

სს გრინ დაზღვევა საქართველოს (ს/ნ: 404990435)

**B კლასის აქციების სატენდერო შეთავაზების
ფასის შეფასება**

კომპანიის წილის საბაზრო ღირებულების შეფასების ანგარიში

2023 წლის 11 დეკემბრის

მდგომარეობით

22 დეკემბერი, 2023 წ.

შინაარსი

რეზიუმე.....	3
1. სამუშაოს მასშტაბები.....	- 4 -
1.1. შემფასებელი და დამკვეთი.....	- 4 -
1.2. საშემფასებლო დავალება.....	- 4 -
1.3. ჩატარებული გამოკვლევის მოცულობა, ხასიათი და შეზღუდვები.....	- 5 -
1.4. გამოყენებული ინფორმაციის ხასიათი, წყაროები და შემზღუდავი პირობები.....	- 5 -
1.5. დაშვებები და სპეციალური დაშვებები.....	- 6 -
1.6. შეფასების ხარისხი.....	- 6 -
2. შესაფასებელი ობიექტის აღწერა და ბაზრის მიმოხილვა	- 7 -
2.1. შესაფასებელი ობიექტის აღწერა	- 7 -
2.2. ბაზრის მიმოხილვა.....	- 10 -
2.3. აღრიცხვის მიმოხილვა	- 16 -
2.4. ფინანსური მიმოხილვა და კორექტირებები.....	- 19 -
3. შეფასება.....	- 20 -
3.1. შეფასების მეთოდოლოგია.....	- 20 -
3.2. დისკონტირებული ფულადი ნაკადების მეთოდი	- 22 -
3.3. მოდელის ვერიფიკაცია.....	27
3.4. საბოლოო ღირებულების განსაზღვრა.....	28
4. შეფასების შედეგები	30
5. დანართები.....	31

რეზიუმე

22 დეკემბერი 2023

შპს „ქროუ ჰორვათ ჯე“ (ს/ნ 405045570) წარმოგიდგენთ შემფასებლის ანგარიშს.

შეფასების ობიექტი და დავალება:

2023 წლის 11 დეკემბრის მდგომარეობით, სს მეტრო ავრასია ინვესტმენტ ჯორჯიას (404392359) მიერ განსახორციელებელი, სს გრინ დაზღვევა საქართველოს (ს/ნ: 404990435) B კლასის აქციების, სავალდებულო სატენდერო შეთავაზების ფასის განსაზღვრა, "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" კანონის 15 და 15 პრიმა 1 მუხლის შესაბამისად;

სხვა სავარაუდო მომხმარებელი: შემფასებელს ესმის, რომ ანგარიშის წარდგენა შეიძლება მოხდეს საქართველოს ეროვნულ ბანკში, აღნიშნული ორგანოს დაინტერესების შემთხვევაში და საქართველოს სასამართლოებში.

მოცემული საშემფასებლო ანგარიში წარმოდგენილია 1-30 გვერდებზე და განკუთვნილია სს მეტრო ავრასია ინვესტმენტ ჯორჯიას (404392359) მენეჯმენტის ინფორმირებისათვის.

ვადასტურებ, რომ შეფასება განხორციელდა საერთაშორისო საშემფასებლო სტანდარტების შესაბამისად, რომლებიც გამოცემულია საერთაშორისო საშემფასებლო სტანდარტების კომისიის მიერ.

საბოლოოდ, შემფასებლის კვლევისა და ანალიზის საფუძველზე, დასკვნაში წარმოდგენილი შეზღუდვების გათვალისწინებით, სს გრინ დაზღვევა საქართველოს (ს/ნ: 404990435) B კლასის აქციების სატენდერო შეთავაზების ფასი შესახებ მოსაზრება, 2023 წლის 11 დეკემბრის მდგომარეობით, შეადგენს **1 აქცია – 2.12873 ლარს**

პატივისცემით,



შემფასებელი ნიკოლოზ ოსტაპენკო

1. სამუშაოს მასშტაბები

1.1. შემფასებელი და დამკვეთი

შპს „ქროლ ჰორვატ ჯე“ (ს/ნ 405045570) და ნიკოლოზ ოსტაპენკო (პ/ნ 01008026183) (შემდგომში შემფასებლები) წარმოადგენს წინამდებარე ანგარიშის 1.2. პუნქტში განსაზღვრული შესაფასებელი ობიექტების შეფასების ანგარიშს.

შემფასებელი ნიკოლოზ ოსტაპენკო (პ/ნ: 01008026183) შემფასებელი წარმოადგენს საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს სსიპ აკრედიტაციის ერთიანი ეროვნული ორგანოს - აკრედიტაციის ცენტრის (აკრედიტაციის ნომერი GAC-PC-0010 ISO/IEC 17024:2012/2014) მიერ აკრედიტირებული სერტიფიცირების ორგანოს გაცემული უძრავი ქონების (სერტიფიკატის N A-1299, მოქმედების ვადა 25.10.2025), მოძრავი ქონების (სერტიფიკატის N P-0854, მოქმედების ვადა 05.04.2025) და ბიზნესის (სერტიფიკატის N B-0116, მოქმედების ვადა 05.04.2025) სერტიფიცირებულ შემფასებელს. შემფასებელი პასუხს აგებს ქვემოთ აღწერილი მომსახურების შესრულების ხარისხზე.

დამკვეთი სს მეტრო ავრასია ინვესტმენტ ჯორჯიას (404392359) მენეჯმენტი.

სხვა სავარაუდო მომხმარებელი: შემფასებელს ესმის, რომ ანგარიშის წარდგენა შეიძლება მოხდეს საქართველოს ეროვნულ ბანკში.

1.2. საშემფასებლო დავალება

შესაფასებელი ობიექტი	სს გრინ დაზღვევა საქართველოს (ს/ნ: 404990435) B კლასის აქციების ჯამური ღირებულება
შეფასების მიზანი	B კლასის აქციების, სავალდებულო სატენდერო შეთავაზების ფასის განსაზღვრა, "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" კანონის 15 და 15 პრიმა 1 მუხლის შესაბამისად
შეფასების ვალუტა	ლარი
შეფასების თარიღი	2023 წლის 31 ოქტომბერი
დასკვნის შედგენის თარიღი	2023 წლის 24 ნოემბერი.
ღირებულების განსაზღვრება	<p>საბაზრო ღირებულება არის შეფასებითი (გაანგარიშებითი) თანხა, რომელითაც, აქტივი ან ვალდებულება უნდა გაიყვასოს შეფასების თარიღისათვის, გარიგების მსურველ მყიდველსა და დაინტერესებულ გამყიდველს შორის, სათანადო მარკეტინგული ღონისძიებების შემდეგ, "გაშლილი მკლავის" პრინციპით დადებულ გარიგებაში, როდესაც თითოეული მხარე მოქმედებს გათვითცნობიერებულად, წინდახედულად და ძალდატანების გარეშე" (შსს 104.30.1.).</p> <p>საბაზრო ღირებულება აღქმულ (გაგებულ) უნდა იქნას, როგორც აქტივის ღირებულება, რომელიც გამოთვლილია მის გაყიდვასთან ან ყიდვასთან დაკავშირებული დანახარჯების და გარიგებასთან დაკავშირებული გადასახადების გარეშე.</p>
გამოყენებული შეფასების	საერთაშორისო საშემფასებლო სტანდარტები.

სტანდარტები¹	
კონფიდენციალობა	არ შეიძლება ანგარიშის გასაჯაროება, გამოქვეყნება ან/და მასზე მითითება რაიმე საჯარო დოკუმენტში. „ანგარიში“ განკუთვნილია მხოლოდ იმ პირისათვის, რომელიც მითითებულია დამკვეთად და მხოლოდ წინამდებარე ანგარიშით განსაზღვრული მიზნით. შემფასებელი არ იღებს პასუხისმგებლობას ანგარიშის ან მისი ნაწილის მესამე მხარის მიერ გამოყენების შემთხვევაში. ანალიზი, მოსაზრებები და დასკვნები, რომელსაც შეიცავს ანგარიში სწორია მასში აღნიშნული შეზღუდვების და დაშვებების ფარგლებში, რომლებიც მოცემული ანგარიშის განუყოფელ ნაწილს წარმოადგენს;
შეფასების გამოყენება	მოცემული დასკვნა მომზადებულია წინამდებარე ანგარიშით განსაზღვრული მიზნით და შემფასებელი არ იძლევა აღნიშნული ანგარიშის სხვა მიზნებისათვის გამოყენების უფლებას.
დამატებითი განმარტება შეფასების ობიექტის შესახებ	საბაზრო ფასი განისაზღვრება საწარმოს ღირებულებას გამოკლებული მის ვალებთან ან ვალთან დაკავშირებული ვალდებულებების ღირებულება დამატებული ამ ვალდებულებების დასაფარად ხელმისაწვდომი ნებისმიერი ფულადი სახსრები ან ფულადი სახსრების ექვივალენტები.

1.3. ჩატარებული გამოკვლევის მოცულობა, ხასიათი და შეზღუდვები

შემფასებლებმა გამოიკვლიეს 2017-2023 წელს საქართველოს მაკროეკონომიკური მდგომარეობა, სადაზღვეო სექტორში არსებული მდგომარეობა, განვითარებად ბაზრებზე სადაზღვეო ბაზრის რისკები და შეაფასეს შესაფასებელი ობიექტის ტიპის აქტივების ბაზარზე არსებული კონიუნქტურა. გამოკვლევის ობიექტი იყო „შესაფასებელი აქტივის“ სხვადასხვა ელემენტები, ყიდვა-გაყიდვის ოპერაციები, შემოსავლის გენერირებასთან დაკავშირებული პარამეტრები, როგორც კომპანიის მიერ მოწოდებული ინფორმაციაზე დაყრდნობით, ასევე ბაზრის ანალიზის მიხედვით (საჯაროდ ხელმისაწვდომი ინფორმაციის გამოყენებით ჩატარებული გამოკვლევის საფუძველზე).

1.4. გამოყენებული ინფორმაციის ხასიათი, წყაროები და შემზღუდავი პირობები

ინფორმაციის ხასიათი და წყაროები

„ანგარიში“ მომზადებულია დამკვეთის მიერ ჩვენთვის მოწოდებული დოკუმენტაციის (კომპანიის ბრუნვათა უწყისები, კომპანიის მიერ მოწოდებული განმარტებების), საჯაროდ ხელმისაწვდომი ინფორმაციის (სახელმწიფო სტატისტიკის სამსახურის, საქართველოს ეროვნული ბანკის, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, საჯაროდ გამოქვეყნებული ფინანსური ანგარიშგებები, პერიოდულ გამოცემებში გამოქვეყნებულ ინფორმაცია, როგორცაა კოლიერსის სასტუმროების კვლევა და სხვა). თუ აქ წარმოდგენილი მონაცემები და ინფორმაცია არასწორი აღმოჩნდება ან შეიცვლება, ამან შეიძლება დოკუმენტის საიმედოობაზე იმოქმედოს. წინამდებარე „ანგარიში“ ასახავს თუ როგორ გვესმის საგნისათვის აქტუალური მეთოდოლოგიური საფუძვლები და პრინციპები. დროთა განმავლობაში შეიძლება შეიცვალოს მეთოდოლოგიური საფუძვლები და

¹ წინამდებარე ანგარიშში გამოყენებული ტერმინების დასაზუსტებლად იხილეთ შეფასების საერთაშორისო სტანდარტები 2022

პრინციპები, ასეთი ცვლილებების შემთხვევაში შეიძლება საჭირო გახდეს მოცემული „ანგარიშის“ შინაარსის განახლება.

1.5. დაშვებები და სპეციალური დაშვებები

დაშვებები:

- ✓ ინფორმაცია, შეფასებები და მოსაზრებები, რომელსაც მოიცავს მოცემული დასკვნა, მიღებულია იმ წყაროებზე დაყრდნობით, რომელიც შემფასებლის მიერ მიჩნეულ იქნა სანდოდ. ამასთან, შემფასებელი პასუხს არ აგებს ამ წყაროებიდან მიღებულ ინფორმაციებზე (იხ. „ანგარიშში“ გამოყენებული ინფორმაციის ხასიათი, წყაროები და შემზღუდავი პირობები);
- ✓ შემფასებელი უშვებს, რომ შესაფასებელ კომპანიას აქვს ყველა აუცილებელი ლიცენზია, გადაწყვეტილება, სერთიფიკატი და შეთანხმება, რომელიც საჭიროა მისი ფუნქციონირებისათვის და აუცილებლობის შემთხვევაში, მათი გაგრძელება შესაძლებელია მომავალშიც;
- ✓ კომპანიის მიერ წარმოდგენილი ინფორმაცია არ გადამოწმებულა და ჩაითვალა, რომ ისინი სანდოა, სწორად ასახავენ კომპანიის მიმდინარე მდგომარეობას და შეესაბამება ბუღალტრული აღრიცხვის მიღებულ სტანდარტებს, თუ სხვა რამ არ იქნება მითითებული;
- ✓ შემფასებელს არ მოუხდენია კომპანიის მფლობელობაში არსებული ძირითადი საშალებების და სასაქონლო მატერიალური ფასეულობების ისპექტირება, იქედან გამომდინარე, რომ კომპანია აწარმოებს ინვენტარიზაციას² და ბუღალტრული აღრიცხვა იძლევა საშუალებას განხორციელდეს დაკვირვება ოპერაციებზე უწყვეტად კომპანიის მიერ წარმოდგენილი ფინანსური უწყისები და სააღრიცხვო დოკუმენტები ჩაითვალა სანდოდ;
- ✓ ვუშვებთ, რომ არ არსებობს რაიმე დამალული ან ფარული საკუთრების პირობები, რომელსაც შეიძლება ჰქონდეს გავლენა აქტივის ღირებულებაზე;
- ✓ მომავალში მოსალოდნელი მაჩვენებლების შეფასებები და მოლოდინები ეფუძნება კომპანიის მენეჯმენტის მიერ მოწოდებულ ინფორმაციას შემოსავლებისა და ხარჯების სტრუქტურაზე და აგრეთვე, ბაზრისა და კომპანიის სტრუქტურის ანალიზს;
- ✓ შემფასებელი უშვებს, რომ კომპანიის წილის რეალიზაციის დროს დამფუძლებლის და ურთიერთდამოკიდებული პირების ვალდებულებები გადაყვება, ამრიგად მათი ღირებულება კაპიტალის ნაწილად არ იქნება განხილული.

სპეციალური დაშვებები:

- ✓ იქიდან გამომდინარე, რომ კომპანია არ გააჩნია აუხსნელი ცვლადები, განხორციელდა დაშვება, რომ კომპანიის ფინანსური ანგარიშგება სწორად ასახავს კომპანიის მიმდინარე მდგომარეობას და შეესაბამება ბუღალტრული აღრიცხვის მიღებულ სტანდარტებს. თუ აუდიტის შედეგად გამოვლინდა მნიშვნელოვანი სხვაობები ამან ანგარიშის საიმედოობაზე შეიძლება იქონიოს გავლენა და საჭირო გახდეს მიღებული შედეგების გადახედვა.

1.6. შეფასების ხარისხი

² კომპანიაში უკანასკნელი სმფ-ების ინვენტარიზაცია ჩატარებულია 31-08-2023, ხოლო ძირითადი საშუალებების ინვენტარიზაცია 31-12-2022 წელს.

მოცემულ ანგარიშის ხელის მომწერი შემფასებლები (შემდგომში შემფასებლები) ნამდვილად ადასტურებენ, რომ მათ ხელთ არსებული მონაცემების მიხედვით:

- ✓ მხედველობაში იქნა მიღებული ყველა მნიშვნელოვანი ფაქტორი, რომელიც გავლენას ახდენს შესაფასებელი ობიექტის ღირებულებაზე. ბოროტი განზრახვით არ ყოფილა უგულვებელყოფილი რაიმე ინფორმაცია. ყველა ინფორმაცია, რომელსაც აღნიშნული აქტივის შეფასებასთან აქვს კავშირი, წარმოდგენილია წინამდებარე ანგარიშში;
- ✓ ანგარიშში წარმოდგენილი ინფორმაცია არის სარწმუნო და შეესაბამება სინამდვილეს.
- ✓ ღირებულების შეფასების სხვადასხვა შედეგები, რომელიც წარმოდგენილია მოცემულ ანგარიშში, შეესაბამება მხოლოდ მოცემულ შეფასებას და არ შეიძლება გამოყენებული იქნას მოცემული ანგარიშის კონტექსტის გარეშე. ეს შეფასება ნამდვილია მხოლოდ შეფასების თარიღისათვის ან ანგარიშში მოცემული თარიღებისათვის და მხოლოდ შეფასების მიზნისათვის;
- ✓ ანალიზი, მოსაზრებები და დასკვნები, რომელსაც შეიცავს ანგარიში ეკუთვნის შემფასებლებს და სწორია აღნიშნული შეზღუდვების და დაშვებების ფარგლებში, რომლებიც მოცემული ანგარიშის განუყოფელ ნაწილს წარმოადგენს;
- ✓ შემფასებლებს არც ამჟამად და არც მომავალში არ გააჩნიათ რაიმე დაინტერესება შესაფასებელ ობიექტთან და მოქმედებენ მიუკერძოებლად. შემფასებლებს არ გააჩნიათ რაიმე დაინტერესება ან კავშირი მხარეებთან, რომლებიც დაკავშირებულნი არიან შესაფასებელ ქონებასთან. შემფასებლის ჰონორარი არ არის დამოკიდებული ობიექტის საბოლოო ღირებულებაზე. ასევე, იმ გარემოებებზე, რომლებიც შეიძლება წამოიჭრას დამკვეთის ან მესამე პირის მიერ ანგარიშში მოცემული დასკვნების გამოყენების შედეგად;
- ✓ „შეფასების ანგარიში“ წარმოადგენს მხოლოდ შემფასებლის პროფესიულ დასკვნებს და შესაბამისი სხვა სავარაუდო მომხმარებლების მიერ არ უნდა ჩაითვალოს გამოთქმული შეფასებები რწმუნებად. ამ დოკუმენტში წარმოდგენილი ანალიზი არ არის სავალდებულო სხვა სავარაუდო მომხმარებლებისათვის და არ უნდა ჩაითვალოს იმის რწმუნებად, რომ სხვა სავარაუდო მომხმარებლები აუცილებლად დაეთანხმება შემფასებლის დასკვნებს, ან სხვა სავარაუდო მომხმარებლების მიერ საწინააღმდეგო აზრის გამოთქმის შემთხვევაში დამკვეთს რაიმე უპირატესობა ექნება.
- ✓ ჩატარდა და ანგარიში დაიწერა მოქმედი შეფასების საერთაშორისო სტანდარტების (IVS 2022) მოთხოვნების შესაბამისად.

2. შესაფასებელი ობიექტის აღწერა და ბაზრის მიმოხილვა

2.1. შესაფასებელი ობიექტის აღწერა

კომპანიის შესახებ	
იურიდიული მისამართი:	საქართველო, თბილისი, საბურთალოს რაიონი, ა. კალანდამის ქ., №4
საიდენტიფიკაციო ნომერი:	404990435
საქმიანობის სფერო:	კომპანია ეწევა სადაზღვევო საქმიანობას და მომხმარებლებს სთავაზობს სახმელეთო ავტოსატრანსპორტო საშუალებათა, უბედური შემთხვევების, ქონების, პასუხისმგებლობის და სხვა ტიპის დაზღვევას.

წილი სხვა საწარმოებში:	არ ფიქსირდება
დაფუძნების თარიღი:	13/05/2013
დამფუძნებლები:	
მმართველი ორგანო:	<ul style="list-style-type: none"> • საერთო კრება • სამეთვალყურეო საბჭო <p>თავმჯდომარე/წევრი: რაულ კახაძე, 1009005265 თავმჯდომარის მოადგილე/წევრი: ირაკლი სირაძე, 01010005299 წევრი: ოზგურ გუვენ, 47533193274, S20533009 /თურქეთი/ წევრი: ლაშა ნიკოლაძე, 01024019264</p> <p>ხელმძრვანელობა და წარმომადგენლობა ფინანსური დირექტორი - ლევან ელიაური, 01013004758 , სადამფუძნებლო შეთანხმებით განსაზღვრული გენერალური დირექტორი - ეკა ცენტერაძე, 01006008925 ერთპიროვნული ირაკლი გველესიანი, 01019049484 ,სადამფუძნებლო შეთანხმებით განსაზღვრული გაყიდვების დირექტორი</p>
საკუთრებაში არსებული არასაოპერაციო უძრავი ქონება:	არ ფიქსირდება
სხვა არასაბალანსო აქტივები:	არ ფიქსირდება

კომპანიის საქმიანობა

კომპანიის მომსახურება შეიძლება პირობითად შემდეგ ჯგუფებად დაიყოს:

- 1) პასუხისმგებლობის დაზღვევა
 - სამოქალაქო/ზოგადი პასუხისმგებლობის დაზღვევა
 - პროფესიული პასუხისმგებლობის დაზღვევა
 - დამქირავებლის პასუხისმგებლობის დაზღვევა
 - გადამზიდველის პასუხისმგებლობის დაზღვევა
 - საერთაშორისო ექსპედიტორის პასუხისმგებლობის დაზღვევა
 - დასაქმებულთა უბედური შემთხვევისგან დაზღვევა
 - აუდიტორთა პროფესიული პასუხისმგებლობის დაზღვევა
- 2) ავტომობილის დაზღვევა
 - ავტომობილის დაზღვევა
 - ავტომობილის დაზღვევა მესამე პირის წინაშე პასუხისმგებლობის დაზღვევით
 - ავტომობილის დაზღვევა მძღოლისა და მგზავრების დაზღვევით
- 3) მოტოციკლის დაზღვევა
 - მოტოციკლის დაზღვევა
 - მოტოციკლის დაზღვევა მესამე პირის წინაშე პასუხისმგებლობის დაზღვევით
 - მოტოციკლის დაზღვევა მძღოლისა და მგზავრების დაზღვევით
- 4) ქონების დაზღვევა
 - ქონების დაზღვევა (შენობა-ნაგებობები, აგარაკი, ბინა, სახლი, ოფისები, საწყობები-საცავები, პროდუქცია-საქონელი-მარაგები, ავეჯი-ინვენტარი)
- 5) ტვირთის დაზღვევა
 - ტვირთის დაზღვევა
- 6) სამოგზაურო დაზღვევა
 - სამოგზაურო დაზღვევა სამედიცინო მომსახურება
 - სამოგზაურო დაზღვევა ბარგის დაკარგვა/დაზიანება
 - სამოგზაურო დაზღვევა ბარგის დაზიანება
 - სამოგზაურო დაზღვევა რეისის გადადება

- სამოგზაურო დაზღვევა სამედიცინო მომსახურება

კომპანიის სადაზღვევო მომსახურება წარმოადგენს სტანდარტულ მომსახურებას, რომელიც პრინციპულად არ განსხვავდება კონკურენტების მომსახურებისგან და ფასებისაგან. კომპანიის ტერიტორიული დივერსიფიკაციის დონე სტანდარტული სადაზღვევო კომპანიის საშუალო საბაზრო დონესთან მიახლოებულია.

კომპანიაში დასაქმებულია 21 თანამშრომელი. კომპანიას ყავს სამეთვალყურეო საბჭო, მართავს გენერალური დირექტორი. ადმინისტრაციული თვალსაზრისით კომპანიას გააჩნია საფინანსო, გაყიდვების, ზარალების, მარკეტინგის, იურიდიული და ლოჯისტიკის მიმართულება.

კომპანიას გააჩნია 1 ოფისი თბილისში, რომელიც იჯარით არის აღებული.

კომპანიის პარტნიორები

კომპანია წარმოადგენს სააქციო საზოგადოებას.

კომპანიას გამოშვებული აქვს 15 000 000 ერთეული აქცია, კერძოდ სამი ტიპის აქცია: AA კლასი - 1 650 000 ერთეული (1 აქციის ნომინალური ღირებულება 1 ლარი, 1 აქცია = 15 ხმა), A კლასი - 4 350 000 ერთეული (1 აქციის ნომინალური ღირებულება 1 ლარი, 1 აქცია = 1 ხმა), B კლასი - 4 100 000 ერთეული (1 აქციის ნომინალური ღირებულება 1 ლარი, 1 აქცია = 1 ხმა, B კლასის აქციათა მფლობელი არ მონაწილეობს სამეთვალყურეო საბჭოს წევრის არჩევის, მისი უკან გამოწვევის/განთავისუფლების პროცესში).

2023 წლის 11 დეკემბრის მდგომარეობით:

- AA კლასი - სს მეტრო ავრასია ინვესთმენტ ჯორჯია (ს/ნ 404392359) – 1 650 000 ერთეული ფასიანი ქაღალდი (100%);
- A კლასი - სს მეტრო ავრასია ინვესთმენტ ჯორჯია (ს/ნ 404392359) – 4 350 000 ერთეული ფასიანი ქაღალდი (100%).
- B კლასი - სულ განთავსებული აქციებია 4 051 059 ცალი. სს მეტრო ავრასია ინვესთმენტ ჯორჯია (ს/ნ 404392359) – 3 770 000 ერთეული ფასიანი ქაღალდი (93.06%), ხოლო დანარჩენი აქციები სხვა პირების საკუთრებაშია. B კლასის აქციების სულ 9 000 000 აქციის ემისია არის განხორციელებული, თუმცა, არ არის განთავსებული. შესაბამისად აღნიშნული აქციები არ მონაწილეობენ B კლასის აქციების შეფასებაში

სამეთვალყურეო საბჭოს წევრის არჩევის, მისი უკან გამოწვევის/განთავისუფლების პროცესში ხმათა 100% ფლობს სს მეტრო ავრასია ინვესთმენტ ჯორჯია (ს/ნ 404392359). ხოლო ყველა სხვა გადაწყვეტილებაში ყველა კლასის აქციის გათვალისწინებით სს მეტრო ავრასია ინვესთმენტ ჯორჯია (ს/ნ 404392359) ფლობს ხმათა 99.15%. B კლასის აქციების წილის ხმების უფლება მთლიან აქციებში არის 12.20%. განთავსებული B კლასის აქციების წილის მთლიან აქციებში არის 40.3%

სადაზღვევო საქმიანობის განხორციელების ყველა ეტაპზე მზღვეველის კაპიტალის მინიმალურ ოდენობას განსაზღვრავს სამსახური დაზღვევის სახეობებისა და დაზღვევის ფორმების მიხედვით, ამ ოდენობის შევსებისათვის სამსახურის მიერვე დადგენილი წესის შესაბამისად. ამასთანავე, სადაზღვევო საქმიანობის განხორციელების ყველა ეტაპზე მზღვეველის კაპიტალის მინიმალური ოდენობა არ უნდა იყოს გაანგარიშებით მიღებული გადახდისუნარიანობის მარჯის ოდენობის 1/3-ზე ნაკლები.

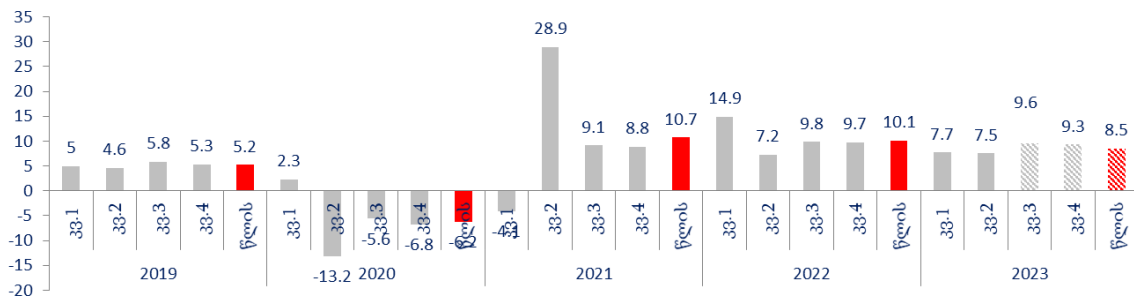
2.2. ბაზრის მიმოხილვა

ეკონომიკა პირდაპირ გავლენას ახდენს ყველა ბიზნეს აქტივობაზე. მშპ (მთლიანი შიდა პროდუქტი), რომელიც წარმოადგენს ეკონომიკური ზრდის მთავარ ინდიკატორს, შესდგება სამი კომპონენტისაგან: 1) მოხმარება (რომელიც დამოკიდებულია კერძო სექტორის განკარგვად შემოსავალზე); 2) ინვესტიციები ბიზნესში (საწარმოები, მოწყობილობები და სხვა); 3) მთავრობის ხარჯები;

ცვლილებები საპროცენტო განაკვეთებსა და დასაქმების დონეში განსაზღვრავენ კერძო განკარგვად შემოსავლებს და შესაბამისად მოხმარებას. დაბალი საპროცენტო განაკვეთები ამცირებენ ფინანსურ ხარჯებს ბიზნეს ინვესტიციებზე ძირითად საშუალებებსა და ინვენტარში და ბაზრის განვითარების ძირითადი მამოძრავებელი მაჩვენებელია. ქვემოთ მოცემულია ამ და სხვა ეკონომიკური ფაქტორების შეფასება და მათი გავლენა საწარმოო საქმიანობაზე.

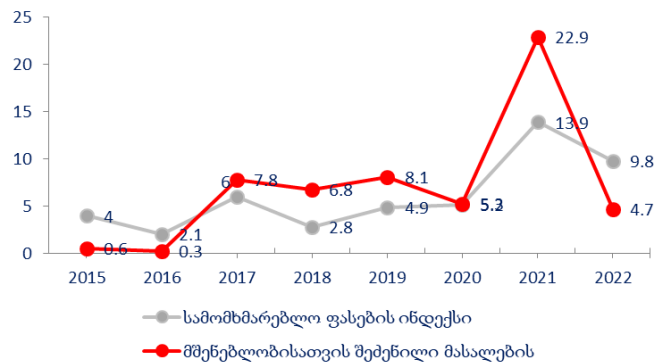
ეროვნული ბანკის მიმდინარე პროგნოზით, 2023 წელს ზრდა 10% იქნება. ISET-ის კვლევითი ინსტიტუტის მიხედვით კი ზრდა 8.5% უნდა იყოს. ეროვნული ბანკის იანვრის ანგარიშის მიხედვით 2022 წლის პირველ კვარტალში ზრდის მთავარი განმაპირობებელი ფაქტორი საოჯახო მეურნეობების მხრიდან მოთხოვნის გააქტიურება იყო. ამ თვალსაზრისით აღსანიშნავია, რომ წინა წელთან შედარებით უცხოელ ვიზიტორთა რაოდენობა 2-2,5 ჯერ მაღალია. 2022 წლის მეორე კვარტალში ზრდის მთავარი განმაპირობებელი ფაქტორი იყო ინვესტიციების ზრდა. მეორე და მესამე კვარტალში კი წმინდა ექსპორტის ზრდა იყო. 2023 წლის მეორე კვარტალში კი მოხმარების ზრდა.

მშპ რეალური ზრდის ტემპები



წყარო: geostat.ge და iset-pi.ge

სტატისტიკის სამსახურის მონაცემებით 2021 წელს რეალური მშპ ზრდა იყო 10.5%. ეროვნული ბანკის მიმდინარე პროგნოზით, 2022 წელს რეალური მშპ 9-10%-ით გაიზრდება, ხოლო 2023 წლის პროგნოზი კი, 4%-იანი ზრდაა.



წყარო: geostat.ge

სტატისტიკის სამსახურის მონაცემებით 2021 წლის დეკემბერში წინა წლის დეკემბერთან შედარებით ინფლაცია იყო 13.9%. 2022 წლის ნოემბრის მდგომარეობით წინა წლის ნოემბერთა შედარებით ინფლაცია 10,3%-ს შეადგენს. ბოლო 5 წლის საშუალო ინფლაციის მაჩვენებელი 6,3%, მაშინ როცა მიზნობრივი ინფლაციის მაჩვენებელი 3%-ს შეადგენს. ინფლაციის მიზნობრივ, მაჩვენებელს მნიშვნელოვნად აღემატება ფაქტიური ინფლაცია. მოთხოვნის ფაქტორების გაძლიერებამ შექმნა ფასების ზრდის რისკები შედეგად ეროვნულმა ბანკმა რეფინანსირების განაკვეთი ჯერ 10.5%-მდე გაზარდა, ხოლო შემდგომ კი 11%-მდე. ნომბრის მდგომარეობით რეფინანსირების განაკვეთი 10%-ს შეადგენს.

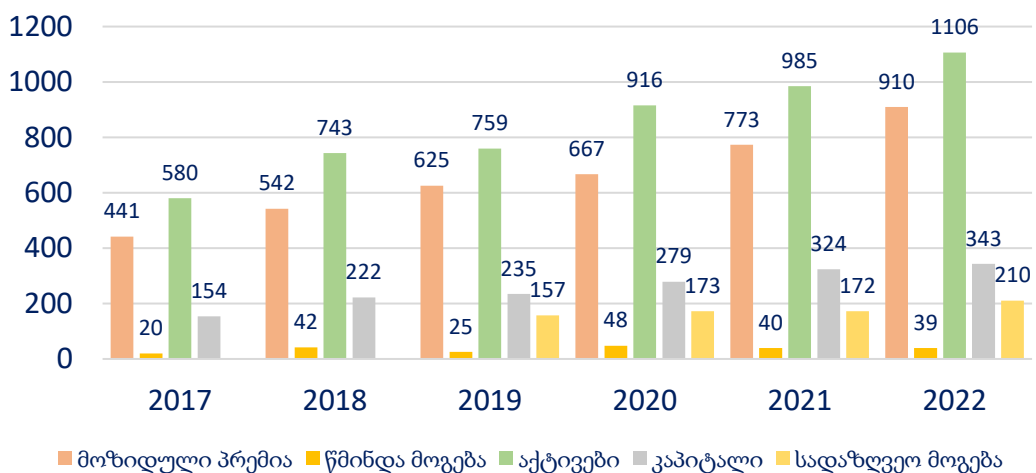
წლიური ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი, „საქართველოს 2024 წლის სახელმწიფო ბიუჯეტის შესახებ“ საქართველოს კანონის პროექტის მიხედვით არის 5,6%, ხოლო მიზნობრივი ინფლაციის მაჩვენებელი 3%. საერთაშორისო სავალუტო ფონდის პროგნოზით საქართველოს რეალური ზრდა 2024 წელს შეადგენს 4.8%, ხოლო 2025-2028 წლებისათვის 5.2%. განვითარებადი ქვეყნების საპროგნოზო რეალური ეკონომიკური ზრდა 2024-2028 წლებისათვის შეადგენს 3.9-4.1%, ხოლო მსოფლიო ეკონომიკის რეალური ზრდის ტემპები 2.9-3.2%. გრძელვადიან პერიოდში ჩვენ შეგვიძლია რეალური ზრდა საშუალო განვსაზღვროთ 5%, ხოლო ინფლაცია 3%, შედეგად გრძელვადიან პერიოდში ზრდის ტემპი იქნება 8%.

სექტორის მიმოხილვა

ქართულ ბაზარზე სულ 18 სადაზღვეო კომპანია ოპერირებს. სადაზღვეო ბაზრის მოცულობა 2017 წლის მდგომარეობით იყო 441 მლნ ლარი, ხოლო 2022 წელს 910 მლნ ლარ. პროგნოზირებული წლიური ზრდის ტემპი (CAGR) დაახლოებით 16% . აქტივების მოცულობის ზრდა 14%, ხოლო კაპიტალის ზრდა 17%. მოგების საშუალო წლიური ზრდა კი 28%, ხოლო სადაზღვეო მოგების ზრდა 11%.

სახმელეთო ტრანსპორტის გამოყენებასთან დაკავშირებული სამოქალაქო პასუხისმგებლობის დაზღვევის წილი მთლიან პრემიაში 6-9%-მდე მერყეოდა. ბაზრის ლიდერ წარმოადგენს ჯი პი აი ჰოლდინგი, რომელსაც ბაზრის დაახ. 19% უჭირავს, ხოლო სს გრინ დაზღვევა საქართველოს დაახ. 0.4%.

ძირითადი მაჩვენებლები



წყარო: <https://insurance.gov.ge/>

სს “გრინ დაზღვევა საქართველო”-ს არ აქვს სამედიცინო და სიცოცხლის დაზღვევა, რაც აქნიშნული სექტორის თითქმის 50%-ს შეადგენს.

ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი მაჩვენებელი ბაზარზე არის მოზიდული სადაზღვევო პრემიის მოცულობა: სულ დამდგარი ზარალის და გამომუშავებული პრემიის თანაფარდობა 2022 წელს საშუალოდ 57.47%-ს შეადგენს. ნეტო დამდგარი ზარალის და ნეტო გამომუშავებული პრემიის თანაფარდობა 2022 წელს საშუალოდ 61.65%-ს შეადგენს. სულ ანაზღაურებული სადაზღვევო ზარალის და გამომუშავებული პრემიის თანაფარდობა 2022 წელს საშუალოდ 54.43%-ს შეადგენს. მოქმედი პოლიების რაოდენობა სამედიცინო დაზღვევის სახეობებში 682,152 ერთეულია, რაც მოსახლეობის მხოლოდ 18%-ია. მოქმედი პოლიების რაოდენობა სახმელეთო სატრანსპორტო საშუალებათა დაზღვევის სახეობებში 114,447 ერთეულია, რაც რეგისტრირებული ავტომობილების მხოლოდ 7%-ია.

სადაზღვევო სექტორში კონკურენცია მაღალია, პირობები და განაკვეთები პრაქტიკულად იდენტურია. ბაზარზე ჩანს ოლიგოპოლიას, ვინაიდან ყველაზე დიდი 5 მოთამაშე ბაზარზე იკავებს ბაზრის თითქმის 80 პროცენტს. ბაზარზე შესვლა და გამოსვლასთან დაკავშირებით არ არის მნიშვნელოვანი ბარიერები. ამასთან სადაზღვევო სექტორი სსიპ საქართველოს დაზღვევის სახელმწიფო ზედამხედველობის სამსახურის რეგულირების სფეროშია მოქცეული, სადაც რეგულირების პირობები არც ისე მკაცრია. 2020-2022 წლებში სადაზღვევო სექტორში ინვესტიციების მოცულობა ყოველწელს მნიშვნელოვნად იზრდება.

ჩვენს მიერ შესწავლი იქნა სადაზღვევო კომპანიების კონსოლიდირებული ფინანსური ანგარიშგებები 2018-2022 წლებისათვის. აღნიშნულ სეგმენტში დაახ. 18 კომპანია

ანალიზის მიზანი იყო ხარჯების სტრუქტურის და ძირითადი ეკონომიკური მაჩვენებლების შესწავლა:

	2018	2019	2020	2021	2022	საშუალო	სტ. გადახრა
EBIT	6%	4%	7%	5%	7%	6%	1%
EBITDA	4%	3%	5%	4%	6%	4%	1%
NOIAT	3%	2%	3%	2%	5%	3%	1%
Total NOIAT	4%	5%	7%	4%	8%	6%	2%
CASH	11%	8%	9%	5%	9%	8%	2%
WC	-20%	-17%	-19%	-15%	-15%	-17%	2%
salary	12%	13%	14%	14%	12%	13%	1%
Losses, premiums payable and insurance costs	76%	77%	73%	74%	74%	75%	2%
OTHER EXP	7%	7%	8%	9%	7%	8%	1%
investment income	3%	4%	4%	3%	3%	3%	1%
EBITDA/Equity	10%	7%	12%	10%	16%	11%	3%
Total NOIAT/Total Assets	4%	4%	5%	3%	6%	4%	1%
D/A	2%	2%	3%	2%	2%	3%	0%

ჩვენ მიერ განვითარებულ ბაზრებზე მოძიებულ იქნა 8 შესადარისი კომპანია, რომელიც ოპერირებს შესაბამის სექტორში.

განვითარებულ ბაზრებზე კომპანიები შეირჩა საქმიანობის სახის მსგავსების მიხედვით (შერჩეული კომპანიები ეწევიან სადაზღვევო საქმიანობას). შედეგად შეირჩა: Aksigorta A.S. (შემდგომში: AKG) თურქული კომპანია, Anadolu Anonim Türk Sigorta Sirketi (შემდგომში: AATSS) თურქული კომპანია, Powszechny Zaklad Ubezpieczen SA (შემდგომში: PZU) პოლონური კომპანია, The Allstate Corporation (შემდგომში: AC) აშშ-ის კომპანია, The Progressive Corporation (შემდგომში: PC) აშშ-ის კომპანია, Croatia osiguranje d.d. (შემდგომში: CO) ხორვატული კომპანია, ADRIATIC osiguranje d.d. (შემდგომში: AO) ხორვატული კომპანია, Cincinnati Financial Corporatio (შემდგომში: CFO) აშშ-ის კომპანია.

კომპანიების ანალიზიც აჩვენებს, რომ საერთაშორისო ბაზრებისათვის დარგი საკმაოდ ურისკოა ამას მოწმობენ დაბალი β კოეფიციენტები. საქართველოს ბაზრისათვის საშუალო ნორმალურებული სუფთა მარჟა 3% გამოვიდა. საშუალო მნიშვნელობისაა დივიდენდების განაწილების მაჩვენებელი 31,87%, რეინვესტირების მაჩვენებელი 24.54% და კაპიტალზე უკუგების მაჩვენებელი 5.5%. ქართული კომპანიების EBIT და წმინდა საოპერაციო მარჟები და საბრუნავი საშუალებების მაჩვენებლები ჩამორჩება საერთაშორისო ბაზრების მაჩვენებლებს. მოზიდული და საკუთარი კაპიტალის თანაფარდობის და კაპიტალური ხარჯები მსგავსია და უმნიშვნელოვა ამიტომ შეჯერებული მონაცემებით უნდა ვისარგებლოთ.

	beta		ფინანსური სტრუქტურა				მულტიპლიკატორები			
	β_u	β_L	CRP	D/EQ	D/C	Market Cap USD	EV/ SALES 2024	EV/ SALES 2025	EV/ EBITDA 2024	EV/ EBITDA 2025
AGK	1.01	1.07	9.86%	8.5%	7.8%	286	-	-	-	-
AATSS	0.54	0.54	9.86%	0.6%	0.6%	1010	0.23x	0.2x	-	-
PZU	0.27	0.64	1.28%	169.8%	62.9%	10100	-	-	-	-
AC	0.44	0.52	-	22.6%	18.4%	37400	-	-	-	-
PC	0.35	0.37	-	6.8%	6.4%	95600	0.7x	0.64x	7.3x	5.8x
CO	0.19	0.21	2.89%	15.4%	13.3%	391	-	-	-	-
AO	-	0.41	2.89%	-	-	69.8	-	-	-	-
CFO	0.6	0.63	-	5.5%	5.2%	16300	-	-	-	-
მედიანა	0.44	0.53	-	8.5%	7.8%	-	0.47x	0.42x	7.3x	5.8x
სადაზღვეო სექტორი	0.37	0.47	-	9.5%	8.7%	-	0.97x	0.9x	10.8x	8.2x
დისკონტი/პრემია			-	-	-	-	-31.9%	-31.9%	-31.9%	-31.9%
კორექტ. მაჩვენებელი	0.44	0.53	-	-	7.8%	-	0.65x	0.62x	7.3x	5.6x
	მულტიპლიკატორები					ფულადი ნაკადების მაჩვენებლები ³				
	EV/ EBIT 2024	EV/ EBIT 2025	P/E 2024	P/E 2025	AP DPO	Cash & investme nt % sale	WC	Exp. Sale growth	Exp. NOI	EBIT expected
AGK	-	-	5.6x	3.9x	-	140%	-	-	-	-
AATSS	-	-	3.8x	3.8x	282	123%	-	33%	15%	-
PZU	-	-	9.4x	8.5x	278	373%	-	6%	14.5%	20.1%
AC	-	-	11.8x	9.1x	272	117%	-	3%	5.23%	9.15%
PC	8.3x	6.5x	20.4x	17x	273	108%	-	12%	7.1%	7.45%
CO	-	-	-	-	177	250%	-	-	-	-
AO	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CFO	-	-	16.7x	15.7x	158	360%	-	7%	10.15%	-
მედიანა	8.3x	6.5x	10.6x	8.8x	272	131%	-	6%	10.15%	9.15%
სადაზღვეო სექტორი	10.8x	9.3x	11x	10.2x	-	-	-6.28%	1.35% ⁴	5%	6.8%
დისკონტი/პრემია	-31.9%	-31.9%	-31.9%	-31.9%	-	-	-	-	-	-
კორექტ. მაჩვენებელი	7.3x	6.3x	7.2x	6x	-	-	-	-	-	-

წყარო: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/> და S&P Capital IQ

³ განვითარებადი ბაზრებისათვის სურსათის საბითუმო მოვაჭრეები

⁴ EBIT მოსალოდნელი ზრდის ტემპი

ჩვენს მიერ გაანალიზდა სექტორში არსებული არასაჯარო კომპანიების გაყიდვებიც. ამ მიზნით შეირჩა შემდეგი კომპანიები: CIG Pannónia Életbiztosító Nyrt (შემდგომში: PEN) უნგრული კომპანია, Türkiye Sigorta A.S. (შემდგომში: TS) თურქული კომპანია, ZAD Bulstrad Vienna Insurance Group (შემდგომში: BVIG) ბულგარული კომპანია, Pozavarovalnica Sava, d.d. (შემდგომში: PS) სლოვენური კომპანია, WDB Brokerzy Ubezpieczeniowi S.A. (შემდგომში: BU) პოლონური კომპანია, Europejskie Centrum Odszkodowan S.A. (შემდგომში: ECO) პოლონური კომპანია, Yapi Kredi Sigorta AS. (შემდგომში: YKS) თურქული კომპანია, Towarzystwo Ubezpieczen Europa S.A. (შემდგომში: TUE) პოლონური კომპანია.

	თარიღი	შეძენილი წილი	გარიგების ღირებულება აშშ დოლარი მლნ	EV/ SALES	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	P/E
PEN	09-03-23	-					22.3x
TS	07-02-20	10%	14.6				9.6x
BVIG	11-10-17	0.3%	0.3				11.3x
BVIG	15-05-17	0.3%	0.3				25x
PS	16-03-16	4.4%					6.9x
BU	03-12-14	23.1					36.1x
ECO	28-01-14	3.9%					7.6x
YKS	14-10-13	5.8%	55.8				9.6x
YKS	28-03-13	93.9%	874				9.1x
TUE	14-12-11	83.5%	432.8				8.4x
მედიანა	-	-	-	-	-	-	9.6x
სადაზღვეო სექტორი	-	-	-	1.44x	7.0x	19.3x	12.6x

წყარო: S&P Capital IQ

EV/ SALES, EV/ EBITDA და EV/ EBIT მულტიპლიკატორის მაჩვენებლების არასაჯარო და საჯარო კომპანიებისათვის მნიშვნელოვნად განსხვავდება ერთმანეთისგან. P/E უფრო სახასიათოა ამ ტიპის კომპანიებისათვის და, როგორც საჯარო ისე არასაჯარო კომპანიებისათვის ეს მაჩვენებლები ახლოს არის ერთმანეთთან.

სხვა თავლსაზრისით აღსანიშნავია ისე გარემოება, რომ საქართველოს საგადასახადო და ბიზნეს კანონმდებლობა ექვემდებარება განსხვავებულ ინტერპრეტაციებს და ხშირ ცვლილებებს. საქართველოს მომავალი ეკონომიკური მიმართულება მნიშვნელოვნად დამოკიდებულია, პოლიტიკურ კონიუნქტურაზე და შესაბამისი მთავრობის მიერ გატარებული ეკონომიკური, ფინანსური და მონეტარული პოლიტიკაზე, ასევე, სამართლებრივ, მარეგულირებელ და პოლიტიკური გარემოზე.

შერჩეული კომპანიების მიმდინარე და საპროგნოზო მონაცემები

	ისტორიული			საპროგნოზო		
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	sale					
Aksigorta A.S.	26.30%	52.80%	-	-	-	-
Anadolu Anonim Türk Sigorta Sirketi	38.30%	67.80%	109.80%	48.70%	16.30%	-
Cincinnati Financial Corporation	27.80%	-31.9%	36.50%	7.20%	7.30%	-
Croatia osiguranje d.d.	8.30%	3.70%	-	-	-	-
Powszechny Zaklad Ubezpieczen SA	6.50%	19.20%	-37.60%	6.70%	5.00%	-
The Allstate Corporation	20.70%	1.60%	9.00%	8.00%	4.50%	-

						4.50%
The Progressive Corporation	11.80%	4.00%	22.20%	14.20%	9.80%	-
Median	20.70%	4.00%	22.20%	8.00%	7.30%	-4.5%
	EBITDA					
Aksigorta A.S.	0.80%	-11.9%	-	-	-	-
Anadolu Anonim Türk Sigorta Sirketi	-19.2%	-5.20%	-	-	-	-
Cincinnati Financial Corporation	39.90%	-7.80%	-	-	-	-
Croatia osiguranje d.d.	14.10%	13.50%	-	-	-	-
Powszechny Zaklad Ubezpieczen SA	22.10%	28.50%	-	-	-	-
The Allstate Corporation	16.00%	-1.20%	5.10%	8.00%	8.80%	-
The Progressive Corporation	10.00%	3.50%	7.40%	9.60%	11.00%	-
Median	14.10%	-1.20%	6.20%	8.80%	9.90%	-
	EBIT					
Aksigorta A.S.	-0.10%	-12.7%	-	-	-	-
Anadolu Anonim Türk Sigorta Sirketi	-20.0%	-5.80%	-	-	-	-
Cincinnati Financial Corporation	38.70%	-9.80%	-	-	-	-
Croatia osiguranje d.d.	13.20%	12.50%	-	-	-	-
Powszechny Zaklad Ubezpieczen SA	20.70%	27.30%	25.70%	24.00%	16.20%	-
The Allstate Corporation	13.80%	-2.90%	4.10%	7.10%	7.80%	-
The Progressive Corporation	9.30%	2.80%	6.20%	8.40%	9.90%	-
Median	13.20%	-2.90%	6.20%	8.40%	9.90%	-
	NET INCOME					
Aksigorta A.S.	4.80%	-2.10%	-	-	-	-
Anadolu Anonim Türk Sigorta Sirketi	6.50%	8.80%	18.50%	16.10%	13.90%	-
Cincinnati Financial Corporation	30.60%	-7.40%	9.90%	10.20%	10.10%	-
Croatia osiguranje d.d.	9.70%	9.70%	-	-	-	-
Powszechny Zaklad Ubezpieczen SA	8.60%	7.30%	15.80%	14.10%	14.90%	-
The Allstate Corporation	3.20%	-2.50%	-1.10%	5.30%	6.50%	3.90%
The Progressive Corporation	7.00%	1.50%	5.30%	6.80%	7.40%	-
Median	7.00%	1.50%	9.90%	10.20%	10.10%	3.90%
	CAPEXP					
Aksigorta A.S.	0.30%	0.40%	-	-	-	-
Anadolu Anonim Türk Sigorta Sirketi	0.40%	0.20%	-	-	-	-
Cincinnati Financial Corporation	0.20%	0.20%	-	-	-	-
Croatia osiguranje d.d.	0.90%	1.40%	-	-	-	-
Powszechny Zaklad Ubezpieczen SA	3.20%	2.20%	-	-	-	-
The Allstate Corporation	0.70%	0.80%	0.80%	0.80%	0.90%	-
The Progressive Corporation	0.50%	0.60%	0.40%	0.40%	0.40%	-
Median	0.50%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	-

πηγή: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/> ως S&P Capital IQ

2.3. აღრიცხვის მიმოხილვა

კომპანიის სააღრიცხვო პოლიტიკა ოპერაციების შინაარსიდან გამომდინარე მნიშვნელოვანი გადახრებით არ ხასიათდება. აღრიცხვა წარმოებულია საქართველოს კანონმდებლობაზე დაყრდნობით ბუღალტრული აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტების შესაბამისად, მნიშვნელოვანი ბუღალტრული აღრიცხვის პრინციპების შესაბამისად. კომპანიას არ აქვს რაიმე აუხსნელი ხარჯები და შემოსავლები, ვინაიდან კომპანიის საოპერაციო საქმიანობა ერთგვაროვანია, ამასთან მას სხვა მნიშვნელოვანი შემოსავლის წყარო არ გააჩნია. შესაბამისად, არ ვაკვირდებით რაიმე საეჭვო ხარჯებსა და გადარიცხვებს.

ქვემოთ მოცემულია კომპანიის ბალანსის და მოგება ზარალის წინა პერიოდების მოკლე მიმოხილვა.

ბალანსი ათასი ლარი				
ისტორიული მონაცემები	2020	2021	2022	2023 (11. XII)
ნაღდი ფული და მისი ექვივალენტები	577	1 507	2 675	1 678
ბანკებში განთავსებული თანხები	11 706	11 359	11 269	14 468
მოთხოვნები დაზღვევიდან და გადაზღვევიდან	601	806	567	778
გადაზღვევის აქტივი	14	178	332	433
სხვა მოკლევადიანი აქტივები	37	152	300	90
მოკლევადიანი დებიტორული დავალიანებები, დაბანდებები და ფული	12 935	14 002	15 143	17 447
ძირითადი საშუალებები	30	23	21	49
არამატერიალური აქტივი	65	47	28	22
სხვა აქტივები	50	254	224	224
გადავადებული საგადასახადო აქტივი	1	2	18	18
გრძელვადიანი აქტივები	146	326	291	313
სულ აქტივები	13 081	14 328	15 434	17 760
ვალდებულებები სადაზღვეო კონტრაქტებიდან	596	959	1 308	1 520
სხვა სადაზღვეო ვალდებულებები	15	80	221	299
საიჯარო ვალდებულებები მიმდ.	44	102	120	
საგადასახადო ვალდებულებები	34	-	-	
სავაჭრო და სხვა ვალდებულებები	538	656	1 190	1 722
მიმდინარე ვალდებულებები	1 227	1 797	2 839	3 541
სესხები	-	-	-	-
გრძელვადიანი ვალდებულებები	-	-	-	-
ვალდებულებები	1 227	1 797	2 839	
სააქციო კაპიტალი	10 000	10 102	10 102	10 102
გაუნაწილებელი მოგება	1 854	2 577	2 345	4 117
კაპიტალი	11 854	12 679	12 447	14 219
ვალდებულებები+კაპიტალი	13 081	14 476	15 286	17 760

კომპანიის აქტივების და ვალდებულებების ანალიზის მიხედვით შეიძლება შემდეგი საკითხების გამოყოფა:

- 1) უჩვეულო და არარეგულარული მუხლები - არ გვხვდება არსებითი მნიშვნელობის უჩვეულო და არარეგულარული მუხლები.
- 2) უმოქმედო აქტივები - ბიზნესის სპეციფიკიდან გამომდინარე ასევე ვთვლით რომ კომპანიას არ გააჩნია არსებითი ჭარბი და უმოქმედო აქტივები, თუმცა DCF მეთოდის გამოყენების

დროს ნაღდი ფულის ნაშთები განხილული იქნება, როგორც ჭარბი აქტივები. შესაბამისად საბოლოო ღირებულება კორექტირდება 16 146 ლარით.

- 3) საბრუნავი კაპიტალის ნაწილად განხილულ იქნა მოთხოვნები დაზღვევიდან და გადაზღვევიდან, გადაზღვევის აქტივი, სხვა მოკლევადიანი აქტივები, ვალდებულებები სადაზღვეო კონტრაქტებიდან, სხვა სადაზღვეო ვალდებულებები, საიჯარო ვალდებულებები მიმდინარე ნაწილი, საგადასახადო ვალდებულებები, სავაჭრო და სხვა ვალდებულებები. საშუალოდ მიმდინარე აქტივების წილი ბრუნვაში შეადგენს 25%. დებიტორული დავალიანებების ბრუნვის მაჩვენებლები საკმაოდ მაღალია, ბრუნვის პერიოდი 3 თვეზე მეტია. კრედიტორული დავალიანებების წილის ბრუნვაში შეადგენს დაახ. 60%, რაც აგრეთვე საკმაოდ მაღალია. უარყოფითია საბრუნავი კაპიტალი დარგისთვის დამახასიათებელია, ამას მოწმობს საერთაშორისო ბაზრების ანალიზი სადაც წმინდა საბრუნავი კაპიტალი დაახ. -6%, ხოლო ქართული კომპანიების კრებსითი საბრუნავი კაპიტალი -17%. ამრიგად - 35%-იანი საბრუნავი კაპიტალი საკმაოდ ანომალურია.

	2020	2021	2022	2023 (11. XII)
საოპერაციო მიმ. აქტივების წილი ბრუნვაში	22%	34%	5%	28%
დებ. დავალიანებების ბრუნვა	4.43	2.91	3.54	3.57
დებ. დავალიანებების ამოღების პერიოდი	82	125	103	102
საოპერაციო მიმ. ვალდებულებები წილი ბრუნვაში	42%	54%	67%	75%
კრედიტ. დავალიანებების ბრუნვა	2.38	1.85	1.49	1.33
კრედიტ. დავალიანებების ამოღების პერიოდი	153	197	244	274
წმინდა საბრუნავი კაპიტალის წილი ბრუნვაში	-20%	-20%	-62%	-47%

- 4) გრძელვადიანი აქტივებს მატერიალური წილი არ უკავიათ მთლიან აქტივებში. მათი წილი 1-2%-ის ფარგლებში მერყეობს.
- 5) ვალდებულებები - კომპანია არ გააჩნია მატერიალური სასესხო ვალდებულებები

ქვემოთ განხილულია კომპანიის მოგება-ზარალი

მოგება-ზარალი GEL ,000				
ისტორიული მონაცემები	2020	2021	2022	2023 ⁵ 11 XII
	1	2	3	4
მთლიანი მოზიდული პრემია (1)	2 678	3 055	3 730	3 938
გადაზღვევის წილი გამომუშავებელი პრემიის რეზერვის ცვლილებაში (2)	14	163	154	233
გადაზღვევის წილი სადაზღვეო ზარალებში (3)	-	6	138	95
შემოსავალი რეგრესიდან (4)	206	77	206	450
სულ შემოსავალი სადაზღვეო საქმიანობიდან (5)	2 898	3 301	4 228	4 716
გადამზღვეველის პრემია (6)	-26	-372	-552	-717
გამომუშავებული პრემიის რეზერვის ცვლილება (7)	-198	-351	-17	-
ანაზღაურებული სადაზღვეო ზარალი და დაკ. ხარჯი (8)	-151	-358	-701	-1 083
სადაზღვეო ზარალის წმინდა ცვლილება (9)	-7	-13	-332	-305
აკვიზიციური ხარჯები (10)	-30	-60	-190	-22
გაუფასურების რეზერვის აღდგენა (11)	-	-	-	-
ზარალი, გადასახდელი პრემია და სადაზღვეო ხარჯები (12)	-412	-1 154	-1 792	-2 127
მთლიანი მოგება სადაზღვეო საქმიანობიდან (13)	2 486	2 147	2 436	2 589

⁵ 2023 წლის მონაცემები არ არის აუდიტირებული და ეყრდნობა კომპანიის ბუღალტრულ ჩანაწერებს, ამიტომ ზოგიერთი მონაცემი ნორმალიზებულია

წმინდა საპროცენტო შემოსავალი (14)	492	588	453	772
სხვა შემოსავალი (15)	33	8	3	161
მოგება/ზარალი საკუროს სხვაობიდან (16)	1 054	-568	-1	189
მათ შორის სადაზღვეო საქმიანობიდან საკუროს (17)	-5	+15	+18	-
მთლიანი მოგება (18)	4 065	2 175	1 307	3 711
ხელფასები (19)	-674	-825	-818	-671
საერთო და ადმინისტრაციული ხარჯები (20)	-599	-480	-717	-619
სხვა ხარჯები (21)	-375	-10	-15	-1
მოგება დაბეგვრამდე (22)	2 417	860	-243	2 420
მოგების გადასახადი (23)	-399	-137	16	484
წმინდა მოგება (24)	2 018	723	-227	1 936
მთლიანი მოგების მარჯა სადაზღვეო საქმიანობიდან (13)/(5)	86%	65%	58%	55%
მთლიანი მოგების მარჯა (18)/((5)+(14)+(15)+(16)⁶)	91%	56%	28%	64%
საოპერაციო EBIT (22)/((5)+(14)+(15)+(16) ⁷)	54%	22%	-5%	41%
საოპერაციო ნორმალიზებული EBIT ((23)+(17)+(19)+(20)+(21))/(5)	29%	26%	21%	28%
საოპერაციო EBITDA ((22)+DA)/((5)+(14)+(15)+(16) ⁸)	56%	24%	-3%	43%
საოპერაციო ნორმალიზებული EBITDA ((23)+(17)+(19)+(20)+(21)+DA)/(5)	32%	28%	23%	29%
საოპერაციო წმინდა მოგება (24)/((5)+(14)+(15)+(16) ⁹)	45%	19%	-5%	33%
საოპერაციო ნორმალიზებული წმინდა მოგება ((23)+(17)+(19)+(20)+(21)+DA)*0.85/(5)	27%	24%	20%	25%

უჩვეულო და არარეგულარული მუხლები - არ გვხვდება არსებითი მნიშვნელობის უჩვეულო და არარეგულარული მუხლები. ჩვენს მიერ ნორმალიზება განხორციელდა არატიპიურ შემოსავლებზე და საკუროს სხვაობებზე, რომლების არ მიეკუთვნება საოპერაციო საქმიანობას. კომპანიის საშუალო ნორმალიზებული მთლიანი მოგება შეადგენს 65%, EBITDA 28%, EBIT - -26%. ხოლო წმინდა მოგება - 22%. სტანდარტული გადახრა 11-13%-ს შეადგენს რაც მოგების სტაბილურობაზე მიუთითებს. მაღალია საკუროს სხვაობების რისკიც, რომელიც უკავშირდება არასაოპერაციო საქმიანობას, თუმცა საოპერაციო საქმიანობაზე სავალუტო რისკ უმნიშვნელო გავლენა აქვს. იქიდან გამომდინარე, რომ გადაზღვევის წილი გამოუმუშავებელი პრემიის რეზერვის ცვლილებაში, გადაზღვევის წილი სადაზღვეო ზარალებში და შემოსავალი რეგრესიდან წარმოადგენს არარეგულარული კომპონენტებს მათი პირდაპირი გათვალისწინება პროგნოზებში არაკორექტული იქნება. ამრიგად ფულადი ნაკადების პროგნოზი უნდა განხორციელდეს მთლიანი მოზიდული პრემიის მიმართ. აღნიშნული კომპონენტების თანაფარდობა (გადაზღვევის წილი გამოუმუშავებელი პრემიის რეზერვის ცვლილებაში, გადაზღვევის წილი სადაზღვეო ზარალებში და შემოსავალი რეგრესიდან) მოზიდულ პრემიასთან მიმართებაში შეადგენს დაახ. 12%, ხოლო სტანდარტული გადახრა 6%. აღნიშნულის გათვალისწინებით ჩვენ შემოსავლის რისკიდ დაზღვევის მიზნით შეგვიძლია გავითვალისწინოთ 6%-იანი დამატებითი შემოსავლების კომპონენტი (12%-6%). თუმცა, თუ EBITDA განვსაზღვარვთ 28%-ით, რომელიც ითვალისწინებს, გადაზღვევის წილი გამოუმუშავებელი პრემიის რეზერვის ცვლილებაში, გადაზღვევის წილი სადაზღვეო ზარალებში და შემოსავალი რეგრესიდან, მაშინ ჩვენ შემოსავლებში აღნიშნული პრემია არ უნდა გავითვალისწინოთ. აღნიშნული კომპონენტის გათვალისწინება გამოიწვევს, შემოსავლებში მის დუბლირებას და გადაფასებული ღირებულების მიღებას.

⁶ თუ (16)>0

⁷ თუ (16)>0

⁸ თუ (16)>0

⁹ თუ (16)>0

2.4. ფინანსური მიმოხილვა და კორექტირებები

შემდეგი ხარისხობრივი შეფასება წარმოადგენს კომპანიის სპეციფიკური შეწონილი რისკის ქულის გაანგარიშების საფუძველს.

აქედან გამომდინარე, ინდივიდუალური რისკის პრემია შეიძლება დაემატოს კაპიტალის ღირებულებას. რაც უფრო მაღალია რისკი, მით უფრო მაღალია კაპიტალის პრემიის ღირებულება. კომპანიის ზომის მაღალი წონა შეესაბამება Duff & Phelps-ის მიერ შემოთავაზებულ ზომას¹⁰.

რისკის ქულა ასევე ასახავს კომპანიის სპეციფიკურ ფასდაკლებას ლიკვიდურობაზე. ამის თეორიულ საფუძველს წარმოადგენს ემპირიული დაკვირვება, რომ ორი სხვაგვარად იდენტური კომპანია (სხვა თანაბარ პირობებში) განსხვავებულად ფასდება, თუ ერთი მათგანი საჯაროა, ხოლო მეორე კერძო (არა საჯარო). ეს ხშირად აიხსნება ლიკვიდურობის სხვაობით. პრაქტიკაში, ფასდაკლება ჩვეულებრივ ივარაუდება 30%-დან 50%-მდე; მოცემულ მეთოდოლოგიაში ის გამოდის რისკის ქულის საშუალებით.

საერთო ჯამში სპეციფიკური რისკი განისაზღვრა $5\%+2.5\%(3.13-3)=5.3\%$ -ით. ხოლო მულტიპლიკატორის ფასდათმობის ფაქტორი $30\%+15\%(3.13-3)=31.9\%$

სახელი	ნაკლები რისკი	რანგი					მეტი რისკი	წონა	შეწონილი მნიშვნელობა
		1	2	3	4	5			
ზოგადი									
კომპანიის ზომა	დიდი						მცირე	35.0%	1.75
პოზიცია	პრემიუმი						ფართო მოხმარების	2.0%	0.10
ბაზარი									
ბაზრის ზომა	დიდი						მცირე	3.0%	0.15
ბაზრის ზრდა	მაღალი						დაბალი	3.0%	0.03
ბაზრის წილი	მაღალი						მცირე	2.0%	0.10
კონკურენცია	დაბალი						მაღალი	5.0%	0.25
ბიზნეს ციკლზე დამოკიდებულება	დაბალი						მაღალი	2.0%	0.08
პოლიტიკურ და საკანონმდებლო ფაქტორებზე დამოკიდებულება	დაბალი						მაღალი	1.0%	0.03
მენეჯმენტი									

¹⁰ ყურადღება: ყველაზე სტანდარტიზებული და სასამართლო შეფასების დავალებებისას, ასეთი პრემია შესაძლოა ძნელი დასაბუთებელი იყოს.

მენეჯმენტის ხარისხი	მაღალი		დაბალი	5.0%	0.10
საკვანძო პერსონალზე დამოკიდებულება	დაბალი		მაღალი	5.0%	0.05
გაყიდვა					
საკვანძო კლიენტებზე დამოკიდებულება	დაბალი		მაღალი	5.0%	0.05
დისტრიბუტორებზე დამოკიდებულება	დაბალი		მაღალი	2.0%	0.02
კლიენტზე დამოკიდებულება	მაღალი		დაბალი	2.0%	0.02
ყიდვა					
რესურსებზე ხარჯების რისკი	დაბალი		მაღალი	2.0%	0.02
საკვანძო მომწოდებლებზე დამოკიდებულება	დაბალი		მაღალი	2.0%	0.02
პროდუქტი					
ხარისხი	მაღალი		დაბალი	3.0%	0.06
ინოვაციურობა	ინოვაციური		არა ინოვაციური	3.0%	0.15
ინტელექტ. საკუთრების დაცვა	მაღალი		დაბალი	3.0%	0.12
ტექნოლოგიური შეფერხების რისკი	დაბალი		მაღალი	2.0%	0.04
ფინანსური					
კაპიტალ ტევადობა	დაბალი		მაღალი	2.0%	0.10
ლევარიჯი	დაბალი		მაღალი	10.0%	0.10
სავალურო რისკი	დაბალი		მაღალი	1.0%	0.01
					3.13

3. შეფასება

3.1. შეფასების მეთოდოლოგია

ბიზნესის შეფასების პრაქტიკაში გამოიყენება სამი ძირითადი საშემფასებლო მიდგომა, რომელთაც გააჩნიათ ერთმანეთისგან განსხვავებული ამოსავალი წერტილი და ლოგიკა. ეს მიდგომებია:

- დანახარჯების მიდგომა;

- საბაზრო მიდგომა;
- შემოსავლების მიდგომა.

აქტივებზე დაფუძნებული მიდგომა: გარკვეულ შემთხვევებში, როდესაც შესაფასებელია ინვესტიცია ან ბიზნეს გაერთიანება; ბიზნესი, რომელიც არ ფასდება როგორც მოქმედი ბიზნესი; ბიზნესის სალიკვიდაციო შეფასების განხორციელების დროს; ბიზნესის მინიმალური ღირებულების განსაზღვრისათვის; **მნიშვნელოვანი მატერიალური აქტივების მქონე ბიზნესის შეფასების დროს; დამწყები ბიზნესის შეფასებისას** და სხვა შემთხვევებში, უპრიანია აქტივებზე დაფუძნებული მიდგომის გამოყენება.

გარკვეულ შემთხვევებში, როცა შესაფასებელ კომპანიას ძალიან დაბალი ან უარყოფითი განკარგვადი შემოსავლები გააჩნია და საჭიროა ყველა აქტივისა და ვალდებულების გათვალისწინება, უმჯობესია აქტივების წმინდა შესწორებული ღირებულების მეთოდის გამოყენება.

აღნიშნული მეთოდის გამოყენება მიზანშეწონილია იმისათვის, რომ განისაზღვროს, გააჩნია თუ არა ბიზნესს საკუთარი კაპიტალის ნარჩენი ღირებულება. კერძოდ, საბაზრო ღირებულების განსაზღვრის მიზნით, ვახდენთ აქტივების და ვალდებულებების სტანდარტიზაციას. მაგალითად, შეიძლება საჭირო გახდეს წლების წინ შესყიდული უძრავი ქონების გადაფასება და სხვა კორექტირებების განხორციელება. ყველა შესწორების შემდეგ, კომპანიის მთლიანი ვალდებულებები აკლდება მთლიანი აქტივების ღირებულებას, იმისათვის, რომ გამოვლინდეს შესწორებული წმინდა აქტივების ღირებულება. ეს ღირებულება ნიშნავს, რომ ბიზნესი მოქმედ საწარმოს წარმოადგენს. **იმის გათვალისწინებით, რომ ვაფასებთ კომპანიის რომელსაც არ გააჩნია მნიშვნელოვანი არასაოპერაციო აქტივები და ვალდებულებები მიზანშეწონილად არ მიგვაჩნია აქტივების მეთოდის გამოყენება, მას გამოვიყენებთ, როგორც DCF მოდელის შემავსებელს, საწარმოს ღირებულების კორექტირებისათვის.**

საბაზრო მიდგომა: საბაზრო მიდგომა ყველაზე მეტად შეესაბამება შეფასების თეორიას, ვინაიდან ეს ერთადერთი მიდგომაა, რომელიც დასკვნას ღირებულებაზე ბაზრის თვალთახედვით აკეთებს. ამასთან, ეს ყველაზე ობიექტური მიდგომაა, ვინაიდან იგი მხოლოდ ბაზრის შესადარებელ მონაცემებს ეყრდნობა და შემფასებელს სუბიექტური გადაწყვეტილებების სივრცეს არ უტოვებს. ამიტომ, ბიზნესის შეფასების თვალსაზრისით, ის ყველაზე საიმედო შეფასების მიდგომად ითვლება. **იმის გათვალისწინებით, რომ პრაქტიკულად შეუძლებელია ანალოგიური შესადარისი ბიზნესის შესახებ ინფორმაციის მოძიება, მისი გამოყენება არარელევანტურად მიგვაჩნია.**

შემოსავლის მიდგომა: საშემფასებლო ტექნიკა, რომლის მიხედვითაც ფასდება კომპანიის საბაზრო ღირებულება, ემყარება აქტივებს, რომლებიც თავიანთი სასიცოცხლო ციკლის განმავლობაში ფულად ნაკადებს მოიტანს. დისკონტირებული ფულადი ნაკადების მეთოდი არის მეთოდი, სადაც პროგნოზირებული მომავალი ფულადი ნაკადების დისკონტირება მიმდინარე პერიოდისათვის ამონაგების საჭირო განაკვეთით ხორციელდება. **იქიდან გამომდინარე, რომ საქმე გვაქვს მოქმედ ბიზნესთან, მიზანშეწონილია აღნიშნული საქმიანობა შეფასდეს პროექტის დასრულების მოსალოდნელი პერიოდის გათვალისწინებით შემოსავლების მიდგომის გამოყენებით.**

დისკონტირებული ფულადი ნაკადების ანალიზი გარკვეული საპროგნოზო პერიოდის სავარაუდო ამონაგების და მის შედეგად, ყოველი წლისათვის მიღებული ფულადი ნაკადების საფუძველზე ხორციელდება. მყიდველის მიერ ბიზნესში აღქმული რისკების საფუძველზე განსაზღვრული დისკონტირების შესაბამისი განაკვეთის მიხედვით, ხდება აღნიშნული ნაკადების დისკონტირება და მათი მიმდინარე ღირებულების განსაზღვრა. მყიდველების ბიზნესის შეძენიდან შემოსავალს მოელიან იმ ინვესტიციების მსგავსად, რომლებსაც მსგავსი შემოსავლიანობა და რისკები გააჩნია. შემოსავლის რისკის შეფასების და შემოსავლიანობის

ნორმის განსაზღვრის მიზნით, უნდა მოხდეს ისეთი ფაქტორების გათვალისწინება, როგორცაა სავარაუდო გაყიდვების და მოგების ფორმალური პროგნოზების სანდოობა, ინდუსტრიასთან დაკავშირებული კაპიტალის საშუალო შეწონილი რისკი, სასესხო კაპიტალის და საკუთარი კაპიტალის გათვალისწინებით.

იმდენად, რამდენადაც ივარაუდება, რომ კომპანია ფულადი ნაკადების გენერირებას პროგნოზირებული პერიოდის შემდეგაც განაგრძობს, მისი ღირებულება ამ პერიოდისთვისაც (Terminal Value) განისაზღვრება და დისკონტირდება მიმდინარე ღირებულებით. საბოლოო ღირებულება უკანასკნელ წელს ფულადი ნაკადების კაპიტალიზაციის საფუძველზე, კაპიტალიზაციის შესაბამისი განაკვეთით ფასდება. ტერმინალური ღირებულების (საპროგნოზო პერიოდის ბოლოს ბიზნესის ღირებულების) მიმდინარე ღირებულებისა და საპროგნოზო პერიოდის მანძილზე ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულების ჯამი გვაძლევს DCF ღირებულებას.

3.2. დისკონტირებული ფულადი ნაკადების მეთოდი

დისკონტირებული ფულადი ნაკადების მეთოდი არის მეთოდი, სადაც პროგნოზირებული მომავალი ფულადი ნაკადების დისკონტირება მიმდინარე პერიოდისათვის ამონაგების საჭირო განაკვეთით ხორციელდება.

ზოგადი მოსაზრებები

დისკონტირებულ ფულად ნაკადებზე დაფუძნებული საშემფასებლო მიდგომა ეყრდნობა კომპანიის მიერ დადებითი ფულადი სახსრების წარმოქმნის შესაძლებლობას, რომელიც საბოლოოდ კომპანიის მფლობელის განკარგულებაში დარჩება.

მეთოდი ეყრდნობა შემდეგ ძირითად წინამძღვრებს:

- შესაფასებელ ერთეულს მომავალში შეუძლია მოგების გენერირება;
- შესაფასებელი ერთეული პროექტის მოსალოდნელი დროითი პერიოდის ფარგლებში გააგრძელებს არსებულ საქმიანობას;
- საოპერაციო და სამუშაო პირობები და რისკები კომპანიის მენეჯმენტის მიერ მოწოდებულ ინფორმაციას ეფუძნება;
- საწარმოს ღირებულება იმ აქტივების შედეგს გამოხატავს, რომლებიც საოპერაციო საქმიანობაში მონაწილეობენ - ჭარბი საოპერაციო აქტივების გარდა;
- ვალუტის არასტაბილურობის ფაქტორი გათვალისწინებულია ფულად ნაკადებში, ხოლო ინფლაციის განაკვეთის რისკები ასახულია დისკონტირების განაკვეთში;
- პროგნოზები ეყრდნობა კომპანიის ფინანსური უწყისების რეტროსპექტიულ ანალიზს, კომპანიის მენეჯმენტის მოსაზრებებს და აგრეთვე, ბაზრის ანალიზის საფუძველზე გამოთქმულ ვარაუდებს ბაზრის ტევადობასთან, საპროგნოზო პერიოდში შემოსავლის გენერირებასთან დაკავშირებით და კომპანიის რენტაბელობასთან დაკავშირებულ ვარაუდებს.

საპროგნოზო პერიოდი

5 წლიანი საპროგნოზო პერიოდი განპირობებულია დროის ხანგრძლივობით, რომელიც ერთეულის განვითარების სრული სახის მისაღებად არის საჭირო განვითარების ფაზის არსებული მთლიანი კაპიტალის გათვალისწინებით. ამასთან, უფრო დიდი საპროგნოზო პერიოდის განსაზღვრა არ არის მიზანშეწონილი ქვეყნის მაკროეკონომიკური სტაბილურობის და მომავალი პერიოდის საპროგნოზო პარამეტრების სანდოდ შეფასების თვალსაზრისით.

დისკონტირების განაკვეთი

დისკონტირების განაკვეთის განსაზღვრისათვის გამოვიყენეთ საშუალო შეწონილი კაპიტალის ღირებულება (WACC). ამ მიზნით საკუთარი კაპიტალის ღირებულება განისაზღვრა მოდიფიცირებული CAMP (Capital Asset Pricing Model) ფინანსური აქტივების მოდელით, ხოლო ვალის ღირებულება შეფასდა ეროვნული ბანკის მიერ გამოქვეყნებული უცხოურ ვალუტაში სესხების საშუალო საპროცენტო განაკვეთებით. ფულადი ნაკადები განისაზღვრა აშშ დოლარში, საავლურო რისკების ნიველირების მიზნით.

დისკონტირების განაკვეთის განსაზღვრისათვის გამოვიყენეთ საკუთარი კაპიტალის ღირებულება (CoE). ამ მიზნით, საკუთარი კაპიტალის ღირებულება განისაზღვრა CAMP (Capital Asset Pricing Model) ფინანსური აქტივების მოდელით:

$$C_k = R_f + R_c + \beta(R_m - R_f) + R_s + R_z$$

ვიხელმძღვანელებთ დამუდარანის მიერ გამოქვეყნებული ცხრილებით, რომლის მიხედვითაც განვსაზღვრეთ:

- R_f - ურისკო განაკვეთი. ურისკო განაკვეთის შესაფასებლად იღებენ AAA-საკრედიტო რეიტინგის მქონე ქვეყნის (აშშ) რისკის პრემიას (აშშ-ის 20 წლიანი სახაზინო ობლიგაციების მიმდინარე საპროცენტო განაკვეთი). წყარო - www.treasury.gov; აგრეთვე ურისკო განაკვეთის საზომად იღებენ ნორმალიზებულ მაჩვენებელს. ნორმალიზებული მაჩვენებლების აღება, ნაკარნახევია შეფასების მომენტისათვის არსებული მოლოდინების გათვალისწინებით, რომელიც თავის თავში გამოხატავს ფუნდამენტური ეკონომიკური ფაქტორების ცვლილების შედეგს. Duff & Phelps-ს მიერ გამოქვეყნებული მონაცემების მიხედვით აშშ-ის 20 წლიანი სახაზინო ობლიგაციების ნორმალიზებული განაკვეთი შეფასების თარიღისათვის შეადგენდა 3.5%.
- R_c - ქვეყნის რისკი, Ba2 (საქართველოს საკრედიტო რეიტინგი) ქვეყნის რისკის პრემია; დღეს დღეობის გავრცელებული მოდელია, რომ რისკების შეფასება ეყრდნობა აშშ საფონდო ბაზრის მონაცემებს, მაგრამ ამავდროულად აუცილებელია აღნიშნული მონაცემების ადაპტირება ეროვნულ ეკონომიკებთან. არსებობს სხვადასხვა მეთოდები, თუმცა ყველაზე მარტივი კორექტირება ქვეყნის რისკის პირდაპირი დამატებაა, რომელიც ეყრდნობა დაშვებას, რომ ამგვარი რისკი მოქმედებს თანაბრად (სისტემატიურად) ყველა დარგზე ქვეყნის მასშტაბით.
- β - აქტივის მოგების უკუგების მგრძობელობა საბაზრო უკუგებასთან მიმართებაში (სისტემური რისკის ოდენობა). აღნიშნული მაჩვენებლის გამოთვლისათვის აღებულ იქნა შერჩეული კომპანიების β_u კაპიტალის სტრუქტურის გარეშე¹¹ და დაკორექტირდა კაპიტალის სტრუქტურის მაჩვენებლით (D/E=8.5%) და მოგების გადასახადით (15%);

$$\beta_R = \beta_u \left(1 + \frac{D}{E}(1 - t) \right) = 0.44 \times (1 + 8.5\% \times 0.85) \approx 0.47$$

- $(R_m - R_f)$ - ბაზრის რისკის პრემია. ამ მიმართულებითაც გამოყენებულ იქნა ნორმალიზებული მაჩვენებლები, ვინაიდან მიგვაჩნია, რომ ბაზრები ერთიანობაში საკმარისად ეფექტური არ არის და მათ განვითარების პროგნოზირება ისტორიულ კონტექსტში არის შესაძლებელი;

¹¹ აღსანიშნავია, რომ შერჩეული კომპანიების მაჩვენებლები უფრო რისკიანია, ვიდრე კვების პროდუქტების სექტორი

- R_z – ზომის რისკი¹², დაფის და ფელფის 2020 წლის წელიწადის მიხედვით (კორექტირებული კაპიტალიზაციის ლოგიკის მიხედვით) მცირე კომპანიების ზომის რისკის პრემია შეადგენდა 4%-ს.
- R_s – სპეციფიკური რისკი, განსაზღვრულ იქნეს სტრუქტურული მიდგომის საფუძველზე, ქვემოთ მოცემული სქემის მიხედვით:

სპეციფიკური რისკი

მენეჯმენტის კომპონენტი ¹³	0.75%
მომხმარებელთა, პროდუქციის ტერიტორიული დივერსიფიკაცია ¹⁴	0.75%
კონკურენცია დარგში ¹⁵	1,25%
სხვა რისკები ¹⁶	-
სპეციფიკურ რისკი	2.75%

დისკონტირების განაკვეთი	კომპონენტების მნიშვნელობა	
ურისკო განაკვეთი	3.5%	https://www.kroll.com/
ბაზრის რისკი	5.5%	https://www.kroll.com/
D/E	8.5%	S&P Capital IQ
β_u	0.44	S&P Capital IQ
β_L	0.47	
ქვეყნის რისკი	4.57%	დამუდარანის მონაცემები
ზომის რისკი	4.0%	www.duffandphelps.com ¹⁷
სპეციფიკური რისკი	2.75%	იხ. დანართი 2
CoE	17.4%	
D/(D+E)	7.84%	
CoD	9.8%	nbg.gov.ge
WACC	17.6%	
WACC (GEL)	22.2%	$(1+WACC)*(1+6\%)/(1+2\%)-1$

ტერმინალური ღირებულების განსაზღვრა

საბოლოო ღირებულების განსაზღვრა უწყვეტი საქმიანობის ჰიპოთეზის საფუძველზე კეთდება. პროგნოზის ბოლო წელს ხორციელდება დისკონტირების განაკვეთით პირდაპირი კაპიტალიზაცია. საპროგნოზო პერიოდის გარეთ 8%-იან ზრდას ითვალისწინებს.

ფულადი ნაკადების საპროგნოზო პარამეტრების განსაზღვრისას გამოყენებული დაშვებები:

¹² 2020 Summary Edition, Bonds, Bills, and Inflation (Interpretive Analysis and Insights). Duff&Phelps
¹³ მარკეტინგს სტრატეგია არ არის ნათელი - საშუალოზე მაღალი რისკი, ცვალებადი გარემოს მიმართ მენეჯმენტის ადაპტაციის უნარი - რეალური ღირებულებისათვის დაბალი რისკი..
¹⁴ ბაზრის უმნიშვნელო წილი და პროდუქციის დაბალი დივერსიფიკაცია, კლიენტთა გარკვეული ლოიალურობა - დაბალი რისკი.
¹⁵ დარგში კონკურენცია საშუალო
¹⁶ გათვალისწინებულია მოდელის და დისკონტირების განაკვეთის სხვა კომპონენტებში
¹⁷ Stocks, Bonds, Bills, and Inflation® (SBBi®) (2020 Summary Edition) Interpretive Analysis and Insights Through December 31, 2019. Duff & Phelps. P. 132

- სავალუტო კურსის და ეროვნული ვალუტის არასტაბილურობა უმნიშვნელო გავლენას ახდენს კომპანიის საოპერაციო ინდიკატორების მნიშვნელობებზე. ამასთა ფულადი ნაკადების გენერირდება ლარში. შესაბამისად შემოსავლის შეფასება უნდა განხორციელდეს ლარში.
- შემოსავლების ზრდის ტემპებად საპროგნოზო პერიოდში (პირველი 5 წელი) უნდა განისაზღვროს, როგორც ნომინალური ისე რეალური ზრდის ფაქტორებით. საქართველოში ნორმალიზებული ინფლაციის განაკვეთით დაახ. 6%, ხოლო სადაზღვეო კომპანიების საერთო ბრუნვის ზრდის საშუალო ტემპი 18%, კომპანიის 13%, ხოლო საერთაშორისო ბაზრებზე შესადარისი კომპანიების 6%. გრძელვადიან პერიოდში ჩვენ შეგვიძლია რეალური ზრდა საშუალო განვსაზღვროთ 5%, ხოლო ინფლაცია 3%, შედეგად გრძელვადიან პერიოდში ზრდის ტემპი იქნება 8%. ამრიგად საპროგნოზო პერიოდში შესაძლებელია 18%-იანი ზრდის ტემპიდან 8%-მდე შემცირებადი ზრდის ტემპის აღება 10 წლიანი საპროგნოზო პერიოდის გათვალისწინებით.
- იქიდან გამომდინარე, რომ კომპანიის სპეციფიკური რისკები გათვალისწინებულია დისკონტირების განაკვეთში ფულად ნაკადებში აღებულ იქნა ხარჯების საშუალო საბაზრო სტრუქტურა. ნორმალიზებულ მაჩვენებლად აღებულ იქნა EBITDA. იქიდან გამომდინარე, რომ კომპანიის EBITDA საკმაოდ სტაბილური სიდიდეა და საშუალოდ შეადგენს 28%. შესაძლებელია მოკლევადიანი პროგნოზისათვის აღებულ იქნა აღნიშნული მაჩვენებელი, ხოლო შერჩეული საერთაშორისო კომპანიების და დარგის მთლიანი EBITDA მარჯა 4-6%-ის ფარგლებში არის განსაძღვრული. თუმცა დარგის თავისებურების გათვალისწინებით პოსტპროგნოზულ პერიოდში EBITDA განისაზღვრა 15%-ით.
- საბრუნავი კაპიტალის განსაზღვრის მიზნით მიზანშეწონილად მიგვაჩნია დარგის საშუალო მაჩვენებელი გამოყენება -17%.
- დარგი არ არის კაპიტალტევადი და მისი წილი მთლიან შემოსავლებში უმნიშვნელოა. ამიტომ აღებულ იქნა საერთაშორისო კომპანიების საშუალო მაჩვენებელი 0.6%.
- ნორმალიზებული შემოსავალი განისაზღვრა 2022 და 2023 წლის შემოსავლების მიხედვით, წლიური მოზიდული პრემიის მიხედვით, შესაბამისი პერიოდის პროპორციულად $(3730 \cdot 5\% + 3938) \approx 4100$.

USD'000, პროგნოზირებული მოგება ზარალის ანგარიში (კომპანიის მენეჯმენტის მიერ)
გრინ დაზღვევა საქართველო

პერიოდი	ნორმალიზე ბული					პროგნოზი						
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	TV
შემოსავალი												
საოპერაციო შემოსავლები	4,100	4,838	5,593	6,331	7,015	7,604	8,060	8,544	9,056	9,600	10,176	
შემოსავლები	4,100	4,838	5,612	6,398	7,166	8,025	8,828	9,534	10,297	11,121	12,010	
შემოსავლების ზრდა %		18.0%	16.0%	14.0%	12.0%	12.0%	10.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	
EBITDA	1,148	1,197	1,207	1,168	1,075	1,232	1,356	1,375	1,485	1,605	1,733	
EBITDA მარჟა %	28%	25%	22%	18%	15%	15%	15%	14%	14%	14%	14%	
ცვეთა	-82.00	-96.76	-112.24	-127.96	-143.31	-160.51	-176.56	-190.68	-205.94	-222.41	-240.21	
EBIT	1,066	1,101	1,094	1,040	932	1,071	1,179	1,184	1,279	1,382	1,493	
EBIT მარჟა %	26%	23%	20%	16%	13%	13%	13%	12%	12%	12%	12%	
დარგის საშუალო საბრუნავი	-17%	-96.32	-822.46	-954.05	-1,087	-1,218	-1,364.3	-1,500.7	-1,620.8	-1,750.4	-1,890.5	-2,041.7
კაპიტალი (შემოსავლის%)												
კაპიტალური დანახარჯები	0.6%	-24.60	-29.03	-33.67	-38.39	-42.99	-48.15	-52.97	-57.20	-61.78	-66.72	-72.06
EBIT		1,101	1,094	1,040	932	1,071	1,179	1,184	1,279	1,382	1,493	
- გადასახადები FCFF	15%	(165)	(164)	(156)	(140)	(161)	(177)	(178)	(192)	(207)	(224)	
+ ამორტიზაცია		97	112	128	143	161	177	191	206	222	240	
- Δ საბრუნავი კაპიტალი		726	132	134	131	146	136	120	130	140	151	
- Δ კაპიტალური დანახარჯები		(29)	(34)	(38)	(43)	(48)	(53)	(57)	(62)	(67)	(72)	
FCFF	3	1,729	1,140	1,107	1,023	1,169	1,264	1,264	1,367	1,478	1,597	
დისკონტის პერიოდი		0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5	9.5	10.5
დისკონტირების განაკვეთი	22.2%	0.90	0.74	0.61	0.50	0.41	0.33	0.27	0.22	0.18	0.15	0.12
DFCF		1,564	844	671	507	474	420	343	304	269	238	
ტერმინალური პერიოდის ღირებულება (ზრდა%)	8.00%											1,480
PIV		7,113 ლ										
ჭარბი ფული		16,146 ლ										
კაპიტალის სამართლიანი ღირებულება EQV		23,259 ლ										

3.3. მოდელის ვერიფიკაცია

ყველა შეფასებას ახასიათებს გაურკვეველობა საბაზრო ღირებულების შესახებ, ვინაიდან იგი ეყრდნობა ბაზრის ქცევასთან დაკავშირებით შემფასებლის მიერ განხორციელებულ დაშვებებს. გაურკვეველობის წყარო შეიძლება ფართო მიზეზთა სპექტრით ხასიათდებოდეს. მოცემულ შემთხვევაში, მიგვაჩნია, რომ იგი ძირითადად უკავშირდება საბაზრო გაურკვეველობას, მოდელის გაურკვეველობას, მონაცემების გაურკვეველობას. ამის მიზეზი არის ის, რომ შესაფასებელი აქტივის მსგავსი აქტივების ბაზარი დაბალი აქტივობით გამოირჩევა, მეტიც, საქართველოში ბაზარი შედარებით ნაკლებ აქტიურია, მონაცემები შესაფასებელ პერიოდში მწირია, აღნიშნული მიზეზის გამო შემფასებელი შეზღუდულია შეფასების მიდგომების შერჩევის თვალსაზრისით.

აღნიშნული პრობლემის აღმოსაფხვრელად, ჩვენს მიერ განხორციელდა შესაფასებელ მოდელში განხორციელებული დაშვებების ტესტირება, მგრძობელობაზე დაშვებების გონივრული დიაპაზონის ალბათობის განსაზღვრით და მასზე დაყრდნობით, ყველაზე მოსალოდნელი ღირებულების სიდიდის და ღირებულების სტანდარტული გადახრის (ღირებულების ვარიაციის) შეფასება.

ჩვენს მიერ შემავალი მონაცემების მიმართ დაშვებულ იქნა შემდეგი გადახრები:

შემოსავლების ზრდის ტემპის ცდომილება 2%, EBITDA მარჟის ცდომილება 1%, სპეციფიკური რისკის ცდომილება 2%. ჯამში მოდელის მიხედვით მიღებული შედეგის სტანდარტული შეცდომის მაჩვენებელია 3%.

ჩვენს მიერ ჩატარდა მონტე-კარლოს სიმულაცია 500 კომბინაციისათვის ზემოთ მოყვანილი გადახრების გათვალისწინებით რომლის მიხედვითაც 70%-იანი ალბათობით ღირებულება განისაზღვრა 22 მლნ. ლარიდან 24 მლნ. ლარამდე დიაპაზონში, ყველაზე მოსალოდნელი მნიშვნელობით 23 მლნ. ლარი. აღნიშნული მაჩვენებელი ახლოს არის შესაფასებელ მნიშვნელობასთან, ამასთან გადახრის მაჩვენებელიც გამოყენებული დაშვებების ფარგლებში მისაღებია, ამიტომ მოდელით მიღებული ღირებულება შეიძლება სანდოდ ჩაითვალოს.

ჩვენს მიერ განხორციელდა მულტიპლიკატორების ანალიზი:

	EV/ SALES 2024	EV/ SALES 2025	EV/ EBITDA 2024	EV/ EBITDA 2025	EV/ EBIT 2024	EV/ EBIT 2025	P/E 2024	P/E 2025
მულტიპლიკატორი	0.65x	0.62x	7.3x	5.6x	7.3x	6.3x	7.2x	6x
SALES	4 838	5 593						
EBITDA			1 132	1 051				
EBIT					1 035	940		
NOI							789	799
EV	3 144	3 467	8 263	5 885	7 555	5 922	5 680	4 794
D	-	-	-	-	-	-	-	-
EQV	3 144	3 467	8 263	5 885	7 555	5 922	5 680	4 794
EA	16 100	16 100	16 100	16 100	16 100	16 100	16 100	16 100

მულტიპლიკატორები მიუთითებენ, რომ საწარმოს საკუთარი კაპიტალის ღირებულება განსაზღვრულია 20-27.5 მლნ ლარის ფარგლებში.

არასაჯარო კომპანიების მულტიპლიკატორები უფრო ნაკლებად განსაზღვრავს ღირებულებას, ვიდრე ამაზე მიუთითებდნენ საჯარო კომპანიების მულტიპლიკატორები.

EV/ SALES	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	P/E
--------------	---------------	-------------	-----

გამოყენებული მაჩვენებელი	1.44x	7x	19.3x	9.6x
SALES	4100			
EBITDA		1148		
EBIT			1066	
NOI				906
EV	5 900	8 036	20 573	8 700
D				
EQV	5 900	8 036	20 573	8 700
EA	16 100	16 100	16 100	16 100

ისეთ ქვეყნებში როგორც საქართველოა, სხვა ქვეყნის მულტიპლიკატორები არ წარმოადგენს კარგ ინდიკატორს ღირებულების შესაფასებლად. პრობლემა საკუთრივ ადეკვატური მულტიპლიკატორების შერჩევაში და შემდგომ მათ კორექტირების სირთულეს უკავშირდება, რომელიც რთულად შესაფასებელია საწარმოთა განსხვავებულობის გამო.

არასაჯარო კომპანიების მულტიპლიკატორებიდან EV/EBIT ამოვარდნილია საერთო სურათიდან და არ მოდის თანხვედრაში სხვა მულტიპლიკატორების შედეგებთან. რაც შეეხება სხვა მულტიპლიკატორების შედეგებს არასაჯარო კომპანიების მულტიპლიკატორებით უფრო მაღალი ღირებულებას გვაძლევს ვიდრე საჯარო კომპანიების კორექტირებული მულტიპლიკატორები. მიუხედავად მულტიპლიკატორების მაჩვენებლების შეუთანხმებლობისა, საერთო ჯამში, DCF მეთოდით მიღებული ღირებულება მოქცეულია იმ დიაპაზონში, რომელიც მულტიპლიკატორებით განისაზღვრება. ამრიგად, მივიჩნევთ, რომ: DCF მოდელი საკმარისად სანდოდ აღწერს კომპანიის მომაველ ფულად ნაკადებს და მასთან დაკავშირებულ რისკებს. მოდელს არ აქვს მაღალი ვარიაცია და მგრძობელობის ანალიზი არ იძლევა მნიშვნელოვან გადახრებს. ამრიგად მოდელი სანდოდ გამოხატავს შეფასების ობიექტის ღირებულებას.

3.4. საბოლოო ღირებულების განსაზღვრა

იმის გათვალისწინებით, რომ შეფასების ბაზას წარმოადგენს საბაზრო ღირებულება და შეფასების ობიექტია საჯარო კომპანიის საკონტროლო წილი, გამოყენებული იქნა ფასდათმობა არასაკონტროლო წილზე და ფასნამატი საკონტროლო წილზე.

2023 წლის 11 დეკემბრის მდგომარეობით კომპანიის ღირებულება ლარში შეადგენს 20 მლნ ლარს.

ფასნამატი კონტროლის არსებობის გამო

იქიდან გამომდინარე, რომ ვაფასებთ B კლასის აქციებს, რომლებსაც ხმათა განაწილებაში უკავიათ 23.6%-იანი წილი და ამასთან არ აქვს სამეთვალყურეო საბჭოს წევრის არჩევის, მისი უკან გამოწვევის/განთავისუფლების პროცესში მონაწილეობის უფლება. გასათვალისწინებელია ფასდათმობა კონტროლის არ არსებობაზე.

საქართველოს მეწარმეთა კანონი იცავს მინორიტარის უფლებებს, მნიშვნელოვან პასუხისმგებლობას აკისრებს მაჟორიტარი წილის მფლობელს, რათა დაუსაბუთებლად არ დააზიანოს მინორიტარის ინტერესები. მეწარმეთა შესახებ კანონი შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოებებში გარკვეულ შემთხვევებში გამორიცხავს მხოლოდ წესდებით პარტნიორთა შორის ურთიერთობების რეგულირებას¹⁸. კანონის თანახმად დივიდენდის გაცემის აკრძალვა დაუშვებელია, რაც პარტნიორს ანიჭებს დივიდენდის

¹⁸ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 1, ნაწილი 2

მოთხოვნის უფლებას(ზოგადი აკრძალვაა ანუ გარკვეული გარემოებების არსებობის შემთხვევაში)¹⁹. პარტნიორმა თავისი უფლებებით სარგებლობისას მხედველობაში უნდა მიიღოს სამეწარმეო საზოგადოებისა და დანარჩენ პარტნიორთა კანონიერი ინტერესები და უფლებები²⁰. კანონი ნებისმიერი პარტნიორს, შესაბამისად, მინორიტარ პარტნიორსაც ანიჭებს უფლებამოსილებას მოსთხოვოს ხელმძღვანელ ორგანოს (დირექტორს) საწარმოსთვის მიყენებული ზიანის ანაზღაურება. შესაბამისად, მაჟორიტარი პარტნიორის მიერ დანიშნული დირექტორი კანონმდებლობით ვერ იმოქმედებს მხოლოდ მაჟორიტარი პარტნიორის ინტერესებიდან გამომდინარე, არამედ ხელმძღვანელი ორგანო დირექტორი ვალდებულია იმოქმედოს კომპანიის ინტერესებიდან და შესაბამისად, ყველა პარტნიორის ინტერესების გათვალისწინებით²¹. ხელმძღვანელი ორგანოს (დირექტორის) პასუხისმგებლობას და მისი პასუხისმგებლობისგან გათავისუფლების საკითხის გადაწყვეტაზე არსებითი გავლენის მოხდენა შეუძლია მინორიტარ პარტნიორს, რომელიც ფლობს მინიმუმ ხმათა 10%-ს²².

შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების გარდაქმნის შემთხვევაში გარდაქმნის შესახებ გადაწყვეტილება მიიღება ყველა პარტნიორის თანხმობით²³. შესაბამისად აღნიშნული ნორმა ადგენს მინორიტარი პარტნიორის გადაწყვეტ ზეგავლენას გარდაქმნის გადაწყვეტილების მიღებისას. რეორგანიზაციის შემთხვევაში კანონმდებლობა ასევე ადგენს პარტნიორისათვის და მათ შორის მინორიტარი პარტნიორისათვის უფლებას მოსთხოვოს კომპანიას თავისი წილის გამოსყიდვა შესაბამისი წინაპირობების არსებობისას²⁴. კანონი ადგენს პარტნიორის, მათ შორის, მინორიტარი პარტნიორის უფლებას მოსთხოვოს კომპანიის დაშლა, შესაბამისი წინაპირობების არსებობისას²⁵. კომპანიის დაშლა, შედეგობრივად იწვევს კომპანიის ლიკვიდაციას, ხოლო ლიკვიდაციის შედეგად პარტნიორები კომპანიის ქონებას ინაწილებენ მათი წილების პროპორციულად²⁶. პარტნიორის, მათ შორის, მინორიტარი პარტნიორის უფლება აქვს მოსთხოვოს, შესაბამისი, ორგანოების, მათ შორის, პარტნიორთა საერთო კრების გადაწყვეტილების ბათილად ცნობა შესაბამისი წინაპირობების არსებობისას²⁷. პარტნიორს, მათ შორის, მინორიტარ პარტნიორს უფლება აქვს, გარიცხოს სხვა პარტნიორი შესაბამისი, წინაპირობების არსებობისას²⁸. პარტნიორს, მათ შორის, მინორიტარ პარტნიორს უფლება აქვს, შესაბამისი წინაპირობების არსებობისას შესაბამისი კომპენსაციის სანაცვლოდ გავიდეს კომპანიიდან, მათ შორის იმ დროს, როდესაც შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოებას დივიდენდი ბოლო 3 წლის განმავლობაში არ გაუნაწილებია, მიუხედავად იმისა, რომ შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების ფინანსური მდგომარეობა ამის საშუალებას იძლეოდა²⁹. პარტნიორს, მათ შორის, მინორიტარ პარტნიორს უფლება აქვს, სრულად იყოს ინფორმირებული კომპანიის საქმიანობის შესახებ³⁰. მეწარმეთა შესახებ კანონის 147-ე და 222-ე მუხლები ერთობლიობაში ადგენენ პარტნიორის, მათ შორის, მინორიტარი პარტნიორის უფლებას, კომპანიის სასარგებლოდ მოითხოვონ ზიანის ანაზღაურება. შესაბამისად, თუ მაჟორიტარი პარტნიორი და მის მიერ დანიშნული დირექტორი ზიანს აყენებენ კომპანიას, მინორიტარ პარტნიორს აქვს მათ წინააღმდეგ სარჩელის შეტანის უფლება.

¹⁹ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 31

²⁰ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 34, ნაწილი 1

²¹ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 50

²² მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 55

²³ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 61

²⁴ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 75

²⁵ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 79

²⁶ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 85

²⁷ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 93

²⁸ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 143

²⁹ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 144

³⁰ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 146

მეწარმეთა შესახებ კანონის 148-ე და 176-ე მუხლები ერთობლიობაში ადგენენ, რომ თუ მაჟორიტარი პარტნიორი არ იმოქმედებს კომპანიის ინტერესებისათვის, შესაბამისად, ყველა პარტნიორის ინტერესებისათვის, მინორიტარ პარტნიორს აქვს შესაძლებლობა მას კომპანიის სასარგებლოდ მოსთხოვოს ზიანის ანაზღაურება და ასევე, პირადად მინორიტარი აქციონერისთვის მიყენებული ზიანის ანაზღაურებაზე. ამრიგად შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ საქართველოს კანონმდებლობით მინორიტარული წილის მფლობელი აღჭურვილია მნიშვნელოვანი უფლებებით, რომელიც მენეჯმენტის და სხვა მათ შორის მაჟორიტარი პარტნიორების ქცევის არსებითი კონტროლის შესაძლებლობას აძლევს.

დევიდ ვ. სიმპსონის უფლებების იერარქიულ ცხრილს თუ გამოვიყენებთ, ვნახავთ რომ მინორიტარული წილის ფასდათმობა შესაძლოა მინიმალური იყოს. თუ ჩვენ შევადარებთ შესაძლებლობას, რომ პარტნიორს აქვს უფლება მოითხოვოს დივიდენდის განაწილება 3 წელიწადში ან მოითხოვოს წილის ღირებულების ანაზღაურება, როგორც უკიდურეს შესაძლებლობას მინორიტარმა მფლობელმა მიიღოს ფულადი ნაკადები კომპანიაში წილის ფლობიდან. 2023 წლის ურისკო განაკვეთი 8,07%-ის ($RF=3,5\%+4,57\%$) პირობებში (ზრდის ფაქტორის უგულვებელყოფის შემთხვევაში თუ დისკონტირებული ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულება იქნება A-ის ტოლი $A = \sum FCF / (1 + RF)^t$), მაშინ 3 წელიწადში ერთხელ დივიდენდების განაწილების შემთხვევაში დისკონტირების განაკვეთი იქნება 26% ($(1 + 8,07\%)^3 - 1$). ამ შემთხვევაში დისკონტირებული ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულება იქნება 0,92 ტოლი ($DLOM = (3 \times FCF / (1 + RF)^3) / A - 1 = FCF / 27.62\% / A - 1$). ამრიგად, დივიდენდებზე წვდომის შეზღუდვის შედეგად წარმოქმნილი ფასდათმობა (მინორიტარული წილის ფასდათმობა) მოცემულ შემთხვევაში შეადგენს 8%. ხოლო კონტროლის პრემია 8.6%.

$$CP = \frac{DLOM}{1 - DLOM} = \frac{8\%}{1 - 8\%}$$

ამრიგად მინორიტარულ წილზე შეიძლება გამოვიყენოთ 8%-იანი ფასდათმობა, ხოლო მაჟორიტარულ წილზე 8.6%-იანი პრემია. აღსანიშნავია, რომ აღნიშნული ფასდათმობა ითვალისწინებს იმ გარემოებას, რომ B კლასის აქციების მფლობელებს არ აქვს სამეთვალყურეო საბჭოს წევრის არჩევის, მისი უკან გამოწვევის/განთავისუფლების პროცესში მონაწილეობის უფლება. ეს გარემოება გათვალისწინებულია დივიდენდების განაწილებაზე სრული კონტროლის უქონლობის გამო ფასდათმობის გათვალისწინებით.

სს გრინ დაზღვევა საქართველოს EQV³¹ (საკუთარი კაპიტალის ღირებულება)	23 259 GEL
ათასი ლარი	
შესაფასებელი წილი	40.3%
ფასდათმობა კონტროლის არ არსებობაზე	8%
სს გრინ დაზღვევა საქართველოს B კლასის აქციების ჯამური საბაზრო ღირებულება, ათასი ლარი	8 624 GEL

4. შეფასების შედეგები

სს გრინ დაზღვევა საქართველოს B კლასის აქციების ჯამური საბაზრო ღირებულება, 2023 წლის 11 დეკემბრის მდგომარეობით შეადგენს 8 624 ათას ლარს.

მონაცემები დამრგვალებულია ასიათასამდე

³¹ Equity Value

B კლასის ერთი აქციის ღირებულება იქნება 2.12873 თეთრი (8 624 616 ÷ 4 051 059)

2020 წლის 28 დეკემბერის შპს გრინ დაზღვევა საქართველოს B კლასის აქციები დაშვებულია საქართველოს საფონდო ბირჟაზე.

B კლასის აქციების უკანასკნელი საბირჟო გარიგება შემდგარია 2021 წლის 12 ოქტომბერს, 1 აქცია – 2.1 ლარად. ხოლო არასაბირჟო გარიგება 2023 წლის 8 აგვისტოს, 1 აქცია – 1.49749 ლარად

იქიდან გამომდინარე, რომ შეფასების შედეგად დადგენილი ღირებულება (2.12873 ლარი) მეტია, გამოსყიდვის განმახორციელებელი პირის მიერ ბოლო 6 თვის განმავლობაში აღნიშნული კლასის აქციებში გადახდილ თანხაზე **სატენდერო შეთავაზების ფასი უნდა განისაზღვროს შესაბამისი კლასის აქციის საბაზრო ღირებულებით, რაც შეადგენს 1 აქცია – 2.12873 ლარს.**

5. დანართები

დანართი 1 საჯარო რეესტრის ამონაწერები

დანართი 2 მოწოდებული ინფორმაციის ნუსხა

დანართი 3 შემფასებლის სერტიფიკატები
