

სს გრინ დაზღვევა საქართველოს

(ს/ნ: 404990435)

B კლასის აქციების სატენდერო
შეთავაზების ფასის შეფასება

კომპანიის წილის საბაზრო ღირებულების შეფასების ანგარიში

2024 წლის 30 ნოემბრის

მდგომარეობით

20 იანვარი, 2025 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.....	- 7 -
2. შესაფასებელი ობიექტის აღწერა და ბაზრის მიმოხილვა.....	- 7 -
2.1. შესაფასებელი ობიექტის აღწერა.....	- 7 -
2.2. ბაზრის მიმოხილვა.....	- 10 -
2.3. აღრიცხვის მიმოხილვა.....	- 15 -
2.4. ფინანსური მიმოხილვა და კორექტირებები.....	- 18 -
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

20 იანვარი 2025

შპს „ქროუ ჯი“ (ს/ნ 405309330) წარმოგიდგენთ შემფასებლის ანგარიშს.

შეფასების ობიექტი და დავალება:

2024 წლის 30 ნოემბრის მდგომარეობით, სს მეტრო ავრასია ინვესთმენტ ჯორჯიას (404392359) მიერ განსახორციელებელი, სს გრინ დაზღვევა საქართველოს (ს/ნ: 404990435) B კლასის აქციების, სავალდებულო სატენდერო შეთავაზების ფასის განსაზღვრა, "ფასიანი ქალაქების 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 1-31 გვერდებზე და განკუთვნილია სს მეტრო ავრასია ინვესთმენტ 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, 2024 წლის 30 ნოემბრის მდგომარეობით, შეადგენს 1 აქცია – 2.20846 ლარს.

პატივისცემით,



დირექტორი, შემფასებელი თეიმურაზ ფარცხალაძე

შემფასებელი ნიკოლოზ ოსტაპენკო

1. სამუშაოს მასშტაბები

1.1. შემფასებელი და დამკვეთი

შპს „ქროუ ჯი“ (ს/ნ 405309330), თეიმურაზ ფარცხალაძე (პ/ნ: 61001007891) და ნიკოლოზ ოსტაპენკო (პ/ნ 01008026183) (შემდგომში შემფასებლები) წარმოადგენს წინამდებარე ანგარიშის 1.2. პუნქტში განსაზღვრული შესაფასებელი ობიექტების შეფასების ანგარიშს.

შემფასებელი თეიმურაზ ფარცხალაძე (პ/ნ: 61001007891) 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 ბიზნესის (სერთიფიკატის N B-0142, მოქმედების ვადა 19.02.2026) სერტიფიცირებულ შემფასებელს. შემფასებელი პასუხს აგებს ქვემოთ აღწერილი მომსახურების შესრულების ხარისხზე.

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 (სერთიფიკატის N A-1299, მოქმედების ვადა 25.10.2025), მოძრავი ქონების (სერთიფიკატის N P-0854, მოქმედების ვადა 05.04.2025) და ბიზნესის (სერთიფიკატის N B-0116, მოქმედების ვადა 05.04.2025) სერტიფიცირებულ შემფასებელს. შემფასებელი პასუხს აგებს ქვემოთ აღწერილი მომსახურების შესრულების ხარისხზე.

დამკვეთი სს მეტრო ავრასია ინვესტიციები 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 I მუხლის შესაბამისად
შეფასების ვალუტა	ლარი
შეფასების თარიღი	2024 წლის 30 ნოემბერი
დასკვნის შედგენის თარიღი	20 იანვარი 2025
ღირებულების განსაზღვრება	საბაზრო ღირებულება არის შეფასებითი (გაანგარიშებითი) თანხა, რომელითაც, აქტივი ან ვალდებულება უნდა გაცვალოს შეფასების თარიღისათვის, გარიგების მსურველ მყიდველსა და დანტერესებულ გამყიდველს შორის, სათანადო მარკეტინგული ღონისძიებების შემდეგ, "გაშლილი მკლავის" პრინციპით დადებულ გარიგებაში, როდესაც თითოეული მხარე მოქმედებს გათვითცნობიერებულად, წინდახედულად და ძალდატანების გარეშე" (შსს 104. 30.1.). საბაზრო ღირებულება აღქმულ (გაგებულ) უნდა იქნას, როგორც

	აქტივის ღირებულება, რომელიც გამოთვლილია მის გაყიდვასთან ან ყიდვასთან დაკავშირებული დანახარჯების და გარიგებასთან დაკავშირებული გადასახადების გარეშე.
გამოყენებული შეფასების სტანდარტები ¹	საერთაშორისო საშემფასებლო სტანდარტები.
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 შესამე 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 2017-2024 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,

¹ წინამდებარე ანგარიშში გამოყენებული ტერმინების დასაზუსტებლად იხილეთ შეფასების საერთაშორისო სტანდარტები 2022

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, საჯაროდ გამოქვეყნებული ფინანსური ანგარიშგებები, პერიოდულ გამოცემებში გამოქვეყნებულ ინფორმაცია, როგორც 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 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. „ანგარიში“ 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 დამფუძვლებლის 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.

² კომპანიაში უკანასკნელი ძირითადი საშუალებების ინვენტარიზაცია 25-12-2024 წელს.

1.6. შეფასების ხარისხი

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. კალანდაძის 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><u>ხელმძღვანელობა და წარმომადგენლობა</u> <u>ფინანსური დირექტორი</u> - ლევან ელიაური, 01013004758 , სადამფუძნებლო შეთანხმებით განსაზღვრული <u>გენერალური დირექტორი</u> - ეკა ცენტერაძე, 01006008925 ერთპიროვნული <u>ირაკლი გველესიანი</u>, 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 მომსახურეობა წარმოადგენს სტანდარტულ მომსახურებას, რომელიც პრინციპულად არ განსხვავდება კონკურენტების მომსახურებისგან და ფასებისაგან. კომპანიის ტერიტორიული დივერსიფიკაციის დონე სტანდარტული სადაზღვევო კომპანიის საშუალო საბაზრო დონესთან მიახლოებულია.

კომპანიაში დასაქმებულია 23 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 10 051 059 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 - 4 051 059 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).

2024 წლის 30 ნოემბრის მდგომარეობით:

- AA კლასი - სს მეტრო ავრასია ინვესტმენტ ჯორჯია (ს/ნ 404392359) – 1 650 000 ერთეული ფასიანი ქაღალდი (100%);
- A კლასი - სს მეტრო ავრასია ინვესტმენტ ჯორჯია (ს/ნ 404392359) – 4 350 000 ერთეული ფასიანი ქაღალდი (100%).
- B კლასი - სულ განთავსებული აქციებია 4 051 059 ცალი. სს მეტრო ავრასია ინვესტმენტ 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 ინვესტმენტ ჯორჯია (ს/ნ 404392359). ხოლო ყველა სხვა გადაწყვეტილებაში ყველა კლასის აქციის გათვალისწინებით სს მეტრო ავრასია ინვესტმენტ 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%

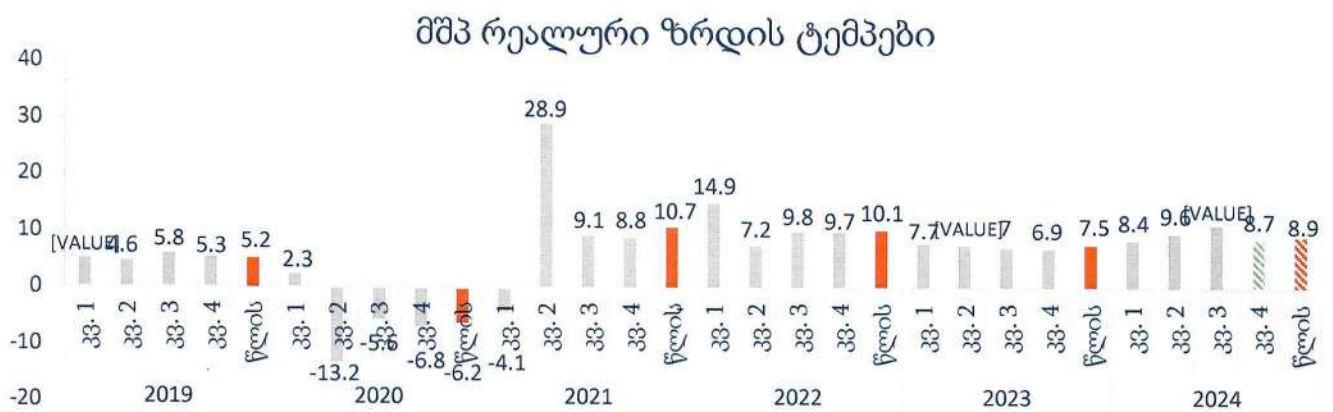
სადაზღვევო საქმიანობის განხორციელების ყველა ეტაპზე მზღვეველის კაპიტალის მინიმალურ ოდენობას განსაზღვრავს სამსახური დაზღვევის სახეობებისა და დაზღვევის ფორმების მიხედვით, ამ ოდენობის შევსებისათვის სამსახურის მიერვე დადგენილი წესის შესაბამისად. ამასთანავე, სადაზღვევო საქმიანობის განხორციელების ყველა ეტაპზე 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.

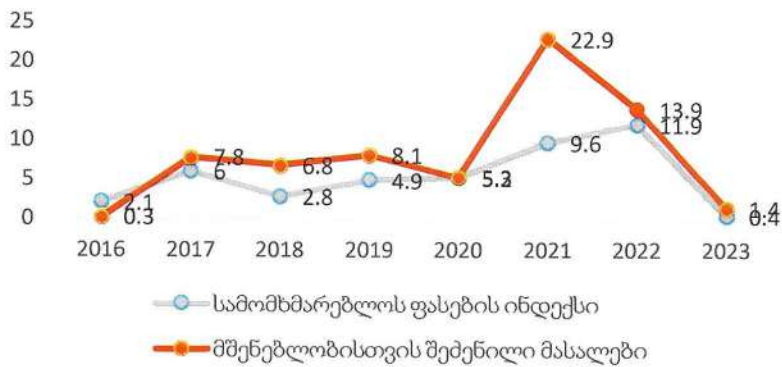
ეროვნული ბანკის მიმდინარე პროგნოზით, 2025 წელს ზრდა 5% იქნება. ეროვნული ბანკის მიმდინარე პროგნოზით, 2024 წელს ზრდა 8.5%, ხოლო ISET-ის კვლევითი ინსტიტუტის მიხედვით ზრდა 8.9% უნდა იყოს. ეროვნული ბანკის 2024 წლის IV კვარტლის მონეტარული პოლიტიკის ანგარიშის მიხედვით 2024 წლის ზრდის განმაპირობებელი ფაქტორი იყო შინამეურნეობების მოხმარების ზრდა და 2025 წელსაც აღნიშნული ფაქტორი იქნება დომინანტური.



წყარო: geostat.ge და iset-pi.ge

სტატისტიკის სამსახურის მონაცემებით 2023 წელს რეალური მშპ ზრდა იყო 7.8%. ეროვნული ბანკის მიმდინარე პროგნოზით, 2024 წელს რეალური მშპ 8.5-9%-ით გაიზრდება, ხოლო 2025 წლის პროგნოზი კი, 5%-იანი ზრდაა.

სტატისტიკის სამსახურის მონაცემებით 2022 წლის დეკემბერში წინა წლის დეკემბერთან შედარებით ინფლაცია იყო 9.8%. 2023 წლის დეკემბრის მდგომარეობით წინა წლის დეკემბერთან შედარებით ინფლაცია 1.9%-ს შეადგენს. ბოლო 5 წლის საშუალო ინფლაციის მაჩვენებელი 6.42%, მაშინ როცა მიზნობრივი ინფლაციის მაჩვენებელი 3%-ს შეადგენს. ინფლაციის მიზნობრივ, მაჩვენებელს მნიშვნელოვნად აღემატება ფაქტიური ინფლაცია. მოთხოვნის ფაქტორების შემსუბუქებამ შექმნა ფასების შემცირების რისკები შედეგად ეროვნულმა ბანკმა რეფინანსირების განაკვეთი ჯერ 9.50%-მდე შეამცირა, ხოლო შემდგომ კი 9%-მდე. დეკემბრის მდგომარეობით რეფინანსირების განაკვეთი 8%-ს შეადგენს.



წყარო: geostat.ge

წლიური ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი, „საქართველოს 2025 წლის სახელმწიფო ბიუჯეტის შესახებ“ საქართველოს კანონის პროექტის მიხედვით არის 9% ხოლო მიზნობრივი ინფლაციის მაჩვენებელი 3%. საერთაშორისო სავალუტო ფონდის პროგნოზით საქართველოს რეალური ზრდა 2024 წელს შეადგენს 6%, ხოლო 2025-2028 წლებისათვის 5%. განვითარებადი ქვეყნების საპროგნოზო რეალური ეკონომიკური ზრდა 2024-2028 წლებისათვის შეადგენს 3.9-4.2%, ხოლო მსოფლიო ეკონომიკის რეალური ზრდის ტემპები 3.1-3.3%. გრძელვადიან პერიოდში ჩვენ შეგვიძლია რეალური ზრდა საშუალო განვსაზღვროთ 5%, ხოლო ინფლაცია 3%, შედეგად გრძელვადიან პერიოდში ზრდის ტემპი იქნება 8%.

სექტორის მიმოხილვა

ქართულ ბაზარზე სულ 19 სადაზღვეო კომპანია ოპერირებს. სადაზღვეო ბაზრის მოცულობა 2017 წლის მდგომარეობით იყო 441 მლნ ლარი, ხოლო 2022 წელს 1,064 მლნ ლარი. პროგნოზირებული წლიური ზრდის ტემპი (CAGR) დაახლოებით 16% . აქტივების მოცულობის ზრდა 14%, ხოლო კაპიტალის ზრდა 16%. მოგების საშუალო წლიური ზრდა კი 38%, ხოლო სადაზღვეო მოგების ზრდა 12%.

სახმელეთო ტრანსპორტის გამოყენებასთან დაკავშირებული სამოქალაქო პასუხისმგებლობის დაზღვევის წილი მთლიან პრემიაში დაახ. 7%-ია. ბაზრის ლიდერ წარმოადგენს ჯი პი აი ჰოლდინგი, რომელსაც ბაზრის დაახ. 17% უჭირავს, ხოლო სს გრინ დაზღვევა საქართველოს დაახ. 0.4%.

ძირითადი მაჩვენებლები



წყარო: <https://insurance.gov.ge/>

სს „გრინ დაზღვევა საქართველო“-ს არ აქვს სამედიცინო დაზღვევა, რაც აქნიშნული სექტორის თითქმის 40%-ზე მეტს შეადგენს.

ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი მაჩვენებელი ბაზარზე არის მოზიდული სადაზღვევო პრემიის მოცულობა: სულ დამდგარი ზარალის და გამომუშავებული პრემიის თანაფარდობა 2023 წელს საშუალოდ 66.5%-ს შეადგენს. ნეტო დამდგარი ზარალის და ნეტო გამომუშავებული პრემიის თანაფარდობა 2023 წელს საშუალოდ 62.3%-ს შეადგენს. სულ ანაზღაურებული სადაზღვევო ზარალის და გამომუშავებული პრემიის თანაფარდობა 2023 წელს საშუალოდ 63.1%-ს შეადგენს. მოქმედი პოლიცების რაოდენობა სამედიცინო დაზღვევის სახეობებში 720,944 ერთეულია, რაც მოსახლეობის მხოლოდ 19%-ია. მოქმედი პოლიცების რაოდენობა სახმელეთო სატრანსპორტო საშუალებათა დაზღვევის სახეობებში 126,065 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 68%. 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. 2020-2023 წლებში სადაზღვევო სექტორში ინვესტიციების მოცულობა ყოველწელს მნიშვნელოვნად იზრდება.

ჩვენს მიერ შესწავლილ იქნა სადაზღვევო კომპანიების კონსოლიდირებული ფინანსური ანგარიშგებები 2018-2022 წლებისათვის. აღნიშნულ სეგმენტში დაახ. 19 კომპანია

ანალიზის მიზანი იყო ხარჯების სტრუქტურის და ძირითადი ეკონომიკური მაჩვენებლების შესწავლა:

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	საშუალო სტ. გადახრა	
EBIT	6%	6%	4%	7%	5%	7%	6%	1%
EBITDA	4%	4%	3%	5%	4%	6%	4%	1%
NOIAT	3%	3%	2%	3%	2%	5%	3%	1%
Total NOIAT	7%	4%	5%	7%	4%	8%	6%	2%
CASH	8%	11%	8%	9%	5%	9%	8%	2%
WC	-18%	-20%	-17%	-19%	-15%	-15%	-17%	2%
salary	12%	12%	13%	14%	14%	12%	13%	1%
Losses, premiums payable and insurance costs	76%	76%	77%	73%	74%	74%	75%	2%
OTHER EXP	7%	7%	7%	8%	9%	7%	7%	1%
investment income	4%	3%	4%	4%	3%	3%	4%	1%
EBITDA/Equity	12%	10%	7%	12%	10%	16%	11%	3%
Total NOIAT/Total Assets	6%	4%	4%	5%	3%	6%	5%	1%
D/A	2%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	0%

2023 წლის მონაცემებით სს გრინ დაზღვევა საქართველოს ძირითადი სტრუქტურა მოზიდული პრემიის მიხედვით ასე გამოიყურება

სადაზღვევო პროდუქტის მიხედვით	წილი
სიცოცხლის დაზღვევა	0.06%
სამოგზაურო დაზღვევა	0.01%
უბედური შემთხვევის დაზღვევა	1.22%
სახმელეთო სატრანსპორტო საშუალებათა დაზღვევა (გარდა სარკინიგზო ტრანსპორტისა)	20.14%
სახმელეთო ტრანსპორტის გამოყენებასთან დაკავშირებული სამოქალაქო პასუხისმგებლობის დაზღვევა	65.55%

ტვირთების დაზღვევა	2.06%
ქონების დაზღვევა	1.61%
დაზღვევა საფინანსო დანაკარგებისაგან	0.01%
ვალდებულებათა შესრულების დაზღვევა	4.11%
სამოქალაქო პასუხისმგებლობის დაზღვევა	5.22%

ჩვენ ანალიტიკურად გავანალიზეთ 2018-2023 წლების მონაცემების მიხედვით სადაზღვეო პროდუქტების მიხედვით საშუალო EBITDA-ს მაჩვენებელი

სადაზღვეო პროდუქტის მიხედვით	საშუალო EBITDA	სტ.გადახრა
სიცოცხლის დაზღვევა	34%	5%
სამოგზაურო დაზღვევა	60%	5%
უბედური შემთხვევის დაზღვევა	58%	3%
სამედიცინო (ჯანმრთელობის) დაზღვევა	-8%	6%
სახმელეთო სატრანსპორტო საშუალებათა დაზღვევა (გარდა სარკინიგზო ტრანსპორტისა)	2%	4%
სახმელეთო ტრანსპორტის გამოყენებასთან დაკავშირებული სამოქალაქო პასუხისმგებლობის დაზღვევა	40%	5%
სარკინიგზო სატრანსპორტო საშუალებათა დაზღვევა	-4%	57%
საჰაერო სატრანსპორტო საშუალებათა დაზღვევა (კორპუსის დაზღვევა)	-14%	21%
საჰაერო სატრანსპორტო საშუალებათა გამოყენებასთან დაკავშირებული პასუხისმგებლობის დაზღვევა	-10%	9%
მცურავი სატრანსპორტო საშუალებების დაზღვევა (კორპუსის დაზღვევა)	9%	45%
მცურავ სატრანსპორტო საშუალებათა გამოყენებასთან დაკავშირებული პასუხისმგებლობის დაზღვევა	4%	18%
ტვირთების დაზღვევა	28%	7%
ქონების დაზღვევა	0%	11%
დაზღვევა საფინანსო დანაკარგებისაგან	-7%	12%
ვალდებულებათა შესრულების დაზღვევა	-24%	18%
საკრედიტო ვალდებულებათა დაზღვევა	22%	25%
სამოქალაქო პასუხისმგებლობის დაზღვევა	9%	6%

აღნიშნული მაჩვენებლებიდან გამომდინარე შესაფასებელი კომპანიის ნორმალიზებული EBITDA, სადაზღვეო პროდუქტების სტრუქტურის გათვალისწინებით დაახ. 27% გამოდის.

ჩვენ მიერ განვითარებად ბაზრებზე მოძიებულ იქნა 8 შესაძარისი კომპანია, რომელიც ოპერირებს შესაბამის სექტორში.

განვითარებად ბაზრებზე კომპანიები შეირჩა საქმიანობის სახის მსგავსების მიხედვით (შერჩეული კომპანიები ეწევიან სადაზღვეო 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 36,92%, რეინვესტირების მაჩვენებელი 5.4% და კაპიტალზე უკუგების

მაჩვენებელი 17.23%. ქართული კომპანიების EBIT და წმინდა საოპერაციო მარეები და საბრუნავი კაპიტალის მაჩვენებლები ჩამორჩება საერთაშორისო ბაზრების მაჩვენებლებს. მოზიდული და საკუთარი კაპიტალის თანაფარდობის და კაპიტალური ხარჯები მსგავსია და უმნიშვნელოა.

	beta		ფინანსური სტრუქტურა				მულტიპლიკატორები			
	β_u	β_L	CRP	D/EQ	D/C	Market Cap USD	EV/ SALES 2025	EV/ SALES 2026	EV/ EBITDA 2025	EV/ EBITDA 2026
AGK	1.05	1.06	6.01%	0.7%	0.7%	309	-	-	-	-
AATSS	0.53	0.53	6.01%	0.5%	0.5%	1350	-	-	-	-
PZU	0.25	0.54	1.13%	145.9%	59.3%	9390	-	-	-	-
AC	0.46	0.51	-	15%	13.1%	54900	-	-	-	-
PC	0.4	0.41	-	4.5%	4.3%	158000	1.13x	1.02x	-	-
CO	0.02	0.02	1.6%	7.5%	7%	711	-	-	-	-
AO	0.35	0.38	1.6%	10.1%	9.2%	59.9	-	-	-	-
CFO	0.71	0.73	-	3.5%	3.4%	25000	-	-	-	-
მედიანა	0.43	0.52	-	6%	5.7%	-	1.13x	1.02x	-	-
სადაზღვეო სექტორი	0.38	0.45	-	9.4%	8.6%	-	0.96x	0.92x	10.4x	10x
დისკონტი/პრემია			-	-	-	-	-31.9%	-31.9%	-31.9%	-31.9%
კორექტ. მაჩვენებელი	0.43	-	-	-	5.7%	-	0.77x	0.69x	7.07x	6.8x
	მულტიპლიკატორები				ფულადი ნაკადების მაჩვენებლები ³					
	EV/ EBIT 2025	EV/ EBIT 2026	P/E 2025	P/E 2026	WC	Sale growth	Exp. Sale growth	NOI	EBIT expected	
AGK	-	-	4.8x	-	-	-	-	-	-	
AATSS	-	-	3.5x	-	-	-	-	-	-	
PZU	-	-	6.8x	6.8x	-	-19%	2.7%	-	13.9%	
AC	-	-	10.9x	10x	-	11.9%	-1.6%	-	10.8%	
PC	8.2x	7.5x	19.3x	18.8x	-	23%	10.3%	-	13.6%	
CO	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
AO	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
CFO	-	-	22x	20.2x	-	31.9%	6.1%	-	-	
მედიანა	8.2x	7.5x	8.9x	14.4x	-	14.4%	4.4%	-	13.6%	
სადაზღვეო სექტორი	9.1x	8.2x	12x	10.9x	-4.41%	10.56%	12.79% ⁴	10.12%	10.15%	
დისკონტი/პრემია	-31.9%	-31.9%	-31.9%	-31.9%	-	-	-	-	-	
კორექტ. მაჩვენებელი	5.6x	5.1x	6.1x	9.8x	-	-	-	-	-	

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

ჩვენს მიერ გაანალიზდა სექტორში არსებული არასაჯარო კომპანიების გაყიდვებიც. ამ მიზნით შეირჩა შემდეგი კომპანიები: CIG Pannónia Életbiztosít 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

³ განვითარებადი ბაზრებისათვის დაზღვევა (საერთო)

⁴ მოსალოდნელი ზრდის ტემპი მომდევნო 5 წლისათვის

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	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	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.

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	2024 (11)
ნაღდი ფული და მისი ექვივალენტები	577	1507	2675	2409	3435
ბანკებში განთავსებული თანხები	11706	11359	11269	11629	13058
მოთხოვნები დაზღვევიდან და გადაზღვევიდან	601	78	14	86	535
გადაზღვევის აქტივი	14	155	242	224	306
გაცემული სესხები				2035	2002
სხვა მოკლევადიანი აქტივები	37	287	151		428
მოკლევადიანი დებიტორული დავალიანებები, დაბანდებები და ფული	12935	13386	14351	16383	19764
ძირითადი საშუალებები	30	23	21	49	38
არამატერიალური აქტივი	65	47	28	40	30
სხვა აქტივები	51	101	118	51	176
გრძელვადიანი აქტივები	146	171	167	140	244
სულ აქტივები	13081	13557	14518	16523	20008
ვალდებულებები სადაზღვეო კონტრაქტებიდან	596	408	890	927	1893
სხვა სადაზღვეო ვალდებულებები	15				
საიჯარო ვალდებულებები მიმდ.	44	102	120	53	
საგადასახადო ვალდებულებები	34	-	-	285	
სავაჭრო და სხვა ვალდებულებები	538	473	1112	859	1065
მიმდინარე ვალდებულებები	1227	983	2122	2124	2958
სესხები	-	-	-		
გრძელვადიანი ვალდებულებები	0	0	0	0	0
ვალდებულებები	1227	983	2122	2124	2958
სააქციო კაპიტალი	10000	10102	10102	10102	10102
გაუნაწილებელი მოგება	1854	2472	2294	4297	6948
კაპიტალი	11854	12574	12396	14399	17050
ვალდებულებები+კაპიტალი	13081	13557	14518	16523	20008

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 16 493 ათასი ლარით. აგრეთვე, კომპანიას აქვს გაცემული სესხი 2,002 ათასი ლარი ურთიერთდამოკიდებულ პირზე საპროცენტო განაკვეთი შეადგენს 20%. სესხის თანხის დაფარვა ხორცილდება პერიოდის ბოლოს. აღსანიშნავია, რომ უზრუნველყოფილი სესხების საბაზრო საპროცენტო განაკვეთი ლარში 12,34-13,02%-ის ფარგლებში მერყეობს. იქიდან გამომდინარე, რომ სესხი არ არის უზრუნველყოფილი გასათვალისწინებელია დეფოლტის სპრედი, რომელიც შეიძლება 3-8%-ის დიაპაზონში იყოს განსაზღვრული. მაქსიმალური მაჩვენებლის აღების შემთხვევაში ვფიქრობთ სესხის საპროცენტო განაკვეთი გამოხატავს დეფოლტის აღნიშნულ რისკ. ამრიგად სესხის გადაფასების აუცილებლობას ვერ ვხედავთ.

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. საბრუნავი კაპიტალი საკმაოდ მაღალია და საშუალო - 35%, მაშინ როცა საშუალო საბაზრო მაჩვენებელი -17%-ს შეადგენს. ამიტომ, მიგვაჩნია, რომ შეფასების დროს გამოყენებულ უნდა იქნას საშუალო საბაზრო მაჩვენებელი.

	2020	2021	2022	2023	2024	საშუალო	სტ.გადახრა
საოპერაციო მიმ. აქტივების წილი ბრუნვაში	24%	16%	11%	7%	37%	19%	10%
დებ. დავალიანებების ბრუნვა	4.11	5.21	7.92	11.97	4.37	7	3
დებ. დავალიანებების ამოღების პერიოდი	88.8	70.0	46.	30.4	83.4	64	22
საოპერაციო მიმ. ვალდებულებები წილი ბრუნვაში	46%	32%	58%	49%	86%	54%	18%
კრედიტ. დავალიანებების ბრუნვა	2.18	2.76	2.36	2.02	1.36	2.14	0.46
კრედიტ. დავალიანებების დაფარვის პერიოდი	153	132	154	181	269	178	48
წმინდა საბრუნავი კაპიტალის წილი ბრუნვაში	-21%	-14%	-47%	-42%	-49%	-35%	14%

4) გრძელვად 1-1.5%-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	2024 (11)
	1	2	3	4	5
მთლიანი მოზიდული პრემია (1)	2678	3055	3671	4291	3452
გადაზღვევის წილი გამოუმუშავებელი პრემიის რეზერვის ცვლილებაში (2)	14	163			
გადაზღვევის წილი სადაზღვეო ზარალებში (3)	-	6			
შემოსავალი რეგრესიდან (4)	41	77			21
სულ შემოსავალი სადაზღვეო საქმიანობიდან (5)	2733	3301	3671	4291	3473
სადაზღვეო მომსახურების ხარჯი			-1236	-962	
წმინდა ხარჯი გადაზღვევის ხელშეკრულებიდან			-141	-333	
გადამზღვეველის პრემია (6)	-26	-372			-499
გამომუშავებული პრემიის რეზერვის ცვლილება (7)	-198	-351			-81
ანაზღაურებული სადაზღვეო ზარალი და დაკ. ხარჯი (8)	-151	-358			-439
სადაზღვეო ზარალის წმინდა ცვლილება (9)	-7	-13			
აკვიზიციური ხარჯები (10)	-30	-60			
გაუფასურების რეზერვის აღდგენა (11)	-	-	-		
ზარალი, გადასახდელი პრემია და სადაზღვეო ხარჯები (12)	-412	-1154	-1377	-1295	-1019
მთლიანი მოგება სადაზღვეო საქმიანობიდან (13)	2321	2147	2294	2996	2454
წმინდა საპროცენტო შემოსავალი (14)	492	588	448	870	1245
სხვა შემოსავალი (15)	33	8	3	22	104
მოგება/ზარალი საკუროს სხვაობიდან (16)	1054	-568	-1522	-41	357
მათ შორის სადაზღვეო საქმიანობიდან საკუროსო (17)	-5	15			
მთლიანი მოგება (18)	3900	2175	1223	3847	4160
ხელფასები (19)	-674	-825	-818	-762	-797
საერთო და ადმინისტრაციული ხარჯები (20)	-599	-480	-584	-751	-283
სხვა ხარჯები (21)	-375	-10	-15	-11	-99
მოგება დაბეგრამდე (22)	2252	860	-194	2323	2981

მოგების გადასახადი (23)	-399	-137	16	-320	-447
წმინდა მოგება (24)	1853	723	-178	2003	2534

მთლიანი მოგების მარჟა სადაზღვეო საქმიანობიდან (13)/(5)	85%	65%	62%	70%	71%
მთლიანი მოგების მარჟა (18)/((5)+(14)+(15)+(16))	90%	65%	47%	75%	80%
საოპერაციო EBIT (22)/((5)+(14)+(15)+(16))	52%	26%	-7%	45%	58%
საოპერაციო ნორმალიზებული EBIT ((13)+(17)+(19)+(20)+(21))/(5))	25%	25%	24%	34%	37%
საოპერაციო EBITDA (22+DA)/((5)+(14)+(15)+(16))	55%	28%	-4%	47%	59%
საოპერაციო ნორმალიზებული EBITDA ((13)+(17)+(19)+(20)+(21)+ DA)/(5))	28%	28%	26%	36%	39%
საოპერაციო წმინდა მოგება (24)/((5)+(14)+(15)+(16))	43%	22%	-7%	39%	49%
საოპერაციო ნორმალიზებული წმინდა მოგება ((13)+(17)+(19)+(20)+(21)+DA)*0.85/(5)	24%	24%	22%	31%	33%

უჩვეულო და არარეგულარული მუხლები - არ გვხვდება არსებითი მნიშვნელობის უჩვეულო და არარეგულარული მუხლები. ჩვენს მიერ ნორმალიზება განხორციელდა არატიპიურ შემოსავლებზე და საკურსო სხვაობებზე, რომლების არ მიეკუთვნება საოპერაციო საქმიანობას. კომპანიის საშუალო ნორმალიზებული მთლიანი მოგება შეადგენს 85%, EBITDA 32%, EBIT - -29%. ხოლო წმინდა მოგება - 27%. სტანდარტული გადახრა 5-6%-ს შეადგენს რაც მოგების სტაბილურობაზე მიუთითებს. მაღალია საკურსო 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. სადაზღვეო პროდუქტების გათვალისწინებით, EBITDA შეგვიძლია განვსაზღვაროთ 27%-ით, რომელიც წარმოადგენს სადაზღვეო პროდუქტების მიხედვით კორექტირებულ საშუალო მაჩვენებელს. ეს მაჩვენებელი არ 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. აღსანიშნავია, რომ EBITDA 27% ჩამორჩება კომპანიის ბოლო 5 წლის საშუალო მაჩვენებელს თუმცა იმყოფება ერთი სტანდარტული გადახრის დიაპაზონში.

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 შესაბამება Duff & Phelps-ის მიერ შემოთავაზებულ ზომას⁵.

რისკის ქულა ასევე ასახავს კომპანიის სპეციფიკურ ფასდაკლებას ლიკვიდურობაზე. ამის თეორიულ საფუძველს წარმოადგენს ემპირიული დაკვირვება, რომ ორი სხვაგვარად იდენტური

⁵ ყურადღება: ყველაზე სტანდარტიზებული და სასამართლო შეფასების დავალებებისას, ასეთი პრემია შესაძლოა მწელი დასაბუთებული იყოს.

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									
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
ლევერიჯი	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 ბიზნესი 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, უპირანია 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 შემენიდან შემოსავალს მოელოან იმ ინვესტიციების მსგავსად, რომლებსაც მსგავსი შემოსავლიანობა და რისკები გააჩნია. შემოსავლის რისკის შეფასების და შემოსავლიანობის ნორმის განსაზღვრის მიზნით, უნდა მოხდეს ისეთი ფაქტორების გათვალისწინება, როგორიცაა 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 წანამძღვრებს:

- 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 გარეშე⁶ და დაკორექტირდა კაპიტალის საბაზრო სტრუქტურის მაჩვენებლით⁷ ($D/E=9.4\%$) და მოგების გადასახადით (15%);

$$\beta_R = \beta_u \left(1 + \frac{D}{E}(1 - t) \right) = 0.43 \times (1 + 9.4\% \times 0.85) \approx 0.40$$

- $(R_m - R_f)$ - ბაზრის რისკის პრემია. მამ მიმართულებითაც გამოყენებულ იქნა ნორმალიზებული მაჩვენებლები, ვინაიდან მიგვაჩნია, რომ ბაზრები ერთიანობაში საკმარისად ეფექტური არ არის და მათ განვითარების პროგნოზირება ისტორიულ კონტექსტში არის შესაძლებელი;
- R_z - ზომის რისკი⁸, დაფის და ფელფის 2020 წლის წელიდწლეულის მიხედვით (კორექტირებული კაპიტალიზაციის ლოგიკის მიხედვით) მცირე კომპანიების ზომის რისკის პრემია შეადგენდა 4%-ს.
- R_s - სპეციფიური რისკი, განსაზღვრულ იქნეს სტრუქტურული მიდგომის საფუძველზე, ქვემოთ მოცემული სქემის მიხედვით:

სპეციფიკური რისკი

მენეჯმენტის კომპონენტი ⁹	0.75%
მომხმარებელთა, პროდუქციის ტერიტორიული დივერსიფიკაცია ¹⁰	0.75%

⁶ აღსანიშნავია, რომ შერჩეული კომპანიების მაჩვენებლები უფრო რისკიანია, ვიდრე კვების პროდუქტების სექტორი

⁷ განხორციელდა დაშვება, რომ მომავალში მოხდება კაპიტალის სტრუქტურის ოპტიმიზაცია

⁸ 2020 Summary Edition, Bonds, Bills, and Inflation (Interpretive Analysis and Insights). Duff&Phelps

⁹ მარკეტინგს სტრატეგია არ არის ნათელი - საშუალოზე მაღალი რისკი, ცვალებადი გარემოს მიმართ მენეჯმენტის ადაპტაციის უნარი - რეალური ღირებულებისათვის დაბალი რისკი..

¹⁰ ბაზრის უმნიშვნელო წილი და პროდუქციის დაბალი დივერსიფიკაცია, კლიენტთა გარკვეული ლოიალურობა - დაბალი რისკი.

კონკურენცია დარგში ¹¹	1,25%
სხვა რისკები ¹²	-
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	9.4%	S&P Capital IQ
β_u	0.43	S&P Capital IQ
β_L	0.40	
ქვეყნის რისკი	4.4%	დამუდარანის მონაცემები
ზომის რისკი	4.0%	www.duffandphelps.com ¹³
სპეციფიკური რისკი	2.75%	იხ. დანართი 2
CoE	16.85%	
D/(D+E)	8.6%	
CoD	8.88%	nbg.gov.ge
WACC	16.05%	
WACC (GEL)	20.6%	$(1+WACC)*(1+6\%)/(1+2\%)-1$

ტერმინალური ღირებულების განსაზღვრა

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

ფულადი ნაკადების საპროგნოზო პარამეტრების განსაზღვრისას გამოყენებული დაშვებები:

- სავალუტო კურსის და ეროვნული ვალუტის არასტაბილურობა უმნიშვნელო გავლენას ახდენს კომპანიის საოპერაციო ინდიკატორების მნიშვნელობებზე. ამასთანავე 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 ნორმალური ინფლაციის განაკვეთით დაახ. 6%, ხოლო სადაზღვეო კომპანიების საერთო ბრუნვის ზრდის საშუალო ტემპი 16%, კომპანიის 17% (2020-2023), კომპანიის საშუალო ზრდის მაჩვენებელი არასრული წლის გათვალისწინებით 9,4% (2020-2024), ხოლო საერთაშორისო ბაზრებზე შესადარისი კომპანიების 14,4%, მოსალოდნელი ზრდის ტემპი მომდევნო 5 წლის განმავლობაში 4,4%, ინდუსტრიის საშუალო 10,56%, ხოლო მოსალოდნელი მომდევნო 5 წლის განმავლობაში 12,79%. გრძელვადიან პერიოდში ჩვენ შეგვიძლია რეალური ზრდა საშუალო განვსაზღვროთ 5%, ხოლო ინფლაცია 3%, შედეგად გრძელვადიან პერიოდში ზრდის ტემპი იქნება 8%. ამრიგად საპროგნოზო პერიოდში შესაძლებელია 16%-იანი ზრდის ტემპიდან 8%-მდე შემცირებადი ზრდის ტემპის ალება 10 წლიანი საპროგნოზო პერიოდის გათვალისწინებით.

¹¹ დარგში კონკურენცია საშუალო

¹² გათვალისწინებულია მოდელის და დისკონტირების განაკვეთის სხვა კომპონენტებში

¹³ Stocks, Bonds, Bills, and Inflation® (SBBBI®) (2020 Summary Edition) Interpretive Analysis and Insights Through December 31, 2019. Duff & Phelps. P. 132

- 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 27%. 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 0.4%.
- ნორმალიზებული შემოსავალი განისაზღვრა 2023 და 2024 წლის შემოსავლების მიხედვით, წლიური მოზიდული პრემიის მიხედვით, შესაბამისი პერიოდის პროპორციულად $(4291 \cdot 1/12 + 3452) \approx 3800$.

გრინ დაზღვევა საქართველო

პერიოდი	ნორმ.	პროგნოზი										
		2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
შემოსავალი												
საოპერაციო შემოსავლები	3,800	4,365	4,963	5,587	6,226	6,866	7,494	8,093	8,741	9,440	10,195	
შემოსავლები	3,800	4,365	4,963	5,587	6,226	6,866	7,494	8,093	8,741	9,440	10,195	
შემოსავლების ზრდა %	16.0%	15%	14%	13%	11%	10%	9%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	
EBITDA	1,026	1,104	1,170	1,221	1,254	1,265	1,253	1,214	1,311	1,416	1,529	
EBITDA მარჯა %	27%	25%	24%	22%	20%	18%	17%	15%	15%	15%	15%	
ცვეთა	- 81.00	- 85.86	- 91.01	- 96.47	- 102.26	-108.40	-114.90	- 121.79	- 129.10	-	-	
EBIT	945	1,018	1,079	1,125	1,152	1,157	1,138	1,092	1,182	1,279	1,384	
EBIT მარჯა %	25%	23%	22%	20%	19%	17%	15%	13%	14%	14%	14%	
დარგის საშუალო საბრუნავი კაპიტალი (შემოსავლის%)	-17%	- 1,689.00	- 741.98	- 843.73	- 949.80	- 1,058	- 1,167	- 1,273	- 1,375	- 1,485	- 1,604	- 1,733
კაპიტალური დანახარჯები	0.4%	- 15.20	- 17.46	- 19.85	- 22.35	- 24.90	- 27.46	- 29.97	- 32.37	- 34.96	- 37.76	- 40.78
კომპანიის მონაცემები												
EBIT			1,018	1,079	1,125	1,152	1,157	1,138	1,092	1,182	1,279	1,384
- გადასახადები FCFF	15%		(153)	(162)	(169)	(173)	(174)	(171)	(164)	(177)	(192)	(208)
+ ამორტიზაცია			86	91	96	102	108	115	122	129	137	145
- Δ საბრუნავი კაპიტალი			(947)	102	106	109	109	107	102	110	119	128
- Δ კაპიტალური დანახარჯები			(17)	(20)	(22)	(25)	(27)	(30)	(32)	(35)	(38)	(41)
FCFF			(14)	1,090	1,136	1,165	1,173	1,159	1,120	1,209	1,305	1,409
დისკონტის პერიოდი			0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5	9.5
დისკონტირების განაკვეთი	20.6 %		0.91	0.76	0.63	0.52	0.43	0.36	0.30	0.25	0.20	0.17
DFCF			(12)	823	711	605	505	414	331	297	266	238
ტერმინალური პერიოდის ღირებულება (ზრდა%)	8%											1,690
PIV			5,867 ₾									
ჭარბი ფული			16,146 ₾									
გაცემული სესხი			2,002 ₾									
კაპიტალის სამართლიანი ღირებულება EQV			24,015 ₾									

კომპანიის თავისუფალი ფულადი ნაკადების დისკონტირება

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 მარჯის 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 მოდელის ცდომილება არის 22%. თუმცა ჭარბი აქტივების ღირებულების გათვალისწინებით საკუთარი კაპიტალის ღირებულება განისაზღვრა 23 მლნ. ლარიდან 25 მლნ. ლარამდე დიაპაზონში, ყველაზე მოსალოდნელი მნიშვნელობით 24 მლნ. ლარი. გადახრის მაჩვენებელიც გამოყენებული დაშვებების ფარგლებში მისაღებია, ამიტომ მოდელით მიღებული ღირებულება შეიძლება სანდოდ ჩაითვალოს.

ჩვენს მიერ განხორციელდა მულტიპლიკატორების ანალიზიც:

	EV/ SALES 2025	EV/ SALES 2026	EV/ EBITDA 2025	EV/ EBITDA 2026	EV/ EBIT 2025	EV/ EBIT 2026	P/E 2025	P/E 2026
მულტიპლიკატორი	0.77x	0.69x	7.07x	6.8x	5.6x	5.1x	6.1x	9.8x
SALES	4 426	5 112						
EBITDA			1 104	1 170				
EBIT					1 018	1 079		
NOI							805	853
EV	3 144	3 467	7 805	7 805	5 700	5 502	4 910	8,359
D	-	-	-	-	-	-	-	-
EQV	3 144	3 467	7 805	7 805	5 700	5 502	5 680	4 794
EA	18 148	18 148	18 148	18 148	18 148	18 148	18 148	18 148

მულტიპლიკატორები მიუთითებენ, რომ საწარმოს საკუთარი კაპიტალის ღირებულება განსაზღვრულია 21-26 მლნ ლარის ფარგლებში. არასაჯარო კომპანიების მულტიპლიკატორები იგივე დიაპაზონში განსაზღვრავს ღირებულებას.

	EV/ SALES	EV/ EBITDA	P/E
გამოყენებული მაჩვენებელი	1.44x	7x	9.6x
SALES	3800		
EBITDA		1027	
NOI			747
EV	5 472	7 189	7 171
D			
EQV	5 472	7 189	7 171
EA	18 148	18 148	18 148

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.

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.

2024 წლის 30 ნოემბრის მდგომარეობით კომპანიის ღირებულება ლარში შეადგენს 24 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 რეგულირებას¹⁴. კანონის თანახმად დივიდენდის გაცემის აკრძალვა დაუშვებელია, რაც პარტნიორს ანიჭებს დივიდენდის მოთხოვნის უფლებას(ზოგადი აკრძალვა ანუ გარკვეული გარემოებების არსებობის შემთხვევაში)¹⁵. პარტნიორმა თავისი უფლებებით სარგებლობისას მხედველობაში უნდა მიიღოს სამეწარმეო საზოგადოებისა და დანარჩენ პარტნიორთა კანონიერი ინტერესები და

¹⁴ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 1, ნაწილი 2

¹⁵ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 31

უფლებები¹⁶. 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 გათვალისწინებით¹⁷. ხელმძღვანელი ორგანოს (დირექტორის) პასუხისმგებლობას და მისი პასუხისმგებლობისგან გათავისუფლების საკითხის გადაწყვეტაზე არსებითი გავლენის მოხდენა შეუძლია მინორიტარ პარტნიორს, რომელიც ფლობს მინიმუმ ხმათა 10%-ს¹⁸.

შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების გარდაქმნის შემთხვევაში გარდაქმნის შესახებ გადაწყვეტილება მიიღება ყველა პარტნიორის თანხმობით¹⁹. შესაბამისად აღნიშნული ნორმა ადგენს მინორიტარი პარტნიორის გამაწყვეტ ზეგავლენას გარდაქმნის გადაწყვეტილების მიღებისას. რეორგანიზაციის შემთხვევაში კანონმდებლობა ასევე ადგენს პარტნიორისათვის და მათ შორის მინორიტარი პარტნიორისათვის უფლებას მოსთხოვოს კომპანიას თავისი წილის გამოსყიდვა შესაბამისი წინაპირობების არსებობისას²⁰. კანონი ადგენს პარტნიორს, მათ შორის, მინორიტარი პარტნიორის უფლებას მოსთხოვოს კომპანიის დაშლა, შესაბამისი წინაპირობების არსებობისას²¹. კომპანიის დაშლა, შედეგობრივად იწვევს კომპანიის ლიკვიდაციას, ხოლო ლიკვიდაციის შედეგად პარტნიორები კომპანიის ქონებას ინაწილებენ მათი წილების პროპორციულად²². პარტნიორს, მათ შორის, მინორიტარი პარტნიორის უფლება აქვს მოსთხოვოს, შესაბამისი, ორგანოების, მათ შორის, პარტნიორთა საერთო კრების გადაწყვეტილების ბათილად ცნობა შესაბამისი წინაპირობების არსებობისას²³. პარტნიორს, მათ შორის, მინორიტარ პარტნიორს უფლება აქვს, გარიცხოს სხვა პარტნიორი შესაბამისი, წინაპირობების არსებობისას²⁴. 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 იძლეოდა²⁵. პარტნიორს, მათ შორის, მინორიტარ პარტნიორს უფლება აქვს, სრულად იყოს ინფორმირებული კომპანიის საქმიანობის შესახებ²⁶. 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. 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

¹⁶ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 34, ნაწილი 1

¹⁷ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 50

¹⁸ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 55

¹⁹ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 61

²⁰ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 75

²¹ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 79

²² მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 85

²³ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 93

²⁴ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 143

²⁵ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 144

²⁶ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 146

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 7,9%-ის ($RF=3,5\%+4,4\%$) პირობებში (ზრდის ფაქტორის უგულებელყოფის შემთხვევაში თუ დისკონტირებული ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულება იქნება A-ის ტოლი $A = \sum FCF / (1 + RF)^i$), მაშინ 3 წელიწადში ერთხელ დივიდენდების განაწილების შემთხვევაში დისკონტირების განაკვეთი იქნება 26% ($(1 + 7,9\%)^3 - 1$). ამ შემთხვევაში დისკონტირებული ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულება იქნება 0,925 ტოლი ($DLOM = (3 \times FCF / (1 + RF)^3) / A - 1$). ამრიგად, დივიდენდებზე წვდომის შეზღუდვის შედეგად წარმოქმნილი ფასდათმობა (მინორიტარული წილის ფასდათმობა) მოცემულ შემთხვევაში შეადგენს 7.5%. ხოლო კონტროლის პრემია 8.1%.

$$CP = \frac{DLOM}{1 - DLOM} = \frac{7.5\%}{1 - 7.5\%}$$

ამრიგად მინორიტარულ წილზე შეიძლება გამოვიყენოთ 7.5%-იანი ფასდათმობა, ხოლო მაჟორიტალურ წილზე 8.1%-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 EQV ²⁷ (საკუთარი კაპიტალის ღირებულება)	24 015 GEL
ათასი ლარი	
შესაფასებელი წილი	40.3%
ფასდათმობა კონტროლის არ არსებობაზე	7.5%
სს გრინ დაზღვევა საქართველოს B კლასის აქციების ჯამური საბაზრო ღირებულება, ათასი ლარი	8 946 GEL

4. შეფასების შედეგები

სს გრინ დაზღვევა საქართველოს B კლასის აქციების ჯამური საბაზრო ღირებულება, 2024 წლის 30 ნოემბრის მდგომარეობით შეადგენს 8 946 ათას ლარს.

მონაცემები დამრგვალებულია ასიათასამდე

B კლასის ერთი აქციის ღირებულება იქნება 2.20846 თეთრი ($8\ 624\ 600 \div 4\ 051\ 059$)

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

²⁷ Equity Value

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 (2.20846 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 - 2.20846 ლარს.

5. დანართები

დანართი 1 საჯარო რეესტრის ამონაწერები

დანართი 2 მოწოდებული ინფორმაციის ნუსხა

დანართი 3 შემფასებლის სერტიფიკატები



**ამონაწერი მენარმეთა და არასამენარმეთა
(არაკომერციული) იურიდიული პირების
რეესტრიდან**

განაცხადის რეგისტრაციის ნომერი, მომზადების თარიღი: B24063194, 21/05/2024 14:01:00

სუბიექტი

საფირმო სახელწოდება: სს გრინ დაბლვევა საქართველო
სამართლებრივი ფორმა: სააქციო საზოგადოება
საიდენტიფიკაციო ნომერი: 404990435
რეგისტრაციის ნომერი, თარიღი: 13/05/2013
მარეგისტრირებული ორგანო: სსიპ საჯარო რეესტრის ეროვნული სააგენტო
იურიდიული მისამართი: საქართველო, თბილისი, საბურთალოს რაიონი, ა. კალანდაძის ქ., №4

რეორგანიზაციის ისტორია

რეორგანიზაციამდელი სამართლებრივი ფორმა	ოპერაცია	რეორგანიზაციის შემდგომი სამართლებრივი ფორმა	თარიღი
შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება	გარდაქმნა	სააქციო საზოგადოება	07/12/2015

ინფორმაცია ლიკვიდაციის/ რეორგანიზაციის/ გადახდისუუნარობის პროცესის მიმდინარეობის შესახებ

რეგისტრირებული არ არის

მმართველობის ორგანო

- საერთო კრება
- სამეთვალყურეო საბჭო
 - თავმჯდომარე/წევრი: რაულ ვახაძე, 61009005265
 - თავმჯდომარის მოადგილე/წევრი: ირაკლი სირაძე, 01010005299
 - წევრი: ოზგურ გუვენ, 47533193274, 520533009 /თურქეთი/
 - წევრი: ლაშა ნიკოლაძე, 01024019264

ხელმძღვანელობა/წარმომადგენლობა

- ფინანსური დირექტორი - ლევან ელიაური, 01013004758 ,სადამფუძნებლო შეთანხმებით განსაზღვრული
- გენერალური დირექტორი - ევა ცენტერაძე, 01006008925 ,ერთპიროვნული
- ირაკლი გველესიანი, 01019049484 ,სადამფუძნებლო შეთანხმებით განსაზღვრული გაყიდვების დირექტორი

კაპიტალი

განთავსებული კაპიტალი

10051059 ლარი

ყადალა/აკრძალვა

რეგისტრირებული არ არის

საგადასახადო გირავნობა/იპოთეკის უფლება

რეგისტრირებული არ არის

მოდრავ ნივთებსა და არამატერიალურ ქონებრივ სიკეთეზე გირავნობა/ლიზინგის უფლება

რეგისტრირებული არ არის

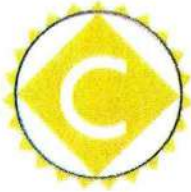
მოვალეთა რეესტრი

რეგისტრირებული არ არის

- ფიზიკური პირის მიერ არასამეწარმეო საქმიანობის ფარგლებში 2 წლამდე ვადით საკუთრებაში არსებული ქონების/აქტივის მინოდებით ნამეტი შემოსავლის მიღების შემთხვევაში ფიზიკური პირი ვალდებულია არაუგვიანეს საანგარიშო თვის მომდევნო თვის 15 რიცხვისა საგადასახადო ორგანოს წარუდგინოს დეკლარაცია საშემოსავლო გადასახადის შესახებ და ამავე ვადაში გადაიხადოს კუთვნილი საშემოსავლო გადასახდი.
- საგადასახადო წლის განმავლობაში გადახდის წყაროსთან დაუკავებლად 1000 ლარის ან მეტი ღირებულების ქონების საჩუქრად მიღებისას საშემოსავლო გადასახადი გადახდას ექვემდებარება საანგარიშო წლის მომდევნო წლის 1 აპრილამდე, რის შესახებაც აღნიშნული ფიზიკური პირი იმავე ვადაში წარუდგენს დეკლარაციას საგადასახადო ორგანოს.
- აღნიშნული ვალდებულების შეუსრულებლობა წარმოადგენს საგადასახადო სამართალდარღვევას, რაც იწვევს პასუხისმგებლობას საგადასახადო კოდექსის XL თავის მიხედვით.
- დოკუმენტის ნამდვილობის გადამოწმება შესაძლებელია საჯარო რეესტრის ეროვნული სააგენტოს ოფიციალურ ვებ-გვერდზე www.napr.gov.ge;
- ამონაწერის მიღება შესაძლებელია ვებ-გვერდზე www.napr.gov.ge , ნებისმიერ ტერიტორიულ სარეგისტრაციო სამსახურში, იუსტიციის სახლებსა და სააგენტოს ავტორიზებულ პირებთან;
- ამონაწერში ტექნიკური ხარვეზის აღმოჩენის შემთხვევაში დაგვიკავშირდით: 2 405 405 ან პირადად შეავსეთ განაცხადი ვებ-გვერდზე;
- კონსულტაციის მიღება შესაძლებელია იუსტიციის სახლის ცხელ ხაზზე 2 405 405;
- საჯარო რეესტრის თანამშრომელთა მხრიდან უკანონო ქმედების შემთხვევაში დაგვიკავშირდით ცხელ ხაზზე: 2 405 405

დანართი 2

1. 2020-2024 წლის ფინანსური ანგარიშგებები
2. ინფორმაცია წილების განაწილების შესახებ
3. ინფორმაცია კომპანიის საქმიანობის შესახებ, ორგანიზაციული სტრუქტურის შესახებ.



შეფასებელთა და ექსპერტთა პროფესიული განვითარების ცენტრის სერტიფიკაციის ორგანო
VALUERS AND EXPERTS PROFESSIONAL DEVELOPMENT CENTER CERTIFICATION BODY
 certification.org.ge



შესაჯაროსობის
ს ე რ ტ ი ფ ი კ ა ც ი ა

CERTIFICATE OF COMPETENCY

მფლობელი: **თეიმურაზ ფარცხალაძე**

Issued to: **TEIMURAZ PARTSKHALADZE**

ბიზნესის და არამატერიალური აქტივების
 შემფასებელი

BUSINESS AND INTENGIBLE ASSETS APPRAISER

საფუძველი: სერტიფიკაციის სქემა №4
 სერტიფიკატის № **B-0142**

Base: **Certification Scheme No.4**

გაცემის თარიღი: **2024-02-19**

Certificate No. **B-0142**

მოქმედების ვადა: **2026-02-19**

Issuance date: **2024-02-19**

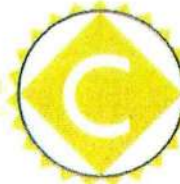
Expiration date: **2026-02-19**



პროფესიული სერტიფიკაციის ორგანოს
 ხელმძღვანელი
Head of Professional Certification Body:



ნ. მახარობლიძე
N. Makharoblidze



უეფუასეგელთა ღა ექსპერტთა პროფესიული განვითარების ცენტრის სერტიფიკაციის ორგანო
VALUERS AND EXPERTS PROFESSIONAL DEVELOPMENT CENTER CERTIFICATION BODY
 certification.org.ge



**პროფესიული
 სერტიფიკატი**

CERTIFICATE OF COMPETENCY

მფლობელი: ნიკოლოზ ოსტაპენკო

Issued to: NIKOLOZ OSTAPENKO

უძრავი ქონების შემფასებელი

REAL PROPERTY APPRAISER

საფუძველი: სერტიფიკაციის სქემა №2
 სერტიფიკატის № A-1299

Base: **Certification Scheme No.2**

გაცემის თარიღი: 2023-10-30
 მოქმედების ვადა: 2025-10-30

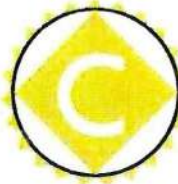
Certificate No. **A-1299**
 Issuance date: **2023-10-30**
 Expiration date: **2025-10-30**



პროფესიული სერტიფიკაციის ორგანოს
 ხელმძღვანელი
Head of Professional Certification Body:



ნ. მახარობლიძე
N. Makharoblidze



შეფასებულთა და ექსპერტთა პროფესიული განვითარების ცენტრის სერტიფიკაციის ორგანო
VALUERS AND EXPERTS PROFESSIONAL DEVELOPMENT CENTER CERTIFICATION BODY
 certification.org.ge



სსტ ისო/იეკ 17024:2012/2014
 GAC-PC-0010

შესაბამისობის
ს ე რ ტ ი ფ ი კ ა ც ი ა

CERTIFICATE OF COMPETENCY

მფლობელი: ნიკოლოზ ოსტაპენკო

Issued to: NIKOLOZ OSTAPENKO

ბიზნესის და არამატერიალური აქტივების
 შემფასებელი

BUSINESS AND INTENGIBLE ASSETS APPRAISER

საფუძველი: სერტიფიკაციის სქემა №4
 სერტიფიკატის № B-0116

Base: **Certification Scheme No.4**

გაცემის თარიღი: 05.04.2023

Certificate No. **B-0116**

მოქმედების ვადა: 05.04.2025

Issuance date: **05.04.2023**

Expiration date: **05.04.2025**



პროფესიული სერტიფიკაციის ორგანოს
 ხელმძღვანელი
Head of Professional Certification Body:



ნ. მახარობლიძე
N. Makharoblidze



შეფასებულთა და ექსპერტთა პროფესიული განვითარების ცენტრის სერტიფიკაციის ორგანო
VALUERS AND EXPERTS PROFESSIONAL DEVELOPMENT CENTER CERTIFICATION BODY
 certification.org.ge



სსტ ის/იკვ 17024:2012/2014
 GAC-PC-0010

შესაბამისობის
ს ე რ ტ ი ფ ი კ ა ც ი ა

CERTIFICATE OF COMPETENCY

მაცემი: ნიკოლოზ ოსტაპენკო

Issued to: **NIKOLOZ OSTAPENKO**

მოქმედ. № 01/000026183

Registration No. 01/000026183

მატერიალური მოძრავი ქონების შემფასებელი

TANGIBLE PERSONAL PROPERTY APPRAISER

საფუძველი: სერტიფიკაციის სქემა №3

Base: **Certification Scheme No.3**

სერტიფიკაციის № **P-0854**

Certificate No. **P-0854**

გაცემის თარიღი: **05.04.2023**

Issuance date: **05.04.2023**

მოქმედების ვადა: **05.04.2025**

Expiration date: **05.04.2025**



პროფესიული სერტიფიკაციის ორგანოს
 ხელმძღვანელი
Head of Professional Certification Body:



ნ. მახარობლიძე
N. Makharoblidze