 000	-380 000
Cash-flow eFt	542 264	62 187	56 507	42 686	43 958
Diszont ráta %	9,00				
Jelenérték faktor	0,92	0,84	0,77	0,71	0,65
Jelenérték eFt	497 490	52 342	43 634	30 240	28 570

Jelenérték 2014-2018. évre eFt				652 275
Tőkésítési ráta %	9		Tőkésítési ráta %	9
			Maradványérték eFt	317 441
Üzleti érték összesen eFt			Üzleti érték összesen eFt	969 716
2% tulajdoni részesedés értéke eFt			2% tulajdoni részesedés értéke eFt	19 394

A módszer bizonytalansága az üzleti terv bizonytalanságával egyezik meg.

A bizonytalanság a szolgáltatás ár és támogatás szabályozásában van, a pontatlanság pedig a fejlesztések prognosztizálásában, és ezek eredményeként jelentkező hatások nem megfelelő részletezettséggel történő kidolgozása. Ezért úgy ítéljük meg, hogy kisebb kockázatot tartalmaz a becslésünk, ha csak 5 év terv adatait vesszük számba, és maradvány értékkel számolunk.

A VASIVÍZ ZRt tulajdonrész 100%-nak értéke, a jövedelemtermelő képessége alapján történő becslés szerint: 969 716 eFt, melyből a 2% tulajdoni részesedés 19 984 eFt.

II.6. Összegezve a VASIVÍZ Vas Megyei Víz és Csatornamű ZRt értékelését

Az piaci érték meghatározására alkalmazott két módszer alapján a VASIVÍZ ZRt 2%-os tulajdoni rész becsült értéke:

Költségbázisú értékelés alapján:	58 317 eFt
Jövedelemtermelő képesség alapján:	19 394 eFt

Az értékelési módszer ismertetésénél említettük, hogy eltérő lehet, illetve a módszerek sajátosságából adódóan, eltérőnek kell lenni a becslés eredményének.


Véleményük szerint a két különböző értékelési módszer közül, figyelembe véve az értékelés célját (részesedés vételi szándék, korlátozott befektetői érdekek) költségbázisú értékelés és a jövedelemtermelő képességen alapján becsült érték átlagát tartjuk reálisnak, melyet az alábbiakban felsorakoztatott érvekkel tudjuk alátámasztani:

- **A költségbázisú értékelésnél a hangsúly az eszközök értékelésén van, leginkább azok utánpótlási értéke a meghatározó. Ez akkor lényeges szempont, ha a befektető az eszközt üzemeltetni szeretné, a társaság működtetésével kíván elérni kedvező pozíciót . Ez esetben a befektetőnek érdeke fűződik az üzemeltetéshez.**
- **A tárgyi eszközök értékelésénél elfogadtuk a külső szakértő értékelésére vonatkozó módszert, de megítélésünk szerint amennyiben egy-egy eszközt értékesítését ténylegesen meg kellene valósítani ,nem realizálódnának ezek a piaci értékek. Ezzel nem az értékelés helyességét kérdőjelezzük meg, hanem a társaság speciális tevékenységére utalunk.**
- **Hangsúlyozni szeretnénk azt a tényt, hogy a víziközmű szolgáltatási tevékenység közüzemi szolgáltatásnak minősül, mely alapján az önkormányzati tulajdonosnak nem lehet célja az eszközök értékesítése, mivel biztosítania kell a szolgáltatást. Csak részleges eszközértékesítés történhet.**
- **A hozamon alapuló értékelés , becslési eljárás sem ad kielégítő eredményt mivel a befektető célja nem lehet az , hogy a részesedés megvásárlásra fordított tőkével az elvárásainak megfelelő hozamot, vagy pénzügyi előnyt szerezzen. A tevékenységnél csak mérsékelt hozam elérésére ad a gazdasági környezet lehetőséget, és hosszabb távra nem tervezhető, és az elérhető hozamoknak nagy a bizonytalansági faktora.**


A fenti érvek alapján , mivel a két értékelési eljárás egyike sem ad megbízható értéket, két módszer alapján készült értékelés átlagában javasoljuk az értéket megállapítani.

A VASIVÍZ Vas Megyei Víz és Csatornamű Zrt 2% tulajdoni részének üzleti értékét 38 856 e Ft-ban határozzuk meg.

Szombathely, 2014. április 25.


Szabó Anna
Audikont Kft. ügyvez.ig.




Németh Tamás
Bejegyzett könyvvizsgáló