

მიხეილ ზიბზიბაძე

ტექნოლოგიური კომპანიების ღირებულების შეფასების
საკითხების კვლევა და დამუშავება

წარმოდგენილია დოქტორის აკადემიური ხარისხის
მოსაპოვებლად

საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტი
თბილისი, 0175, საქართველო
ივლისი, 2013

საავტორო უფლება © მიხეილ ზიბზიბაძე, 2013 წელი

საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტი

ენერგეტიკისა და ტელეკომუნიკაციის ფაკულტეტი

ჩვენ, ქვემოთ ხელისმომწერნი ვადასტურებთ, რომ გავეცანით მიხეილ ზიბზიბაძის მიერ შესრულებულ სადისერტაციო ნაშრომს დასახელებით: ტექნოლოგიური კომპანიების ღირებულების შეფასების საკითხების კვლევა და დამუშავება და ვაძლევთ რეკომენდაციას საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტის ენერგეტიკისა და ტელეკომუნიკაციის ფაკულტეტის სადისერტაციო საბჭოში მის განხილვას დოქტორის აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად.

თარიღი

ხელმძღვანელი: ოთარ ზუმბურიძე

რეცენზენტი:

რეცენზენტი:

რეცენზენტი:

საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტი

2013 წელი

ავტორი: მიხეილ ზიბზიბაძე
დასახელება: ტექნოლოგიური კომპანიების ღირებულების
შეფასების საკითხების კვლევა და დამუშავება
ფაკულტეტი : ენერგეტიკისა და ტელეკომუნიკაციის
ფაკულტეტი
ხარისხი: დოქტორი
სხდომა ჩატარდა:

ინდივიდუალური პიროვნებების ან ინსტიტუტების მიერ შემომოყვანილი დასახელების დისერტაციის გაცნობის მიზნით მოთხოვნის შემთხვევაში მისი არაკომერციული მიზნებით კოპირებისა და გავრცელების უფლება მინიჭებული აქვს საქართველოს ტექნიკურ უნივერსიტეტს.

ავტორის ხელმოწერა

ავტორი ინარჩუნებს დანარჩენ საგამომცემლო უფლებებს და არც მთლიანი ნაშრომის და არც მისი ცალკეული კომპონენტების გადაბეჭდვა ან სხვა რაიმე მეთოდით რეპროდუქცია დაუშვებელია ავტორის წერილობითი ნებართვის გარეშე.

ავტორი ირწმუნება, რომ ნაშრომში გამოყენებული საავტორო უფლებებით დაცული მასალებზე მიღებულია შესაბამისი ნებართვა (გარდა ის მცირე ზომის ციტატებისა, რომლებიც მოითხოვენ მხოლოდ სპეციფიურ მიმართებას ლიტერატურის ციტირებაში, როგორც ეს მიღებულია სამეცნიერო ნაშრომების შესრულებისას) და ყველა მათგანზე იღებს პასუხისმგებლობას.

ვუძღვნი ლალის, თამუნას და ნიკოლოზს, მრავალწლიანი
მხარდაჭერისთვის მადლიერების ნიშნად.

რეზიუმე

მიხეილ ზიბზიბაძის დისერტაცია „ტექნოლოგიური კომპანიების ღირებულების შეფასების საკითხების კვლევა და დამუშავება“ ეხება აქტუალურ პრობლემას. ნაშრომი შედგება 125 გვერდისგან და დოქტორის აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად წარდგენილი დისერტაციის გაფორმების ინსტრუქციის მიხედვით მოიცავს: სატიტულო გვერდს, ხელმოწერების გვერდს, საავტორო უფლებების გვერდს, ვინმესთვის მიძღვნის გვერდს, რეზიუმეს ორ ენაზე (ქართულად და ინგლისურად), შინაარს (სარჩევს), ცხრილების ნუსხას, ნახაზების ნუსხას, გამოყენებული აბრევიატურის ნუსხას, მადლიერების გვერდს. ძირითადი ტექსტი შედგება შესავლის, ლიტერატურის მიმოხილვის, შედეგების განსჯის, კვლევითი ნაწილის და დასკვნისგან. ნაშრომი ბოლოვდება გამოყენებული ლიტერატურის ნუსხით და დანართებით.

შესავალში განხილულია კვლევის აქტუალურობა, კვლევის მიზანი და ამოცანები, კვლევის საგანი, თეორიული და მეთოდოლოგიური საფუძვლები, კვლევის სიახლე და ნაშრომის პრაქტიკული მნიშვნელობა.

შედეგების განსჯის ნაწილში წარმოდგენილია ტექნოლოგიური კომპანიების ღირებულების შეფასების საშუალებები. მათ შორის: გასული პერიოდის ანალიზი, თავისუფალი ფულადი ნაკადების პროგნოზირება, კაპიტალის ალტერნატიული ღირებულების განსაზღვრა, ღირებულების წყაროების იდენტიფიცირება, შედეგების ინტერპრეტაცია.

ბოლოს მოცემულია დასკვნები და გამოყენებული ლიტერატურის ჩამონათვალი.

თანამედროვე სამყაროში, ტექნოლოგიური კომპანიების ხელმძღვანელებს, დაკისრებული მოვალეობის წამატებით შესასრულებლად სჭირდებათ ღირებულების შეფასების საკითხების საფუძვლიანი ცოდნა. ამ კვლევის მიზანი, სწორედ ღირებულების შეფასებასთან დაკავშირებული საკითხების კვლევა და დამუშავება გახლავთ. კვლევის შედეგები ერთნაირად გამოადგებათ, როგორც პრაქტიკოს მენეჯერებს, ასევე

ინვესტორებს. კვლევის ფარგლებში, აკადემიური ხერხების გამოყენებით, ერთმანეთს დავუკავშირეთ კომპანიის სტრატეგია და ფინანსური საქმიანობა, შევქმენით მოდელი, რომელიც საშუალებას მისცემს დაინტერესებულ მხარეებს განახორციელონ ტექნოლოგიური კომპანიების ღირებულების შეფასება.

კვლევის მთავარი გზავნილი შემდეგია: კომპანიები ვითარდებიან იმ შემთხვევაში, როდესაც ქმნიან რეალურ ეკონომიკურ ღირებულებას აქციონერებისათვის. ღირებულება კი იქმნება მაშინ, როდესაც კაპიტალის ინვესტირება ხდება მის ღირებულებაზე მაღალი უკუგების განაკვეთით. ეს ორი მოსაზრება უნივერსალურია და არაა დამოკიდებული დროსა და ადგილმდებარეობაზე.

წინამდებარე ნაშრომში ზედმიწევნით დაწვრილებითაა განხილული ტექნოლოგიური კომპანიების ღირებულების შესაფასებლად შესასრულებელი მოქმედებები. კვლევის ბოლო თავში მოყვანილია პრაქტიკული მაგალითი, თეორიული საკითხების საილუსტრაციოდ. კვლევაში მოცემული მასალა დაეხმარება მოქმედ მენეჯერებს:

- ალტერნატიული სტრატეგიებიდან საუკეთესოს არჩევაში;
- სტრატეგიული ბიზნეს ერთეულის შენარჩუნების, ან გასხვისების შესახებ გადაწყვეტილების მიღებაში;
- კომპანიის შესყიდვის, წილის გასხვისების, ან რესტრუქტურისაციის შესახებ გადაწყვეტილების მიღებაში;
- ორგანიზაციის სხვადასხვა სტრუქტურული ერთეულების საქმიანობის კოორდინირებაში;
- ინვესტორებთან ურთიერთობაში;
- კაპიტალის სტრუქტურის იმგვარად ფორმირებაში, რაც ხელს შეუწყობს კომპანიის სტრატეგიის განხორციელებას და ამავდროულად დაიცავს მას ზედმეტი ფინანსური ტვირთისგან.

Abstract

Dissertation work of Mikheil Zibzibadze on “Examining and Analyzing the Issues of Valuation of Technology Companies” deals with a topical problem. The paper consists of 125 pages and pursuant to the Dissertation Formatting Guidelines for Doctoral Degree Candidates includes: title page, page of signatures, copyright page, page of dedication, resume in two languages (Georgian and English), contents (table of contents), list of tables, list of drawings, list of abbreviations, and page of appreciations. The main text consists of Introduction, Review of Literature, Judging Results, Research Part and Conclusion. The paper ends with References and Appedices.

The Introduction covers the topicality of the research, the goal and objectives of the research, subject-matter of the research, theoretical and methodological framework of the research, novelty of the research, and the practical significance of the paper.

Judging Results presents methods of valuation of technology companies, including past period analysis, forecasting free cash flows, calculating the alternative value of capital, identification of value sources, and interpretation of results. Conclusions and References are provided at the end of the paper.

In this modern world, to be successful in performing their duties, managers of technology companies need to possess an in-depth knowledge of valuation issues. The goal of this research is to examine and analyze valuation issues. The results of the research will be equally beneficial for practicing managers as well as investors. Within the framework of this research, by using academic methods, we correlated corporate strategy and financial performance and created a model for concerned parties to estimate the value of technology companies.

The main message of the research is as follows: companies develop if they create real economic value for shareholders. Value, in turn, is created, when capital is invested at a return rate higher than its value. These two statements are universal and don't depend on time and place.

This paper gives a thoroughly detailed review of the acts that need to be performed to estimate the value of technology companies. The final chapter of the research gives a practical example to illustrate theoretical issues. The material provided in this research will help managers in:

- choosing the best out of alternative strategies;
- making decisions on retaining or transferring strategic business units;
- making decisions on the acquisition of, transfer of shares in or restructuring a company;
- coordinating the activities of various structural units of an organization;
- dealing with investors;
- structuring the equity so as to be conducive to the implementation of a corporate policy while protecting it from excess financial burden.

შინაარსი

შესავალი	16
ლიტერატურის მიმოხილვა	21
შედეგები და მათი განსჯა	25
კვლევითი ნაწილი	31
თავი I ღირებულების ფორმირების ფუნდამენტური პრინციპები ...	31
თავი II ფინანსური ანგარიშგების უწყისების რეორგანიზება	36
თავი III საოპერაციო საქმიანობის და კონკურენციის ანალიზი	50
თავი IV მომავლის პროგნოზირება	57
თავი V განგრძობითი ღირებულება	67
თავი VI კაპიტალის ღირებულების შეფასება	76
თავი VII შედეგების გამოთვლა და ინტერპრეტაცია	87
თავი VIII კონკრეტული მაგალითის ანალიზი	94
დასკვნა	113
გამოყენებული ლიტერატურა	114
დანართი	116

ცხრილების ნუსხა

ცხრილი 1 - გვ.41 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
ფინანსური მდგომარეობის ანგარიშგება

ცხრილი 2 - გვ.42 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
ინვესტირებული კაპიტალის გამოთვლა

ცხრილი 3 - გვ.44 ფინანსირების წყაროები

ცხრილი 4 - გვ.45 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
მოგება-ზარალის ანგარიშგება

ცხრილი 5 - გვ.46 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
წმინდა საოპერაციო მოგება გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ

ცხრილი 6 - გვ.46 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
თავისუფალი ფულადი ნაკადის გამოთვლა

ცხრილი 7 - გვ.63 საბალანსო უწყისის ძირითად კომპონენტებზე მოქმედი
ფაქტორები და საპროგნოზო კოეფიციენტები

ცხრილი 8 - გვ.100 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
სესხების დაფარვის გრაფიკი;

ცხრილი 9 - გვ.101 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
საპროგნოზო ინდიკატორები;

ცხრილი 10 - გვ.102 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
საპროგნოზი შემოსავლები;

ცხრილი 11 - გვ.102 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
ძირითადი საშუალებების მოძრაობა;

ცხრილი 12 - გვ.102 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
საპროგნოზო მოგება - ზარალის უწყისი;

ცხრილი 13 - გვ.103 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
საპროგნოზი საბალანსო უსწყისი;

ცხრილი 14 - გვ.104 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
საპროგნოზო ფულადი ნაკადების მოძრაობის უწყისი;

ცხრილი 15 - გვ.105 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
წმინდა საოპერაციო მოგება გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ;

ცხრილი 16 - გვ.106 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
ინვესტირებული კაპიტალი;

ცხრილი 17 - გვ.107 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
თავისუფალი ფულადი ნაკადი;

ცხრილი 18 - გვ.108 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
საოპერაციო შედეგები;

ცხრილი 19 - გვ.109 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება;

ცხრილი 20 - გვ.110 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
განგრძობითი ღირებულება;

ცხრილი 21 - გვ.111 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
საოპერაციო ღირებულება (სცენარი 1);

ცხრილი 22 - გვ.111 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
საოპერაციო ღირებულება სცენარების გათვალისწინებით

ცხრილი 23 - გვ.112 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
საოპერაციო ღირებულება (კორექტირებული მიმდინარე ღირებულების
მეთოდი).

ნახაზების ნუსხა

ნახაზი 1 - გვ.32 ღირებულების შექმნის ფუნდამენტური პრინციპები

დისერტაციაში გამოყენებული აბრევიატურები

- NOPAT - წმინდა საოპერაციო მოგება გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ
FCF - თავისუფალი ფულადი ნაკადი
ROIC - ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმა (განაკვეთი)
RONIC - ახლად ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმა (განაკვეთი)
IR - ინვესტირების განაკვეთი
WACC - კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება
g - ზრდის განაკვეთი
OA - საოპერაციო აქტივები
OL - საოპერაციო ვალდებულებები
NOA - არასაოპერაციო აქტივები
DE - სესხის ექვივალენტები
EE - საკუთარი კაპიტალის ექვივალენტები
NOA წმინდა არასაოპერაციო აქტივები
EBITDA - მოგება, პროცენტის, მოგების გადასახადის და ცვეთის
გამოკლებამდე
EBIT - მოგება, პროცენტის და მოგების გადასახადის გამოკლებამდე
DTL - გადავადებული მოგების გადასახადი (ვალდებულება)
IASB - აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტების საბჭო
ROE – საკუთარ კაპიტალზე უკუგების ნორმა
ROA - აქტივებზე უკუგების ნორმა

მადლიერება

მადლობას ვუხდით სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემის“ მმართველთა საბჭოს თავმჯდომარეს ბატონ სულხან ზუმბურიძეს და მმართველთა საბჭოს წევრს ბატონ მამუკა სხილაძეს გაწეული დახმარებისთვის.

შესავალი

ნაშრომის აქტუალობა: ღირებულება წარმოადგენს თანამედროვე საბაზრო ეკონომიკის ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს კონცეფციას. ნებისმიერი ინვესტორი ვარაუდობს, რომ განხორციელებული ინვესტიციის შედეგად შეძენილი აქტივის ღირებულება ლიკვიდაციის მომენტში საკმარისი ოდენობით გადააჭარბებს მის საწყის ღირებულებას. ასეთი მიდგომა თანაბრად ვრცელდება ყველა ტიპის ინვესტიციაზე, მათ შორის: ობლიგაციებზე, დერივატივებზე და კომპანიის აქციებზე. საბაზრო ეკონომიკის პირობებში კომპანიის საქმიანობას აფასებენ მისი, როგორც ეკონომიკური აგენტის, ღირებულების შექმნის და დაგროვების უნარის გათვალისწინებით.

ღირებულება, კომპანიის საქმიანობის შეფასების ეფექტიანი საშუალებაა, ვინაიდან ის ითვალისწინებს, არა მხოლოდ აქციონერების, არამედ ყველა დაინტერესებული მხარის გრძელვადიან ინტერესებს. შეფასების სხვა, ალტერნატიული საშუალებები არ არის საკმარისად გრძელვადიანი და ყოვლისმომცველი. მაგალითად, ბუღალტრული მოგება ასახავს ძირითადად აქციონერებისთვის საინტერესო მოკლევადიან შედეგს, ხოლო თანამშრომელთა კმაყოფილების ხარისხი - მხოლოდ მათ მიერ გაკეთებულ შეფასებას. ღირებულება კი შეეხება ყველა დაინტერესებულ მხარეს, ვინაიდან მის გაზრდაზე ორიენტირებული ორგანიზაციები, აქციონერების ინტერესების გათვალისწინების პარალელურად, ქმნიან დამატებით სამუშაო ადგილებს, პატივისცემით ეპყრობიან თანამშრომლებს, უზრუნველყოფენ მომხმარებელთა კმაყოფილების მაღალ ხარისხს, ზრუნავენ საზოგადოებასა და გარემოზე. ღირებულებაზე ორიენტირებული კომპანიების შეჯიბრი განაპირობებს კაპიტალის, ადამიანური და ბუნებრივი რესურსების ეფექტურ გამოყენებას, რაც იწვევს საზოგადოების თითოეული წევრის ცხოვრების სტანდარტის გაზრდას. ამრიგად, კომპანიების მიერ ღირებულების შექმნის და მისი შეფასების საკითხების

კვლევა და დამუშავება წამოადგენს საბაზრო ეკონომიკის გამართული ფუნქციონირებისთვის მნიშვნელოვან ინტელექტუალურ გამოწვევას.

წინამდებარე კვლევა ეძღვნება ამ მნიშვნელოვან პრობლემას. ამდენად იგი მეცნიერული და პრაქტიკული თვალსაზრისით აქტუალურია. ამასთან, ისიც უნდა აღინიშნოს, რომ მიუხედავად ამ მიმართულებით პრობლემების გარშემო გარკვეული რაოდენობის გამოკვლევების არსებობისა, ტექნოლოგიური კომპანიების ღირებულების შეფასების კუთხით მონოგრაფიული გამოკვლევა თანამედროვე რეალიების გათვალისწინებით პირველად შესრულდა.

პრობლემის შესწავლის მდგომარეობა: კომპანიების ღირებულების შესაფასებლად აქტიურად იყენებენ სხვადასხვა მეთოდებს: ფარდობითი შეფასების მეთოდს, შესადარისი ტრანზაქციის მეთოდს, სალიკვიდაციო ღირებულების მეთოდს და ჩანაცვლების ღირებულების მეთოდს. წინამდებარე ნაშრომში, ღირებულების შეფასების აღნიშნული მეთოდების ნაცვლად, გამოვიყენეთ დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდი. მიგვაჩნია, რომ სხვა მეთოდით სარგებლობის შემთხვევაშიც კი მნიშვნელოვანია დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდის არსის გააზრება. ჩვენს მიერ გამოყენებული მეთოდი ეფუძნება მიმდინარე ღირებულების კონცეფციას, რომლის თანახმადაც ნებისმიერი აქტივის ღირებულება ტოლია მოცემული აქტივის მიერ მომავალში გამომუშავებული ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულების.

კვლევის მიზანი და ამოცანები: ნაშრომის მიზანია ტექნოლოგიური კომპანიების ღირებულების შესაფასებლად შესასრულებელი მოქმედებების დაწვრილებითი განხილვა, აგრეთვე საქართველოში, ტექნოლოგიურ სექტორში დასაქმებული პროფესიონალებისთვის ღირებულების შეფასების ეფექტიანი საშუალებების დამუშავება და წარდგენა, რაც უკიდურესად აქტუალურია საქართველოში, ტექნოლოგიურ სფეროში მოღვაწე კომპანიების მაღალი ბიზნეს-აქტივობის გათვალისწინებით. ნაშრომში მოცემული თეორიული დასკვნები და პრაქტიკული ღონისძიებები

დაეხმარება კომპანიის ხელმძღვანელებს: ალტერნატიული სტრატეგიებიდან საუკეთესოს შერჩევაში; სტრატეგიული ბიზნეს ერთეულების შენარჩუნების, ან გასხვისების შესახებ გადაწყვეტილების მიღებაში; კომპანიის შესყიდვის, წილის გასხვისების, ან რესტრუქტურისაციის შესახებ გადაწყვეტილების მიღებაში; ორგანიზაციის სხვადასხვა სტრუქტურული ერთეულების საქმიანობის კოორდინირებასა და ინვესტირებასთან ურთიერთობაში. კვლევის წარმოების პროცესში ჩვენი ამოცანა იყო შეფასების ადაპტირებულ მოდელში, ტექნოლოგიური სექტორისთვის დამახასიათებელი თავისებურებების (კაპიტალტევადობა, ტექნოლოგიების ცვლილების სისწრაფე, სესხის სოლიდური წილი კაპიტალის სტრუქტურაში) ჯეროვნად ასახვა.

კვლევის საგანი: კვლევის საგანია ტექნოლოგიური კომპანიების ღირებულების შეფასების საკითხები და მათი თავისებურებები.

კვლევის თეორიული და მეთოდოლოგიური საფუძველი: სადისერტაციო ნაშრომის გეგმით გათვალისწინებული საკითხების კვლევა მოხდა მეცნიერული ანალიზის საფუძველზე. კვლევის დროს გამოყენებულ იქნა ადგილობრივ და უცხოელ ავტორთა ფუნდამენტური ნაშრომები. ჩვენს მიერ შესრულებული ნაშრომი ეფუძნება საკვლევი ობიექტის კომპლექსურ, სისტემურ მიდგომას. ზემოთ ჩამოთვლილ პრობლემათა ანალიზისას ვახდენთ ცალკეულ მოვლენათა სინთეზს და ანალიზს, რასაც მივაღწიეთ სისტემური მეთოდოლოგიისა და დედუქციური მიდგომის საფუძველზე. ნაშრომში გამოყენებული საინფორმაციო მასალა ეყრდნობა სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემის“ მონაცემებს.

კვლევის მეცნიერული შედეგები მდგომარეობს შემდეგში:

- დასაბუთებულია, რომ კომპანიები ღირებულებას ქმნიან ინვესტირებისგან მოზიდული კაპიტალის ინვესტირების შედეგად მიღებული ფულადი ნაკადებით, იმ შემთხვევაში, როდესაც უკუგების განაკვეთი აღემატება კაპიტალის ღირებულებას. შემოსავლების და მოგების სწრაფი ზრდა, აგრეთვე ინვესტირებულ კაპიტალზე

უკუგების მაღალი განაკვეთების გენერირება, განაპირობებს კომპანიის ღირებულების მატებას. ამრიგად, ზრდა და ინვესტირებულ კაპიტალზე მიღებული უკუგების განაკვეთი (კაპიტალის ღირებულების გათვალისწინებით) კომპანიის ღირებულებაზე მოქმედი ფაქტორებია;

- გამოვლენილია, რომ ნებისმიერი ქმედება, რომელიც არ იწვევს ფულადი ნაკადების ზრდას, არ ქმნის ღირებულებას. მაგალითად, როდესაც კომპანია ანაცვლებს საკუთარ კაპიტალს სესხით, იცვლება მოთხოვნაზე უფლებამოსილი პირი, მაგრამ არა ფულადი ნაკადი. ამ შემთხვევაში შეგვიძლია ავლნიშნოთ, რომ დამატებითი ღირებულება არ შექმნილა;
- დასაბუთებულია, რომ ღირებულება იქმნება ხანგრძლივი ძალისხმევის შედეგად. კონკურენცია ასუსტებს კონკურენტულ უპირატესობას, რაც იწვევს ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების შემცირებას. ამიტომ კომპანიებმა, გრძელვადიან პერიოდში ღირებულების შესანარჩუნებლად, უნდა განაგრძონ კონკურენტული უპირატესობის ახალი წყაროების ძიება. მენეჯერებმა კი უნდა სძლიონ, მომავალი რეალური წარმატების ხარჯზე, მოკლევადიან შედეგებზე ორიენტაციის ცდუნებას;
- ღირებულების შეფასების მოდელში, ერთმანეთთან დაკავშირებულია ღირებულება და მომავალში მოსალოდნელი ფულადი ნაკადები;
- მოცემულია ტექნოლოგიური კომპანიების შეფასების ადაპტირებული მოდელი, რომელიც მოიცავს: კომპანიების გასული პერიოდის საქმიანობის ანალიზს, ფინანსური ანგარიშგების უწყისების რეორგანიზების ჩათვლით; კომპანიის მომავალი საქმიანობის პროგნოზს, არა მხოლოდ მექანიკურ მოქმედებებს, არამედ კომპანიის მომავალი ეკონომიკური შედეგების ღრმა ანალიზს; კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრის საკითხებს;

ღირებულების შეფასების შედეგად მიღებული შედეგების ინტერპრეტაციას;

- პირველად არის დამუშავებული საქართველოში მოღვაწე ტექნოლოგიური კომპანიის ღირებულების შეფასების საკითხები.

ნაშრომის აპრობაცია: სადისერტაციო ნაშრომის ძირითადი დებულებები და შედეგები გამოქვეყნებულია სამეცნიერო სტატიების სახით რეფერირებად და რეცენზირებად საერთაშორისო ჟურნალებში. სადისერტაციო ნაშრომის შედეგები მოხსენებული იყო: II საერთაშორისო კონფერენციაზე: „ენერგეტიკა, რეგიონალური პრობლემები და განვითარების პერსპექტივები“, ქუთაისი, 25-26 მაისი, 2013 წ. აგრეთვე, საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტის შესაბამისი მიმართულების სხდომებზე და თემატურ სემინარებზე.

დისერტაციის მოცულობა და სტრუქტურა: სადისერტაციო ნაშრომი მოიცავს 125 გვერდს და შედგება შესავლის, რვა თავის, დასკვნის, გამოყენებული ლიტერატურის სიისა და დანართებისაგან.

ლიტერატურის მიმოხილვა

- 1) Brigham F. E., Ehrhardt C. M. -Financial Management: Theory & Practice. South-Western College Pub; 13 edition (March 3, 2010). 1184 pages

სახელმძღვანელოში განხილულია ფინანსური თეორიის საფუძვლები. მათი ცოდნა აუცილებელია თანამედროვე ორგანიზაციაში ეფექტიანი ფინანსური სტრატეგიების განსახორციელებლად. წიგნში სათანადოდ არის წარმოდგენილი, როგორც თეორიული, ისე პრაქტიკული საკითხები. მიმოხილულია მრავალი აქტუალური თემა: გლობალური ფინანსური კრიზისი, ფინანსური ბაზრების როლი და სხვა. მოყვანილია არაერთი პრაქტიკული მაგალითი.

- 2) Damodaran A. - Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Wiley; 3 edition (April 17, 2012). 992 pages

წიგნში აღწერილია ღირებულების შეფასების სხვადასხვა მოდელები. მოცემულია ავტორის რეკომენდაციები სწორი მოდელის შესარჩევად. ღირებულების შეფასების საშუალებები ეხება სხვადასხვა ტიპის აქტივებს, მათ შორის: უძრავ ქონებას, კერძო (დახურული ტიპის) ორგანიზაციებს, ახლად დაფუძნებულ საწარმოებს, ფინანსური პრობლემების მქონე ფირმებს და სხვა. სახელმძღვანელო წარმოადგენს ერთ-ერთ საუკეთესო საშუალებას ინვესტიციების ღირებულების შეფასების მეთოდების გასაცნობად.

- 3) Rosenbaum J., Pearl J., Perella R J. - Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions. Wiley; 1 edition (May 4, 2009). 304 pages

ფინანსურ სექტორში მიმდინარე ცვლილებების გათვალისწინებით ძალზედ მნიშვნელოვანია კარგი ტექნიკური უნარების ქონა. წიგნში

აღწერილია ღირებულების შეფასების ყველაზე თანამედროვე მეთოდები. აღნიშნული მეთოდები გამოიყენება ღია და დახურული ტიპის კომპანიების შესაფასებლად, სხვადასხვა ტრანზაქციების განხორციელების მომენტში (შერწყმა და შთანთქმა, შესყიდვა სესხის გამოყენებით და სხვა), საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებისას. ფინანსური კრიზისის შემდეგ, ფინანსური სექტორი კვლავ უბრუნდება ღირებულების შეფასების ფუნდამენტურ პრინციპებს, რაც გულისხმობს რეალისტური დაშვებების გაკეთებას და რისკის მიმართ გონივრულ მიდგომას. ამ თვალსაზრისით, წიგნი შეიცავს ღირებულ ინფორმაციას ღირებულების საფუძვლების შესახებ.

- 4) Graham B., Zweig J., Buffett E.W. – The Intelligent Investor: The Definitive Book on Value Investing. A book of Practical Counsel. Collins Business; revised edition (July 8, 2003). 640 pages

წიგნი წარმოადგენს მეოცე საუკუნის გამოჩენილი ინვესტორის ბენჯამინ გრემის ნააზრევს. მისი ღირებულებაზე ორიენტირებული ინვესტირების ფილოსოფია ინვესტორებს ასწავლის გრძელვადიანი სტრატეგიების შემუშავებას და შეცდომების თავიდან აცილებას. ათწლეულების მანძილზე, ფინანსურ ბაზრებზე განვითარებულმა მოვლენებმა დაადასტურა გრემის საინვესტიციო სტრატეგიების სისწორე. წიგნს თან ახლავს ცნობილი ფინანსური ჟურნალისტის ცვეიგის კომენტარები, სადაც პარალელურად გავლებული გრემის ეპოქასა და თანამედროვე ფინანსურ ბაზრებზე მიმდინარე მოვლენებს შორის.

- 5) ზუმბურიძე ო., ზიბზიბაძე მ. - კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრის პრინციპები გვ.89-92, ბიზნეს-ინჟინერინგი №2, 2013წ, თბილისი

სტატიაში განხილულია კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრის პრინციპები. კომპანიის ღირებულების შეფასებისას საჭიროა სესხისა და საკუთარი კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრა. კაპიტალის ღირებულება წარმოადგენს დაფინანსების სხვადასხვა კომპონენტების ღირებულებათა შეწონილ სიდიდეს. წონები თავის მხრივ ეფუძნება კომპონენტების საბაზრო ღირებულებებს. სასესხო კაპიტალის ღირებულება წარმოადგენს საბაზრო განაკვეთს, რომლითაც კომპანიას შეუძლია ფულის სესხება, მოგების გადასახადის განაკვეთის გათვალსწინებით. საკუთარი კაპიტალის ღირებულება ასახავს ინვესტორების რისკს და შედგება სამი ძირითადი კომპონენტისგან: ურისკო განაკვეთი, რისკის პრემია და კომპანიის ბეტა კოეფიციენტი.

- 6) ზუმბურიძე ო., ზიბზიბაძე მ. - კომპანიის ღირებულების ფორმირების ფუნდამენტური პრინციპები გვ.71-72, ბიზნეს-ინჟინერინგი №3, 2013წ, თბილისი

სტატიაში განხილულია კომპანიის ღირებულების ფორმირების ფუნდამენტური პრინციპები. კომპანიის ღირებულება იქმნება მოსალოდნელი ფულადი ნაკადების, კაპიტალის ღირებულების განაკვეთით დისკონტირების შედეგად. თავის მხრივ, ფულად ნაკადებზე გავლენას ახდენს ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების განაკვეთი და შემოსავლის ზრდის მაჩვენებელი. მენეჯმენტის მიერ განხორციელებული ნებისმიერი ქმედება, რომელიც არ იწვევს ფულადი ნაკადების ზრდას, არ ქმნის დამატებით ღირებულებას. ღირებულების ფორმულა მათემატიკურად გამოსახავს დისკონტირებულ ფულად ნაკადებზე დაფუძნებულ ღირებულების კონცეფციას.

7) ზუმბურიძე ო., ზიბზიბაძე მ. - ფინანსური ანგარიშგების უწყისების რეორგანიზება კომპანიის ღირებულების შეფასების პროცესში გვ.166-170, განათლება N2(8), 2013წ, თბილისი

სტატიაში განხილულია ღირებულების შეფასების პროცესში ფინანსური უწყისების რეორგანიზების საშუალებები. კომპანიის ეკონომიკური საქმიანობის ანალიზისთვის აუცილებელია ფინანსური ანგარიშგების უწყისების რეორგანიზება, ფინანსური მდგომარეობის ანგარიშგების (საბალანსო უწყისი), მოგება-ზარალის ანგარიშგების (მოგება-ზარალის უწყისი) და ფულადი ნაკადების ანგარიშგების დაყოფა საოპერაციო, არასაოპერაციო ნაწილებად და დაფინანსების წყაროებად. აღნიშნული საქმიანობა შესაძლოა ერთი შეხედვით რუტინულიც კი ჩანდეს, მაგრამ ამავდროულად, ძალზე მნიშვნელოვანია ერთი და იგივე სიდიდის ორჯერ აღრიცხვის, ან ზოგიერთი ფულადი ნაკადის გამორჩენის შედეგად დაშვებული, საყოველთაოდ გავრცელებული შეცდომების თავიდან არიდება.

შედეგები და მათი განსჯა

თანამედროვე სამყაროში, შეფასების სპეციალისტების უმრავლესობა კომპანიების ღირებულების განსაზღვრისას ხელმძღვანელობს ფარდობითი შეფასების მეთოდით. წინამდებარე ნაშრომში, ფარდობითი შეფასების მეთოდის ნაცვლად, გამოვიყენეთ დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდი. მიგვაჩნია, რომ ფარდობითი შეფასების მეთოდით სარგებლობის შემთხვევაშიც კი მნიშვნელოვანია დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდის არსის გააზრება.

დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდი ეფუძნება მიმდინარე ღირებულების კონცეფციას, რომლის თანახმადაც ნებისმიერი აქტივის ღირებულება უდრის მოცემული აქტივის მიერ მომავალში გამომუშავებული ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულებას:

$$\text{ღირებულება} = \sum_{t=1}^{t=n} CF_t / (1+r)^t$$

სადაც, n = აქტივის სიცოცხლის ხანგრძლივობას;

CF_t = ფულად ნაკადს t პერიოდში;

r = დისკონტირების განაკვეთს, რომელიც ასახავს საპროგნოზო ფულადი ნაკადის რისკის დონეს.

დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდის საშუალებით, მეცნიერული ანალიზის საფუძველზე, უცხოელ ავტორთა ფუნდამენტალურ ნაშრომებზე და ობიექტურ მონაცემებზე დაყრდნობით, შევაფასეთ ელექტროენერგეტიკული კომპანიის ჭეშმარიტი ღირებულება. ნაშრომი შესრულდა საკითხისადმი კომპლექსური მიდგომის და საკვლევი ობიექტის ყოველმხრივი შესწავლის შედეგად. ზოგადად, ჭეშმარიტ ღირებულებად მიგვაჩნია ღირებულების ისეთი მნიშვნელობა, რომელსაც არსებული ინფორმაციის გამოყენებით დაადგენს შეფასების მიუკერძოებელი

სპეციალისტი, მომავალი ფულადი ნაკადების და მათი დისკონტირების განაკვეთის სწორად შერჩევის გზით.

ჩვენს ნაშრომში განხილული ორგანიზაციის ღირებულება დავადგინეთ მის მიერ მომავალში გამოსამუშავებელი ფულადი ნაკადების (ე.ი. ნარჩენი ფულადი ნაკადები - საოპერაციო და საინვესტიციო ხარჯების გაწევის, აგრეთვე გადასახადებით დაბეგვრის შემდეგ, სასესხო ვალდებულებების მფლობელებისთვის და აქციონერებისთვის თანხების გადახდამდე), კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების მნიშვნელობით დისკონტირების შედეგად:

$$\text{კომპანიის ღირებულება} = \sum_{t=1}^{t=n} \text{CF ფირმის}_t / (1+WACC)^t$$

სადაც, n = აქტივის სიცოცხლის ღირებულებას;

CF ფირმის_t = მოსალოდნელ ფულად ნაკადს t პერიოდში;

$WACC$ = კაპიტალის საშუალო შეწონილ ღირებულებას.

კომპანიას, აქტივების დაფინანსება შეუძლია სესხის ან საკუთარი კაპიტალის საშუალებით. შესაბამისად, ისმის შეკითხვა - რა გავლენას ახდენს სესხი კომპანიის ღირებულებაზე? ერთის მხრივ, შესაძლებელია სესხზე დარიცხული პროცენტის, ხარჯის სახით გამოქვითვა და მოგების გადასახადის შემცირება. მეორეს მხრივ, სესხის მოცულობის ზრდასთან ერთად იზრდება სესხის მომსახურების შეუძლებლობის და შესაბამისად გაკოტრების რისკი. საბოლოო შედეგი შესაძლოა იყოს პოზიტიური, ნეგატიური, ან ნეიტრალური. ჩვენს შემთხვევაში, სესხით დაფინანსების ეფექტი გავითვალისწინეთ კაპიტალის ღირებულების გამოთვლისას დისკონტირების განაკვეთში:

კაპიტალის ღირებულება = საკუთარი კაპიტალის ღირებულება (კომპანიის დასაფინანსებლად გამოყენებული საკუთარი კაპიტალის წილი) + სესხის ღირებულება გადასახადით დაბეგვრამდე (1-მოგების გადასახადის განაკვეთი) (კომპანიის დასაფინანსებლად გამოყენებული სესხის წილი)

კორექტირებული მიმდინარე ღირებულების მეთოდის გამოყენებისას კი ცალკე გამოყვავით სესხით დაფინანსების საკითხი. შევაფასეთ კომპანია იმ დაშვებით, რომ სრულად დაფინანსებულია საკუთარი კაპიტალით. შემდეგ, დამოუკიდებლად შევაფასეთ სესხით დაფინანსების ეფექტი. სრულად, საკუთარი კაპიტალით დაფინანსებული კომპანიის ღირებულებას დავუმატეთ სესხით დაფინანსებით მიღებული საგადასახადო შეღავათის ღირებულება და გამოვაკელით მოსალოდნელი გაკოტრების ხარჯები:

კომპანიის ღირებულება = სრულად საკუთარი კაპიტალით დაფინანსებული კომპანიის ღირებულება + სესხით დაფინანსებით მიღებული საგადასახადო შეღავათის მიმდინარე ღირებულება - მოსალოდნელი გაკოტრების ხარჯები

აღნიშნული ორი მეთოდის საშუალებით კომპანიის ღირებულების გამოთვლა ხდება სხვადასხვაგვარად. მიუხედავად ამისა, ჩვენს მიერ ჩატარებულმა კვლევამ ცხადყო, რომ ორივე მათგანი იძლევა დაახლოებით ერთგვაროვან შედეგს, ფულად ნაკადებთან და რისკთან დაკავშირებით იდენტური დაშვებების გაკეთების შემთხვევაში.

დისკონტირებული ფულადი ნაკადების შეფასების მეთოდი ეფუძნება მომავალში მოსალოდნელ ფულად ნაკადებს და დისკონტირების განაკვეთს. აქედან გამომდინარე, ამ მეთოდის გამოყენება ადვილია ისეთი კომპანიების შესაფასებლად, რომელთა ფულადი ნაკადები ამჟამად დადებითია და მომავალშიც, მათი პროგნოზირება ადვილად შესაძლებელია. აგრეთვე ცნობილია რისკის მოცულობა, რომელზე დაყრდნობითაც გამოითვლება დისკონტირების განაკვეთი. რაც უფრო

დავშორდებით ასეთ იდეალურ გარემოს, მით უფრო გაგვიჭირდება დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდის გამოყენება კომპანიის ღირებულების შესაფასებლად.

მაგალითად, ეკონომიკური სირთულეების მქონე კომპანიებს ხშირად აქვთ მოგებისა და ფულადი ნაკადების უარყოფითი მაჩვენებლები. ძალიან რთულია ასეთი კომპანიების მომავალი ფულადი ნაკადების პროგნოზირება, მათი გაკოტრების მაღალი ალბათობის გამო. პრაქტიკულად შეუძლებელია გაკოტრების პერსპექტივის მქონე კომპანიების ღირებულების შეფასება დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდის გამოყენებით, ვინაიდან ეს მეთოდი ფირმას განიხილავს, როგორც მოქმედ ერთეულს, რომელიც მფლობელებისთვის გამოიმუშავებს ფულად ნაკადებს. იმ კომპანიებისთვის, რომელთა გაჯანსაღება მომავალში მოსალოდნელია, ფულადი ნაკადების პროგნოზირება უნდა მოხდეს მანამ, სანამ უარყოფითი მნიშვნელობა არ შეიცვლება დადებითით. უარყოფითი ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულების გამოთვლა მიგვიყვანს საკუთარი კაპიტალის, ან ფირმის უარყოფით ღირებულებამდე, რაც თავისთავად აზრს მოკლებულია.

ციკლური ბუნების მქონე კომპანიების მოგება და ფულადი ნაკადები მჭიდროდაა დაკავშირებული ეკონომიკურ მდგომარეობასთან - როგორც წესი, იზრდება ეკონომიკური ზრდის პერიოდში და მცირდება ეკონომიკური ვარდნის დროს. ამ შემთხვევაში, დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდის გამოყენებისას აუცილებელია მომავალი პროგნოზების დაგლუვება, რათა თავიდან ავიცილოთ ეკონომიკური ციკლების პროგნოზირების ურთულესი ამოცანა. ეკონომიკური ვარდნის პერიოდში, ციკლური ბუნების მქონე კომპანიებს ექმნებათ მნიშვნელოვანი ეკონომიკური სირთულეები. მათი მოგება და ფულადი ნაკადები ხდება უარყოფითი. ამ დროს შემფასებელმა უნდა მოახდინოს რეცესიიდან გამოსვლის პერიოდის და ზრდის ტემპის პროგნოზირება, რამაც ზოგიერთ შემთხვევაში შესაძლოა ზედმეტად ოპტიმისტურ შეფასებამდეც

მიგვიყვანოს. ამიტომ ყურადღებამისაქცევია ეკონომიკურ მდგომარეობასთან დაკავშირებით გაკეთებული დაშვებები.

ფულადი ნაკადების დისკონტირების მეთოდი ითვალისწინებს მხოლოდ ისეთი აქტივების ღირებულებას, რომელთაც აქვთ ფულადი ნაკადების გამომუშავების უნარი. თუ კომპანიას აქვს გამოუყენებელი აქტივები, მათი ღირებულება არ იქნება გათვალისწინებული დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდით კომპანიის ღირებულების შეფასებისას. ნაკლები დოზით, მაგრამ იგივე შესაძლოა ითქვას არასრულად დატვირთულ აქტივებზეც. ამ პრობლემის გადასაჭრელად საჭიროა აღნიშნული აქტივების ღირებულების სხვაგვარად განსაზღვრა (კომპანიის გარეთ მოძიება) და მიღებული მნიშვნელობის დამატება დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდით მიღებულ სიდიდეზე.

კომპანიები ხანდახან ფლობენ გამოუყენებელ პატენტებსა და ლიცენზიებს, რომლებიც მოცემულ ეტაპზე ვერ გამოიმუშავენ ფულად ნაკადებს. თუმცა მათი ფლობა, ზოგიერთ შემთხვევაში, ღირებული და მნიშვნელოვანია. ამ დროს, დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდის გამოყენება მიგვიყვანს კომპანიის უსამართლოდ დაბალ ღირებულებამდე. გამოსავალი ერთია, მოხდეს გამოუყენებელი პატენტებისა და ლიცენზიების ღირებულების განსაზღვრა ღია ბაზარზე და დაემატოს დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდის გამოყენებით მიღებულ სიდიდეს.

რესტრუქტურისაციის მდგომარეობაში მყოფი ფირმები ხშირად ყიდიან ერთი ტიპის და სანაცვლოდ იძენენ მეორე ტიპის აქტივებს, ცვლიან კაპიტალის სტრუქტურას და დივიდენდების განაწილების პოლიტიკას. ზოგიერთი ცვლის მფლობელების სტრუქტურას და მენეჯმენტის საკომპენსაციო სქემებს. ყველა ასეთი ცვლილება ართულებს მომავალი ფულადი ნაკადების და რისკის მნიშვნელობის პროგნოზირებას. მხოლოდ ისტორიულ მონაცემებზე დაყრდნობით, შესაძლებელია მივიღოთ კომპანიის ღირებულების სრულიად არასწორი მნიშვნელობა. ამგვარი კომპანიების შეფასება მაინც შესაძლებელია ინვესტირების და

ფინანსირების პოლიტიკის შეცვლის პირობებშიც კი, თუ მომავალი ფულადი ნაკადები ზუსტად ასახავს ამ ცვლილებების შედეგებს, ხოლო დისკონტირების განაკვეთი ახალ ბიზნეს და ფინანსური ხასიათის რისკებს.

შესყიდვის პროცესში მყოფი საწარმოების დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდის გამოყენებით შეფასებისას ყურადღება უნდა გამახვილდეს ორ გარემოებაზე. პირველი, იარსებებს თუ არა სინერჯის ეფექტი და როგორ უნდა მოხდეს მისი ღირებულების შეფასება? რა გავლენა ექნება სინერჯის ეფექტს მომავალ ფულად ნაკადებზე? მეორე, მტრული შთანთქმის შემთხვევაში უნდა განისაზღვროს რამდენად დიდი გავლენა ექნება კომპანიის მენეჯმენტის ცვლილებას ფულად ნაკადებზე.

პრობლემად რჩება კერძო (დახურული ტიპის) ფირმების შეფასების პროცესში დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდის გამოყენებისას რისკის პარამეტრის განსაზღვრა. ერთ-ერთი გამოსავალი, რომელიც ჩვენც გამოვიყენეთ, არის მსგავსი კომპანიების მოძიება, რომლეთ ფასიანი ქაღალდებიც წარმოდგენილია ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე და მათი რისკის მნიშვნელობების გამოყენება.

ყველა ზემოაღნიშნულ შემთხვევაში სრულიად შესაძლებელია დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდის გამოყენება. თუმცა საჭიროა ფინანსური მოდელის კორექტირება სხვადასხვა სპეციფიკური გარემოებების გასათვალისწინებლად.

კვლევითი ნაწილი

თავი I

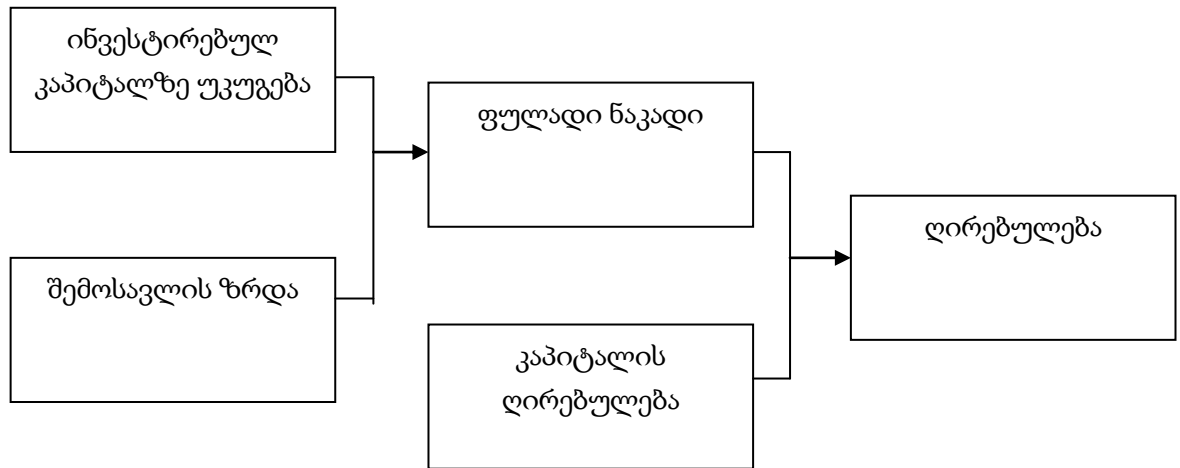
ღირებულების ფორმირების ფუნდამენტური პრინციპები

კომპანიის ღირებულება იზრდება იმ შემთხვევაში, როდესაც მოზიდული კაპიტალის ინვესტირებით მიღებული უკუგების განაკვეთი აღემატება კაპიტალის ღირებულებას. ე.ი. დამატებითი ღირებულების შექმნის წინაპირობაა ორგანიზაციის ორიენტაცია ზრდაზე და უკუგების მაღალი განაკვეთით მეტი კაპიტალის ინვესტირებაზე. ზრდის მაჩვენებელი და ინვესტირებულ კაპიტალზე მიღებული უკუგება (კაპიტალის ღირებულების გათვალისწინებით), კომპანიის ღირებულებაზე მოქმედი ფაქტორებია. ამავდროულად, ღირებულების შენახვის (კონსერვაციის) პრინციპის თანახმად ქმედება, რომელიც არ იწვევს ფულადი ნაკადების ზრდას, არ ქმნის დამატებით ღირებულებას.

ღირებულების შექმნის ფუნდამენტური პრინციპების თანახმად, კომპანიის უმთავრესი ამოცანაა ფულადი ნაკადების გამომუშავება კაპიტალის ღირებულებაზე მაღალი უკუგების განაკვეთით. ამ პრინციპების მიხედვით, მენეჯერები იღებენ გადაწყვეტილებებს ინვესტიციების განხორციელების შესახებ. ინვესტორებსა და მენეჯერებს მუდმივად აინტერესებთ კავშირი ფულად ნაკადებს, ინვესტირებული კაპიტალის უკუგების განაკვეთსა და ღირებულებას შორის.

კომპანიების მიერ შექმნილი ღირებულება წარმოადგენს გამომუშავებულ ფულად ნაკადებს და ინვესტირებული კაპიტალის ღირებულებას შორის სხვაობას, რომელიც გამოითვლება ფულის დროითი ღირებულების და რისკის გათვალისწინებით. ინვესტირებული კაპიტალის უკუგების განაკვეთი და შემოსავლების ზრდის მაჩვენებელი ზემოქმედებს შემოსავლების - ფულად ნაკადებად გარდაქმნის პროცესზე. კომპანიის მიერ შექმნილი ღირებულება, სრულად დამოკიდებულია ინვესტირებული კაპიტალის უკუგების განაკვეთზე და შემოსავლების ზრდის მაჩვენებელზე,

აგრეთვე ორგანიზაციის მიერ, გრძელვადიან პერიოდში, ამ ორი სიდიდის საკმარისად მაღალ ნიშნულზე შენარჩუნების უნარზე. ღირებულების შექმნის ფუნდამენტური პრინციპები ნაჩვენებია ნახ. 1-ზე.



ნახ. 1. ღირებულების შექმნის ფუნდამენტური პრინციპები

ღირებულების შექმნის არსი გამოისახება ფორმულით, რომელიც შედგება შემდეგი კომპონენტებისგან:

წმინდა საოპერაციო მოგება გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ (NOPAT) - კომპანიის ძირითადი საოპერაციო საქმიანობით მიღებული მოგების მაჩვენებელი, მოგების გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ.

ინვესტირებული კაპიტალი - ძირითად საქმიანობაში განხორციელებული ინვესტიციის მოცულობა.

წმინდა ინვესტიცია - წლიდან წლამდე ინვესტირებული კაპიტალის ნაზრდი.

წმინდა ინვესტიცია = ინვესტირებული კაპიტალი_{t+1} - ინვესტირებული კაპიტალი_t

თავისუფალი ფულადი ნაკადი (FCF) - ძირითადი საქმიანობის შედეგად მიღებული ფულადი ნაკადი, ახლად ინვესტირებული კაპიტალის გამოკლების შემდეგ:

$$FCF = NOPAT - \text{წმინდა ინვესტიცია}$$

ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმა (ROIC) - კომპანიის მიერ თითოეულ ინვესტირებულ დოლარზე მიღებული უკუგება:

$$ROIC = NOPAT / \text{ინვესტირებულ კაპიტალზე}$$

ROIC-ი შესაძლოა განისაზღვროს ორგვარად, როგორც უკუგების განაკვეთი მთელ კაპიტალზე, ან უკუგების განაკვეთი ახალ (ინკრიმენტალურ) კაპიტალზე. ამჟამად, ჩავთვალოთ, რომ უკუგება ორივე ტიპის კაპიტალზე ტოლია.

ინვესტირების განაკვეთი (IR) - წმინდა საოპერაციო მოგების (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ)(NOPAT) კვლავ ბიზნესში ინვესტირებული ნაწილი:

$$IR = \text{წმინდა ინვესტიცია} / NOPAT$$

კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება (WACC) - ინვესტორების მიერ კომპანიაში განხორციელებულ ინვესტიციაზე მოსალოდნელი უკუგების განაკვეთი და შესაბამისად თავისუფალი ფულადი ნაკადების დისკონტირების განაკვეთი.

ზრდის განაკვეთი (g) - ყოველწლიურად კომპანიის წმინდა საოპერაციო მოგების (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) და ფულადი ნაკადების ზრდის განაკვეთი.

დავუშვათ, რომ შემოსავალი და წმინდა საოპერაციო მოგება (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) (NOPAT) ყოველწლიურად იზრდება მუდმივი განაკვეთით და კომპანია ახდენს წმინდა საოპერაციო მოგების (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) უცვლელი ნაწილის რეინვესტირებას ბიზნესში. წმინდა საოპერაციო მოგების (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ)

ერთი და იგივე ნაწილის რეინვესტირება გამოიწვევს თავისუფალი ფულადი ნაკადის მუდმივი განაკვეთით გაზრდას. კომპანიის ფულადი ნაკადების მუდმივი განაკვეთით ზრდის შემთხვევაში კი მისი ღირებულება შეგვიძლია გამოვთვალოთ მუდმივი ფულადი ნაკადების ფორმულის საშუალებით:

$$\text{ღირებულება} = \text{FCF}_{t=1} / (\text{WACC} - g)$$

თავისუფალი ფულადი ნაკადი წმინდა საოპერაციო მოგების (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) და ინვესტირების განაკვეთის საშუალებით გამოიანგარიშება შემდეგნაირად:

$$\begin{aligned} \text{FCF} &= \text{NOPAT} - \text{წმინდა ინვესტიცია} = \\ &= \text{NOPAT} - (\text{NOPAT} \times \text{IR}) \\ &= \text{NOPAT} (1 - \text{IR}) \end{aligned}$$

დამოკიდებულება ინვესტირების განაკვეთს (IR), კომპანიის წმინდა საოპერაციო მოგებას (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) (NOPAT), მოსალოდნელ ზრდის განაკვეთს (g) და ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების განაკვეთს შორის მოცემულია შემდეგი გამოსახულებით:

$$g = \text{ROIC} \times \text{IR}$$

ინვესტირების განაკვეთი ტოლია:

$$\text{IR} = g / \text{ROIC}$$

მიღებული გამოსახულების თავისუფალი ფულადი ნაკადების ფორმულაში ასახვით მივიღებთ:

$$FCF = NOPAT (1 - g / ROIC)$$

ხოლო, ამ უკანასკნელის ღირებულების ფორმულაში ჩასმით ვღებულობთ:

$$\text{ღირებულება} = NOPAT_{t=1} (1 - g/ROIC) / (WACC - g)$$

ამრიგად, აღნიშნული ფორმულა, დისკონტირებული ფულადი ნაკადის კონცეფციაზე დაყრდნობით, მათემატიკურად გამოსახავს ღირებულების ფორმირების ფუნდამენტურ პრინციპს.

თავი II

ფინანსური ანგარიშგების უწყისების რეორგანიზება

ტრადიციული ფინანსური უწყისები - ფინანსური მდგომარეობის ანგარიშგება (საბალანსო უწყისი), მოგება-ზარალის ანგარიშგება (მოგება-ზარალის უწყისი) და ფულადი ნაკადების მოძრაობის უწყისი არ იძლევა საოპერაციო საქმიანობის და ღირებულების საიმედოდ შეფასების საშუალებას. საბალანსო უწყისში შერეულია საოპერაციო, არასაოპერაციო აქტივები და დაფინანსების წყაროები. მოგება-ზარალის უწყისში ასევე ერთადაა წარმოდგენილი საოპერაციო მოგება და ფინანსირების ხარჯები - პროცენტის ხარჯის სახით. კომპანიის ეკონომიკური საქმიანობის გასაანალიზებლად აუცილებელია საბალანსო, მოგება-ზარალის და ფულადი ნაკადების მოძრაობის უწყისების რეორგანიზება საოპერაციო, არასაოპერაციო და ფინანსირების კომპონენტების ერთმანეთისგან განსაცალკევებლად.

ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების განაკვეთის (ROIC) და თავისუფალი ფულადი ნაკადების (FCF) გამოსათვლელად საჭიროა საბალანსო უწყისის რეორგანიზება და ინვესტირებული კაპიტალის მოცულობის გამოთვლა. ასევე, აუცილებელია საბალანსო უწყისის რეორგანიზება წმინდა საოპერაციო მოგების (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) (NOPAT) გამოსათვლელად. ინვესტირებული კაპიტალი წარმოადგენს საოპერაციო საქმიანობის დასაფინანსებლად საჭირო სრული კაპიტალის მოცულობას, საოპერაციო მოგება (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) კი ყველა ინვესტორისათვის ხელმისაწვდომ მოგებას.

ეკონომიკური ბალანსის მომზადება, რომელიც ერთმანეთისგან გამიჯნავს საოპერაციო, არასაოპერაციო აქტივებსა და დაფინანსების სტრუქტურას უნდა დავიწყოთ ტრადიციული საბალანსო უწყისიდან, რომელიც, თავის მხრივ, ეფუძნება ფინანსური აღრიცხვის შემდეგ ფუძემდებლურ პრინციპს:

აქტივები = ვალდებულებები + საკუთარი კაპიტალი

ჩვეულებრივ, აქტივები შედგება საოპერაციო აქტივებისგან (OA), როგორცაა დებიტორული დავალიანება, სასაქონლო-მატერიალური მარაგები, ძირითადი საშუალებები. ვალდებულებები კი შედგება საოპერაციო ვალდებულებებისგან (OL) - კრედიტორული დავალიანება, გადასახდელი ხელფასები, გრძელვადიანი სესხი. საკუთარ კაპიტალს აფორმირებს ჩვეულებრივი აქციები (საწესდებო კაპიტალი), ზოგიერთ შემთხვევაში პრივილეგირებული აქციები და გაუნაწილებელი მოგება. საბალანსო უწყისის კომპონენტებს შორის დამოკიდებულება შეგვიძლია გამოვსახოთ შემდეგი გამოსახულებით:

საოპერაციო აქტივები = საოპერაციო ვალდებულებები + სესხი + საკუთარი კაპიტალი

საოპერაციო ვალდებულებების გამოსახულების მარცხენა მხარეს გადატანით ვღებულობთ:

საოპერაციო აქტივები - საოპერაციო ვალდებულებები = ინვესტირებული კაპიტალი = სესხი + საკუთარი კაპიტალი

კომპანიების უმეტესობისთვის, მიღებული გამოსახულება ზედმეტად გამარტივებულია, ვინაიდან აქტივები შედგება არა მხოლოდ საოპერაციო, არამედ არასაოპერაციო აქტივებისგანაც (NOA), როგორცაა ფასიანი ქაღალდები, საპენსიო ავანსი, არაკონსოლიდირებადი შვილობილი კომპანიები და სხვა გრძელვადიანი ინვესტიციები. ასევე ტოლობის მარჯვენა მხარე, საოპერაციო ვალდებულებების და სესხის გარდა, შეიცავს სესხის ექვივალენტებს (DE), მაგალითად, დაუფინანსებელ საპენსიო

ვალდებულებებს, და საკუთარი კაპიტალის ექვივალენტებს (EE), მაგალითად, გადავადებულ მოგების გადასახადს. ე.ი. ბალანსის განტოლება შეგვიძლია ჩავწეროთ შემდეგნაირად:

საოპერაციო აქტივები (OA) + არასაოპერაციო აქტივები (NOA) = საოპერაციო ვალდებულებები (OL) + სესხი და სესხის ექვივალენტები (D, DE) + საკუთარი კაპიტალი და საკუთარი კაპიტალის ექვივალენტები (E, EE)

სრულად ინვესტირებული სახსრები (ფონდები) გამოითვლება ფორმულით:

ინვესტირებული კაპიტალი (AO – OL) + წმინდა არასაოპერაციო აქტივები (NOA) = სრულად ინვესტირებული სახსრები = სესხი და სესხის ექვივალენტები (D, DE) + საკუთარი კაპიტალი და საკუთარი კაპიტალის ექვივალენტები (E, EE)

ინვესტორის თვალთახედვით, კომპანიაში სრულად ინვესტირებული ფინანსური სახსრები (ფონდები) წარმოადგენს ინვესტირებული კაპიტალისა და არასაოპერაციო აქტივების ჯამს. დაფინანსების კუთხით კი, სრულად ინვესტირებული სახსრები (ფონდები) - სესხის, სესხის ექვივალენტების, საკუთარი კაპიტალისა და საკუთარი კაპიტალის ექვივალენტების ჯამია.

კომპანიის საოპერაციო მოგების (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) (NOPAT) გამოსათვლელად საჭიროა საოპერაციო მოგების გამოანგარიშება და მოგების გადასახადის გამოკლება. აღნიშნული სიდიდე არ უნდა შეიცავდეს არასაოპერაციო აქტივებიდან მიღებულ მოგებას ან ზარალს, ასევე არ უნდა შეიცავდეს ფინანსირების ხარჯებს (საპროცენტო ხარჯი).

თავისუფალი ფულადი ნაკადი (FCF) მოგების გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ, ის მიღებული ფულადი ნაკადია, რომელიც

ხელმისაწვდომია ყველა ინვესტორისთვის (სასესხო ვალდებულებების მფლობელები და აქციონერები). თავისუფალი ფულადი ნაკადი არ არის დამოკიდებული დაფინანსების წყაროებზე და არასაოპერაციო კომპონენტებზე. არასაოპერაციო ფულადი ნაკადები უნდა გაანალიზდეს დამოუკიდებლად.

**FCF = NOPAT + არაფულადი საოპერაციო ხარჯები - ინვესტირებულ
კაპიტალში განხორციელებული ინვესტიცია**

ფინანსური უწყისების რეორგანიზება რთული პროცესია, ვინაიდან რეორგანიზების პროცესში უნდა მოხდეს საოპერაციო და არასაოპერაციო აქტივების ერთმანეთისგან გამიჯვნა, აგრეთვე სესხისა და საკუთარი კაპიტალის კომპონენტების გაყოფა. პროცესი უნდა დაიწყოს საბალანსო უწყისიდან. ცხრილ 1-ში წარმოდგენილია სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემის“ საბალანსო უწყისი 2010, 2011, 2012 წლებისთვის. ცხრილ 2-ში კი ნაჩვენებია რეორგანიზებული საბალანსო უწყისი, რომელზე დაყრდნობითაც გამოითვლება ინვესტირებული კაპიტალი. აღნიშნული სიდიდე წარმოადგენს საოპერაციო საბრუნავი კაპიტალის (მიმდინარე საოპერაციო აქტივებს გამოკლებული მიმდინარე საოპერაციო ვალდებულებები), ძირითადი საშუალებების და სხვა წმინდა გრძელვადიანი საოპერაციო აქტივების ჯამს.

საოპერაციო საბრუნავი კაპიტალი უდრის საოპერაციო მიმდინარე აქტივებისა და საოპერაციო მიმდინარე ვალდებულებების სხვაობას. საოპერაციო მიმდინარე აქტივები შედგება ფირმის ფუნქციონირებისთვის (ოპერირებისთვის) საჭირო ისეთი აქტივისგან, როგორცაა: ფულადი სახსრები, დებიტორული დავალიანება, სასაქონლო-მატერიალური მარაგები, წინასწარ გადახდილი ავანსები. საოპერაციო მიმდინარე აქტივებს არ განეკუთვნება ჭარბი ფულადი სახსრები და ფასიანი ქაღალდები. საოპერაციო მიმდინარე ვალდებულებები წარმოადგენს ფირმის მიმდინარე

საქმიანობის შედეგად წარმოქმნილ ვალდებულებებს. ყველაზე ფართოდ გავრცელებული საოპერაციო მიმდინარე ვალდებულებებია: კრედიტორული დავალიანება, გადასახდელი ხელფასები, გადავადებული შემოსავალი და გადასახდელი მოგების გადასახადი. თუ ვალდებულება არის საოპერაციო (არა ფინანსური) ტიპის, ის უნდა გამოაკლდეს საოპერაციო აქტივებს ინვესტირებული კაპიტალის მნიშვნელობის გამოსათვლელად. ხოლო ვალდებულებას, რომელსაც ერიცხება საპროცენტო განაკვეთი, არ განეკუთვნება საოპერაციო ვალდებულებების ტიპს და შესაბამისად, ინვესტირებული კაპიტალის გამოთვლისას არ აკლდება საოპერაციო აქტივებს.

ძირითადი საშუალებები (წმინდა საბალანსო ღირებულება) განეკუთვნება საოპერაციო აქტივების ტიპს. სხვა საოპერაციო აქტივების წმინდა ღირებულება, ასევე უნდა იქნას გამოანგარიშებული და გათვალისწინებული ინვესტირებული კაპიტალის გამოთვლისას.

ინვესტირებული კაპიტალი კომპანიის ძირითადი საქმიანობის წარმართვისთვის საჭირო კაპიტალია. კომპანიები ასევე ფლობენ არასაოპერაციო აქტივებს. არასაოპერაციო აქტივებია: ჭარბი ფულადი სახსრები, ფასიანი ქაღალდები, ინვესტიციები არაკონსოლიდირებად შვილობილ კომპანიებში და სხვა.

ჭარბი ფულადი ნაკადი არ უნდა იქნას ჩართული ინვესტირებულ კაპიტალში, ვინაიდან არ წარმოადგენს ძირითადი საქმიანობის განხორციელებისთვის საჭირო აქტივს. შესაბამისად მისი შეფასება და ანალიზი უნდა მოხდეს დამოუკიდებლად. ჭარბი ფულადი ნაკადის ლიკვიდურობის მაღალი ხარისხისა და დაბალი რისკის გათვალისწინებით, მის მიერ გენერირებული უკუგება უმეტეს შემთხვევაში უმნიშვნელო აღმოჩნდება.

არაკონსოლიდირებად შვილობილ კომპანიებში განხორციელებული ინვესტიციებიც უნდა შეფასდეს ინვესტირებული კაპიტალისგან დამოუკიდებლად. კომპანია, რომელიც ფლობს მინორიტარულ პაკეტს სხვა

სს. „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
 ფინანსური მდგომარეობის ანგარიშგება
 ათასი ლარი

	2012	2011	2010
აქტივები			
<i>გრძელვადიანი აქტივები</i>			
ძირითადი საშუალებები	306 703	311 418	319 433
არამატერიალური აქტივები	2 347	3 210	4 105
გადავადებული მოგების გადასახადის აქტივი	215	-743	2 239
	<u>309 265</u>	<u>313 885</u>	<u>325 777</u>
 <i>მიმდინარე აქტივები</i>			
მატერიალური მარაგები	6 044	7 655	8 192
სავაჭრო და სხვა მოთხოვნები	8 102	7 708	8 006
ფული და ფულის ექვივალენტები	17 235	62 012	23 652
	<u>31 382</u>	<u>77 375</u>	<u>39 850</u>
სულ აქტივები	<u>340 646</u>	<u>391 260</u>	<u>365 626</u>
 საკუთარი კაპიტალი და ვალდებულებები			
<i>საკუთარი კაპიტალი და რეზერვები</i>			
საწესდებო კაპიტალი	404 806	436 879	401 837
დაურეგისტრირებელი კაპიტალი	27 194	27 311	9 829
გადაფასების რეზერვი	70 335	76 202	89 923
აკუმულირებული ზარალი	-338 764	-334 671	-335 741
აქციონერთა მთლიანი კაპიტალი	<u>163 572</u>	<u>205 720</u>	<u>165 848</u>
 <i>გრძელვადიანი ვალდებულებები</i>			
სესხი	94 054	102 198	110 926
რესტრუქტურისებული ვალდებულებები	60 827	59 207	55 705
გრანტი და მასთან დაკავშირებული ვალდებულებები	3 700	4 229	4 757
გადავადებული დღგ-ის გადასახადი	1 372	1 372	1 372
	<u>159 954</u>	<u>167 006</u>	<u>172 760</u>
 <i>მიმდინარე ვალდებულებები</i>			
გრძელვადიანი სესხის მიმდინარე ნაწილი	9 402	9 536	9 551
სავაჭრო და სხვა ვალდებულებები	7 719	8 998	17 467
	<u>17 121</u>	<u>18 534</u>	<u>27 018</u>
სულ საკუთარი კაპიტალი და ვალდებულებები	<u>340 646</u>	<u>391 260</u>	<u>365 626</u>

ცხრილი 1. სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ ფინანსური მდგომარეობის ანგარიშგება

ს.ს. „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
ინვესტირებული კაპიტალის გამოთვლა
ათასი ლარი

	2012	2011	2010
ინვესტირებული ფონდები			
მატერიალური მარაგები	6 044	7 655	8 192
სავაჭრო და სხვა მოთხოვნები	8 102	7 708	8 006
საოპერაციო ფულადი ნაშთი	5 495	5 009	4 296
საოპერაციო მიმდინარე აქტივები	19 641	20 372	20 495
სავაჭრო და სხვა ვალდებულებები	-7 719	-8 998	-17 467
საოპერაციო მიმდინარე ვალდებულებები	-7 719	-8 998	-17 467
საოპერაციო საბრუნავი კაპიტალი	11 860	11 860	3 740
ძირითადი საშუალებები	306 703	311 418	319 433
არამატერიალური აქტივები	2 347	3 210	4 105
სხვა გრძელვადიანი აქტივები (წმინდა)	-5 072	-5 601	-6 129
ინვესტირებული კაპიტალი	315 837	320 887	321 149
ჭარბი ფულადი სახსრები	11 803	56 517	18 643
სულ ინვესტირებული ფონდები	327 640	377 404	339 792
სულ ინვესტირებული ფონდები: წყაროები			
გრძელვადიანი სესხის მიმდინარე ნაწილი	9 402	9 536	9 551
სესხი	94 054	102 198	110 926
რესტრუქტურირებული ვალდებულებები	60 827	59 207	55 705
სესხი და მისი ექვივალენტები	164 283	170 941	176 183
გადავადებული მოგების გადასახადი	-215	743	-2 239
საწესდებო კაპიტალი	404 806	436 879	401 837
საწესდებო კაპიტალი	27 194	27 311	9 829
გადაფასების რეზერვი	70 335	76 202	89 923
აკუმულირებული ზარალი	-338 764	-334 671	-335 741
საკუთარი კაპიტალი და მისი ექვივალენტები	163 357	206 463	163 609
სულ ინვესტირებული ფონდები	327 640	377 404	339 792

ცხრილი 2. სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ ინვესტირებული
კაპიტალის გამოთვლა

კომპანიაში, საკუთარ საბალანსო უწყისში, აღნიშნულ ინვესტიციას ასახავს ერთი ჩანაწერის საშუალებით (შვილობილის აქტივების სათითაოდ ჩამოთვლის ნაცვლად). შესაბამისად, მოგება-ზარალის უწყისში ხვდება არა შვილობილი კომპანიის შემოსავლისა და ხარჯის თითოეული ჩანაწერი, არამედ მხოლოდ მისგან მიღებული შემოსავალი. ამრიგად, არაკონსოლიდირებადი შვილობილი კომპანიების საოპერაციო საქმიანობის ნაწილად განხილვა, დაამახინჯებს ფინანსურ სურათს. საჭიროა, არაკონსოლიდირებად შვილობილ კომპანიებში განხორციელებული ინვესტიციების, ინვესტირებული კაპიტალისგან გამიჯვნა და მათი დამოუკიდებლად შეფასება.

აუთვისებელი ზარალის აქტივი არასაოპერაციო აქტივია. სხვა არასაოპერაციო აქტივები, ჭარბი უძრავი ქონებისა და შეწყვეტილი საქმიანობის სახით, ასევე არ უნდა იქნას გათვალისწინებული ინვესტირებული კაპიტალის გამოთვლისას.

სრულად ინვესტირებული სახსრები (ფონდები) გამოითვლება ინვესტირებული კაპიტალის და არასაოპერაციო აქტივების შეკრებით, ან სესხის საკუთარი კაპიტალისა და მათი ექვივალენტების შეკრებით. ორივე გზით მიღებული შედეგი იქნება იდენტური. ფინანსირების წყაროები წარმოდგენილია ცხრილ 3-ში.

წმინდა საოპერაციო მოგების NOPAT (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) გამოსათვლელად გამოყენებულია ცხრილ 4-ში მოყვანილი სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემის“ მოგება-ზარალის უწყისი, რომლის რეორგანიზების შედეგად გამოანგარიშებულია კომპანიის წმინდა საოპერაციო მოგება (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ), იხ. ცხრილი 5. წმინდა საოპერაციო მოგების (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) გამოთვლა იწყება EBITDA-ს მნიშვნელობიდან. EBITDA წარმოადგენს საოპერაციო მოგების მაჩვენებელს პროცენტის, გადასახადის და ცვეთის გამოკლებამდე. ვინაიდან EBITDA უნდა გვიჩვენებდეს მხოლოდ საოპერაციო საქმიანობის

წყარო	აღწერა
სესხი	ბანკებიდან ან კაპიტალის ბაზრებიდან მიღებული სესხი, რომელსაც ერიცხება საპროცენტო განაკვეთი
სესხის ექვივალენტები	ბალანსგარე სესხი ან ერთჯერადი სასესხო ვალდებულება, რომელიც არ წარმოადგენს საოპერაციო საქმიანობის ნაწილს (რესტრუქტურისაციის შედეგად წარმოქმნილი საკომპენსაციო თანხების გადახდის ვალდებულება, საპენსიო ვალდებულება, საწარმოს დახურვის შემდეგ გარემოს გამოსწორების ვალდებულება)
ჰიბრიდული ფასიანი ქაღალდები	მოთხოვნები, რომელთაც გააჩნიათ საკუთარი (აქციონერული) კაპიტალის მახასიათებლები, მაგრამ ჯერ არ შეადგენენ საკუთარი კაპიტალის ნაწილს (კონვერტირებადი სასესხო ვალდებულებები, თანამშრომელთა ოფციონები)
მინორიტარული პაკეტი	გარე აქციონერები, რომლებიც კომპანიაში ფლობენ მინორიტარულ პაკეტს
საკუთარი (აქციონერული) კაპიტალი	ჩვეულებრივი აქციები, საწესდებო კაპიტალი, გაუნაწილებელი მოგება, რეზერვები
საკუთარი (აქციონერული) კაპიტალის ექვივალენტები	საბალანსო უწყისის ანგარიშები, რომლებიც წარმოიქმნენ გაუნაწილებელი მოგების არაფულადი კორექტირების შედეგად (გადავადებული მოგების გადასახადი)

ცხრილი 3. ფინანსირების წყაროები

შედეგს, მართებული არ იქნება მასში არასაოპერაციო შემოსავლების და ხარჯების გათვალისწინება.

EBITDA-ს გამოთვლის და სათანადო კორექტირების შემდეგ, რაც გულისხმობს არასაოპერაციო შემოსავლების და ხარჯების გათვალისწინებლობას, მას უნდა გამოაკლდეს საოპერაციო საქმიანობის შედეგად მიღებულ მოგებაზე რეალურად (ფულის სახით) გადახდილი მოგების გადასახადი. საკმარისი ინფორმაციის არ არსებობის შემთხვევაში, რეალურად (ფულის სახით) გადახდილი მოგების გადასახადის დადგენას ვერ ვახერხებთ. ამ შემთხვევაში უნდა გამოვიყენოთ მოგების გადასახადის დადგენილი განაკვეთი. თუ ინფორმაცია სრულად ხელმისაწვდომია, რეალურად (ფულის სახით) გადახდილი საოპერაციო მოგების გადასახადის გამოსათვლელად, მოგების გადასახადის ზოგადი განაკვეთის მიხედვით

გამოანგარიშებულ საოპერაციო მოგების გადასახადს აკლდება წმინდა საოპერაციო გადავადებული მოგების გადასახადის ვალდებულების (DTL) ნაზრდი.

როგორც უკვე ავღნიშნეთ თავისუფალი ფულადი ნაკადის (FCF) გამოსათვლელად, წმინდა საოპერაციო მოგებას (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) უნდა დავუმატოთ არაფულადი საოპერაციო ხარჯები და გამოვაკლოთ ინვესტირებულ კაპიტალში განხორციელებული ინვესტიცია.

**საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა
მოგება-ზარალის ანგარიშგება**

ათასი ლარი

	2012	2011	2010
შემოსავალი	54 324	54 950	50 085
სხვა შემოსავალი	4 376	4 343	5 679
	0		
ქსელის საოპერაციო ხარჯები	-3 738	-3 459	-4 484
ადმინისტრაციული ხარჯები	-3 174	-2 423	-3 082
ხელფასები და სხვა თანამშრომელთა სარგებელი	-15 351	-14 231	-14 106
ცვეთა ამორტიზაცია და გაუფასურება	-31 575	-31 250	-30 553
სხვა წმინდა საოპერაციო ხარჯები	-3 669	-5 560	839
შედეგი საოპერაციო საქმიანობიდან	1 193	2 370	4 379
ფინანსური შემოსავალი	5 737	3 081	2 022
ფინანსური ხარჯი	-10 723	-11 314	-9 813
სხვა წმინდა ფინანსური ერთეულები	-246	10 044	-984
მოგება/(ზარალი), მოგების გადასახადით დაბეგვრამდე	-4 039	4 181	-4 396
გადავადებული მოგების გადასახადის მიმდინარე ნაწილი	-79	-1 674	3 109
წლის წმინდა მოგება	-4 118	2 507	-1 287
სხვა ერთობლივი შემოსავალი			
ძირითადი საშუალებების გადაფასება	0	0	0
გადავადებული მოგების გადასახადი გადაფასებაზე	0	0	0
უცხოური ვალუტის ტრანზაქციის სხვაობა	0	0	0
მთლიანი ერთობლივი მოგება წლისთვის	-4 118	2 507	-1 287

ცხრილი 4. სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ მოგება-ზარალის ანგარიშგება

საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა
წმინდა საოპერაციო მოგება გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ
 ათასი ლარი

	2012	2011	2010
შემოსავალი	54 324	54 950	50 085
ქსელის საოპერაციო ხარჯები	-3 738	-3 459	-4 484
ადმინისტრაციული ხარჯები	-3 174	-2 423	-3 082
ხელფასები და სხვა თანამშრომელთა სარგებელი	-15 351	-14 231	-14 106
ცვეთა ამორტიზაცია და გაუფასურება	-31 575	-31 250	-30 553
სხვა წმინდა საოპერაციო ხარჯები	-3 669	-5 560	839
EBIT	-3 183	-1 973	-1 300
საოპერაციო მოგების გადასახადი	0	0	0
წმინდა საოპერაციო მოგება დაბეგვრის შემდეგ	-3 183	-1 973	-1 300

ცხრილი 5. სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ წმინდა საოპერაციო მოგება გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ

ცხრილ 6-ში ნაჩვენებია სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემის“ თავისუფალი ფულადი ნაკადის გამოთვლის პროცესი.

საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა
თავისუფალი ფულადი ნაკადის გამოთვლა
 ათასილარი

	2012	2011
წმინდა საოპერაციო მოგება დაბეგვრის შემდეგ	-3 183	-1 973
ცვეთა ამორტიზაცია და გაუფასურება	31 575	31 250
სრული ფულადი ნაკადი	28 392	29 277
ცვლილება საოპერაციო საბრუნავ კაპიტალში	0	-8 120
წმინდა კაპიტალური ხარჯები	-25 997	-22 340
სხვა გრძელვადიანი აქტივების ზრდა	-529	-528
სრული ინვესტიცია	-26 526	-30 988
თავისუფალი ფულადი ნაკადი	1 866	-1 711

ცხრილი 6. სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ თავისუფალი ფულადი ნაკადის გამოთვლა

თავისუფალი ფულადი ნაკადის გამოანგარიშებამდე, გამოითვლება მთლიანი ფულადი ნაკადი, რომელიც გვიჩვენებს კომპანიის საოპერაციო საქმიანობის შედეგად მიღებულ ფულად ნაკადს. ის წარმოადგენს ინვესტორებისათვის გადასახდელ ფულად ნაკადს, რომელიც შედგება ორი კომპონენტისგან:

- *წმინდა საოპერაციო მოგება (მოგების გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ)NOLAT*: წმინდა საოპერაციო მოგებას გამოკლებული კორექტირებული საოპერაციო მოგების გადასახადი, რომელიც განკუთვნილია ყველა ინვესტორისათვის.
- *არაფულადი საოპერაციო ხარჯები*: წმინდა საოპერაციო მოგების გამოსათვლელად შემოსავალს გამოკლებული ზოგიერთი ხარჯი არაფულადი ხასიათისაა. შესაბამისად, ისინი უნდა დაემატოს წმინდა საოპერაციო მოგებას. ყველაზე ფართოდ გავრცელებული არაფულადი ხარჯის ტიპებია: ცვეთა და თანამშრომელთა არაფულადი კომპენსაციები.

სათანადო ზრდის უზრუნველსაყოფად, გამომუშავებული მთლიანი ფულადი ნაკადის ნაწილის რეინვესტირება უნდა მოხდეს ისევე კომპანიაში. ინვესტიციები შესაძლოა განხორციელდეს შემდეგ სფეროებში:

- *საოპერაციო საბრუნავი კაპიტალი*: ბიზნესის ზრდა მოითხოვს ინვესტიციებს საოპერაციო ფულად ნაკადებში, სასაქონლო-მატერიალურ მარაგებსა და საოპერაციო საბრუნავი კაპიტალის სხვა კომპონენტებში. საოპერაციო საბრუნავ კაპიტალს არ განეკუთვნება არასაოპერაციო აქტივები, ჭარბი ფულადი სახსრების, ფინანსირების სახსრების, მოკლევადიანი სესხების და გადასახდელი დივიდენდების სახით.
- *წმინდა კაპიტალური ხარჯები*: წმინდა კაპიტალური ხარჯები წარმოადგენს ძირითად საშუალებებში განხორციელებულ

ინვესტიციებს და მათი გაყიდვით მიღებულ შემოსავლებს შორის სხვაობას.

- *სხვა გრძელვადიან საოპერაციო აქტივებს მინუს გრძელვადიანი ვალდებულებები*: ამ სიდიდის გამოთვლისას არ უნდა მოხდეს გრძელვადიანი საოპერაციო და არასაოპერაციო აქტივების ერთმანეთთან შერევა.

როგორც ავღნიშნეთ, არასაოპერაციო აქტივების მიერ გენერირებული ფულადი ნაკადები არ გაითვალისწინება თავისუფალი ფულადი ნაკადის (FCF) გამოთვლისას. შესაბამისად ისინი დამოუკიდებლად უნდა იქნას გამოანგარიშებული და დაემატოს თავისუფალი ფულადი ნაკადის მნიშვნელობას, ინვესტორებისთვის განკუთვნილი სრული ფულადი ნაკადის მისაღებად:

კომპანიის თავისუფალი ფულადი ნაკადი (FCF) + არასაოპერაციო აქტივების ღირებულება = საწარმოს მთლიანი ღირებულება

ინვესტორებისთვის განკუთვნილი მთლიანი ფულად ნაკადის გამოსათვლელად თავისუფალ ფულად ნაკადს (FCF) ემატება შემდეგი კომპონენტები:

- *ჭარბი ფულადისახსრები და ფასიან ქალაქდებების ფლობით გამომუშავებული ფულადი ნაკადი*: ჭარბი ფულადი სახსრები და ფასიანი ქალაქდები ფულად ნაკადებს გამოიმუშავენ საპროცენტო შემოსავლის და ფასიანი ქალაქდების გაყიდვით მიღებული მოგების სახით. აღნიშნული შემოსავლების ფულად ნაკადზე დამატება უნდა მოხდეს მოგების გადასახადის გათვალისწინებით.
- *სხვა არასაოპერაციო აქტივებიდან მიღებული ფულადი ნაკადი*: ფულად ნაკადს უნდა დაემატოს არასაოპერაციო მოგება (გამოაკლდეს არასაოპერაციო ზარალი) და გამოაკლდეს

არასაოპერაციო აქტივების ნაზრდი (დაემატოს არასაოპერაციო აქტივების კლესბა).

თავი III

საოპერაციო საქმიანობის და კონკურენციის ხარისხის ანალიზი

კომპანიის მომავალი შედეგების საპროგნოზოდ საჭიროა მისი წარსული საქმიანობის ანალიზი. აქედან გამომდინარე, გასული პერიოდის საფუძვლიანი გააზრება ღირებულების შეფასების პროცესის უმნიშვნელოვანესი ნაწილია. ანალიზი იწყება ღირებულების კრიტიკული კომპონენტების - ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების და შემოსავლების ზრდის მაჩვენებლების შესწავლით. საპროგნოზო მოდელი უნდა დაეფუძნოს სწორ დაშვებებს, რისთვისაც დაგვჭირდება, გრძელვადიან პერიოდში, კომპანიის და მისი მსგავსი ორგანიზაციების მიერ მიღწეული შედეგების ურთიერთშედარება.

თავდაპირველად, კომპანიის საოპერაციო საქმიანობის შესახებ საერთო წარმოდგენის შესაქმნელად, ვაკვირდებით ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების მაჩვენებლის შემადგენელ კომპონენტებს. ასევე ვსაზღვრავთ, ბიზნეს საქმიანობის რომელი ასპექტებია ყველაზე მნიშვნელოვანი. შემდგომ, ვანალიზებთ შემოსავლის ზრდის განმაპირობებელ ფაქტორებს. მაგალითად, ვაკვირდებით, შემოსავლის ზრდა განპირობებულია კომპანიის ორგანული ზრდით, თუ გარე ფაქტორის - გაცვლითი კურსის ცვალებადობით? საბოლოოდ, ვაფასებთ კომპანიის ფინანსურ მდგომარეობას. ვსაზღვრავთ, შესწევს თუ არა ორგანიზაციას ბიზნეს-საქმიანობის წარმოების, აგრეთვე მოკლევადიან და გრძელვადიან პერიოდში ინვესტიციების განხორციელების უნარი?

ფინანსური უწყისების რეორგანიზების შემდეგ შესაძლებელია წმინდა საოპერაციო მოგების (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) და ინვესტირებული კაპიტალის მნიშვნელობების გამოთვლა. ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების მაჩვენებელი წარმოაგენს აღნიშნული ორი სიდიდის განაყოფს:

**ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმა = წმინდა საოპერაციო მოგება
(გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) / ინვესტირებული კაპიტალი**

ვინაიდან მოგება წარმოადგეს მთელი წლის საქმიანობის შედეგს, ხოლო ინვესტირებული კაპიტალი დროის მოცემულ მომენტში არსებული სიდიდეა, რეკომენდირებულია, ინვესტირებული კაპიტალის საწყისი და საბოლოო მნიშვნელობების გასაშუალოება. კომპანიები, წლიურ ანგარიშებში, ძირითადად იყენებენ ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმის საწყის სიდიდეს, რის გამოც მაჩვენებელი ხელოვნურად გაზრდილია.

ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმა წამოადგეს კომპანიის საოპერაციო საქმიანობის გაანალიზების საუკეთესო საშუალებას. მისი უპირატესობა აშკარაა საკუთარ კაპიტალზე უკუგების ნორმის (ROE) და აქტივებზე უკუგების ნორმის (ROA) მაჩვენებლებთან შედარებით. საკუთარ კაპიტალზე უკუგების ნორმის გამოთვლისას, საოპერაციო საქმიანობა შერეულია კაპიტალის სტრუქტურასთან, ხოლო აქტივებზე უკუგების ნორმის გამოანგარიშებისას, საოპერაციო აქტივებთან შერეულია არასაოპერაციო აქტივებიც. ასევე, აქტივებზე უკუგების ნორმის შემთხვევაში, გათვალისწინებული არაა საინვესტიციო კაპიტალზე მოთხოვნის შემამცირებელი კომპონენტები - კრედიტორული დავალიანება და სხვა საოპერაციო ვალდებულებები.

ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმის, ზრდაზე მოქმედი კომპონენტების იდენტიფიცირებისათვის, ის უნდა დავყოთ შემდეგნაირად:

ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმა (ROIC) = (1 - მოგების გადასახადის განაკვეთი) (მოგება, პროცენტის, გადასახადის და ცვეთის გამოკლებამდე (EBITA) / შემოსავალი) (შემოსავალი / ინვესტირებული კაპიტალი)

აღნიშნული გამოსახულება წარმოადგენს ფინანსური ანალიზის განსახორციელებლად საჭირო ერთ-ერთ მძლავრ ინსტრუმენტს. თვალნათლივ ჩანს, თუ როგორ მოხდება ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმის ზრდა მომგებიანობის მაქსიმიზაციის, კაპიტალის ბრუნვის ოპტიმიზაციის და საგადასახადო განაკვეთის შემცირების შემთხვევაში.

შეფასების მოდელში რეკომენდირებულია ფინანსური ანგარიშგების უწყისების კომპონენტების წარმოდგენა კოეფიციენტების სახით. მაგალითად, მოგება-ზარალის უწყისის კომპონენტების უმრავლესობა შესაძლებელია წარმოდგენილი იქნას შემოსავლის პროცენტის სახით (გამონაკლისს წარმოადგენს მოგების გადასახადი, რომელიც უნდა განისაზღვროს მოქმედი განაკვეთის შესაბამისად და არა შემოსავლის პროცენტის სახით).

საბალანსო უწყისის შემთხვევაშიც, კომპონენტების უმრავლესობა, ასევე შესაძლებელია წარმოდგენილი იქნას შემოსავლის პროცენტის სახით (სასაქონლო-მატერიალური მარაგები და კრედიტორული დავალიანება შესაძლოა ჩავწეროთ რეალიზებული საქონლის თვითღირებულების პროცენტის სახით).

მონაცემების ხელმისაწვდომობის შემთხვევაში უნდა განხორციელდეს არაფინანსური ანალიზიც. გათვალისწინებული უნდა იქნას ინვესტირებული კაპიტალის უკუგების ნორმაზე მოქმედი საოპერაციო პარამეტრები. საოპერაციო მახასიათებლების ურთიერთშედარებით, მარტივად შეგვიძლია ავხსნათ კონკურენტებს შორის განსხვავებული ფინანსური შედეგების მიღების მიზეზები.

როგორც უკვე ავღნიშნეთ, კომპანიის ღირებულებაზე მოქმედი ფაქტორებია - ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმა, კაპიტალის ღირებულება და ფულადი ნაკადების ზრდის განაკვეთი. მაგრამ რა განაპირობებს ფულადი ნაკადების ზრდას? გრძელვადიან პერიოდში, მოგებისა და რეინვესტირების სტაბილური მაჩვენებლების მიღწევის

პირობებში, ფულადი ნაკადების ზრდა პირდაპირ უკავშირდება შემოსავლის ზრდის მაჩვენებელს. გასული პერიოდის შემოსავლების ზრდის მაჩვენებლის გაანალიზებით, შესაძლებელია მომავალი ზრდის მაჩვენებლის პროგნოზირება.

წლიდან წლამდე, შემოსავლის ზრდის მაჩვენებლის გამოთვლა საკმაოდ მარტივია, მაგრამ მიღებული შედეგი ხანდახან დამაბნეველი და ორაზროვანია. შემოსავლის ზრდა შესაძლოა განპირობებული იყოს გაცვლითი კურსის, ან სააღრიცხვო პოლიტიკის ცვლილებით, აგრეთვე, კომპანიის მიერ სხვა კომპანიის შეძენით. ამ შემთხვევაში მნიშვნელოვანია აღნიშნული გარემოებებით გამოწვეული ზრდის უგულვებელყოფა და მომავალი შემოსავლის მოცულობის მათ გარეშე დაგეგმვა.

ზოგიერთი კომპანია, სამეწარმეო საქმიანობას ეწევა რამდენიმე ქვეყანაში. შესაბამისად, წლის ბოლოს, ფინანსური უწყისების მომზადებისას, კომპანიის სამშობლოში მოქმედი ვალუტის კურსის დაცემა სხვა ვალუტებთან შედარებით გამოიწვევს კომპანიის შემოსავლის ზრდას. აღნიშნული ზრდა განპირობებული იქნება კომპანიის მიერ არა მაღალი ფასების დაწესებით, ან მეტი პროდუქციის რეალიზაციით, არამედ ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსის დაცემით.

კომპანიას, სხვა ორგანიზაციის შეძენის საშუალებით შეუძლია გავლენა მოახდინოს ინვესტირებული კაპიტალის უკუგების ნორმაზე. მაგრამ შესაძენად გადახდილი სოლიდური პრემიის გამო, ეს გავლენა განსხვავებული იქნება კომპანიის ორგანული ზრდის პირობებში მიღებული შედეგისგან. ამიტომ მნიშვნელოვანია გასული პერიოდის ანალიზისას იმის განსაზღვრა, თუ რით იყო განპირობებული წინა წლებში შემოსავლის ზრდა - ორგანული ზრდით, თუ სხვა კომპანიების შეძენით?

ყოველ წელს, აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტების საბჭო (IASB) აქვეყნებს რეკომენდაციებს ფინანსური აღრიცხვის წესებთან დაკავშირებით. კომპანიებს ეძლევათ დროის გარკვეული პერიოდი მოთხოვნილი ცვლილებების განსახორციელებლად. შემოსავლის აღიარების პოლიტიკაში

მომხდარმა ცვლილებებმა შესაძლოა მნიშვნელოვნად შეცვალოს შემოსავლის მოცულობის მაჩვენებელი. შემოსავლის აღიარების სტანდარტები გათვალისწინებული უნდა იქნას გასული პერიოდის შემოსავლის ანალიზის პროცესში.

ვალუტის კურსის მერყეობით, სხვა კომპანიის შემქნით და ფინანსური აღრიცხვის წესების ცვლილებით გამოწვეული ეფექტების იდენტიფიცირების და მათი არ გათვალისწინების შემდეგ, შესაძლებელია წლიდან წლამდე შემოსავლის ზრდის მაჩვენებლების ანალიზი. სტანდარტულად იყენებენ შემდეგ ფორმულას:

$$\text{შემოსავალი} = \text{შემოსავალი} / \text{ერთეული X ერთეული}$$

აღნიშნული ფორმულის საშუალებით ვსაზღვრავთ, რა განაპირობებს ზრდას - ფასების დონე თუ რეალიზებული პროდუქტის რაოდენობა. თუმცა ერთ ერთეულზე შემოსავლის სიდიდის სარეალიზაციო ფასად მიჩნევა არასწორი იქნება. ერთ ერთეულზე შემოსავლის მაჩვენებლის ზრდა, შესაძლოა განპირობებული იყოს, როგორც მზარდი ფასებით, ასევე რეალიზებულ პროდუქტებს შორის დაბალფასიანი პროდუქტების წილის შემცირებით და სანაცვლოდ, მაღალფასიანი პროდუქტების წილის გაზრდით.

გასული პერიოდის გამოკვლევის დასკვნით ეტაპზე უნდა გაანაზღვიდეს, თუ როგორ აფინანსებს ორგანიზაცია საოპერაციო საქმიანობას, ინვესტირებული კაპიტალის რა ნაწილი ეკუთვნის სესხის გამცემ ორგანიზაციებს და რა ნაწილი - საკუთარ კაპიტალში ინვესტიციის განმახორციელებელ პირებს?

კომპანიის კაპიტალის სტრუქტურის ეფექტიანობის დასადგენად უნდა გამოვიკვლიოთ ორი ერთმანეთისგან დამოუკიდებელი საკითხი: ლიკვიდურობა და ფინანსური მხარი. ლიკვიდურობის კოეფიციენტის საშუალებით იზომება კომპანიის მიერ მოკლევადიანი ვალდებულებების -

პროცენტის ხარჯის, იჯარის ხარჯის, გრძელვადიანი სესხის მიმდინარე ნაწილის გასტუმრების უნარი. ფინანსური მხარი კი მიუთითებს კომპანიის მიერ გრძელვადიანი ვალდებულებების გასტუმრების უნარზე.

კომპანიის მიერ მოკლევადიანი ვალდებულებების გასტუმრების უნარი იზომება სხვადასხვა კოეფიციენტების საშუალებით, რომელიც შეიცავს მოგების შემდეგ მაჩვენებლებს:

- მოგება, პროცენტის, მოგების გადასახადის და ცვეთის გამოკლებამდე (EBITDA);
- მოგება პროცენტის და მოგების გადასახადის გამოკლებამდე (EBIT).

მოკლევადიანი ვალდებულებების გასტუმრების უნარის შესამოწმებლად გამოყენებული უნდა იქნას საპროცენტო ხარჯის დაფარვის კოეფიციენტი, რომელიც გამოითვლება EBITDA-ის ან EBIT-ის მნიშვნელობის გაყოფით პროცენტის ხარჯის მნიშვნელობაზე. EBIT-ის შემთხვევაში მოწმდება კომპანიის მიერ საპროცენტო ხარჯის გადახდის უნარი ამორტიზირებული მოწყობილობების შესაცვლელად გაწეული კაპიტალური ხარჯების გამოკლების შემდეგ, ხოლო EBITDA-ს შემთხვევაში, საპროცენტო ხარჯის გადახდის უნარი მოწმდება გასაწევი კაპიტალური ხარჯების გამოკლებამდე. მიუხედავად იმისა, რომ EBITDA მიუთითებს კომპანიის მიერ, მოკლევადიან პერიოდში, ფინანსური ვალდებულების გასტუმრების უნარზე, უმჯობესია დავეყრდნოთ მაჩვენებელს -EBIT-ის გამოყენებით, ვინაიდან კომპანიები ვერ შეძლებენ კონკურენტულ ბრძოლაში წარმატების მიღწევას მოძველებული ძირითადი საშუალებების შეუცვლელად.

კომპანიის ფინანსური ბერკეტის შესაფასებლად საჭიროა კომპანიის სესხის საკუთარ კაპიტალზე (საბაზრო მნიშვნელობები) გაყოფა და მიღებული განაყოფის შედარება სხვა კომპანიების ანალოგიურ მაჩვენებლებთან.

დივიდენდის გადახდის კოეფიციენტი გამოითვლება ჩვეულებრივ აქციებზე გადახდილი დივიდენდის მნიშვნელობის გაყოფით წმინდა მოგების მნიშვნელობაზე. თუ კომპანიას აქვს დივიდენდის გადახდის მაღალი მაჩვენებელი და რეინვესტირების კოეფიციენტი აღემატება ერთს, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ კომპანია სესხულობს თანხებს უარყოფითი ფულადი ნაკადების დასაფინანსებლად. ხოლო ორგანიზაცია, რომელსაც აქვს დადებითი ფულადი ნაკადები და დივიდენდის გადახდის დაბალი მაჩვენებელი სავარაუდოდ იხდის გრძელვადიან სესხებს.

თავი IV

მომავლის პროგნოზირება

მიუხედავად იმისა, რომ მომავალი უცნობია და მისი პროგნოზირება პრაქტიკულად შეუძლებელი, დაკვირვებული ანალიზი, მაინც გვაძლევს კომპანიის მომავალი შედეგების მეტნაკლები სიზუსტით განსაზღვრის საშუალებას. საპროგნოზო მოდელის მომზადებისას აუცილებლად გათვალისწინებული უნდა იქნას ზოგადი კონტექსტი, რაც დამოკიდებულია ორგანიზაციის განვითარების და კონკურენციის გაწვევის უნარზე.

პროგნოზირების პროცესი იწყება საპროგნოზო პერიოდის დროითი ჰორიზონტის და დეტალიზაციის ხარისხის განსაზღვრით. ჩვენს კვლევაში დეტალური პროგნოზი განხორციელდა რამდენიმე წლის განმავლობაში (2013-2018 წწ), ხოლო მომდევნო პერიოდისთვის გამოყენებული იქნა განგრძობითი ღირებულების ფორმულა.

დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდის გამოსაყენებლად საჭიროა თავისუფალი ფულადი ნაკადების პროგნოზირება, რასაც წინ უნდა უძღოდეს მოგება-ზარალის ანგარიშგების (მოგება-ზარალის უწყისი), ფინანსური მდგომარეობის ანგარიშგების (საბალანსო უწყისი) და გაუნაწილებელი მოგების საპროგნოზო უწყისების მომზადებას. პროგნოზირების პროცესი შეგვიძლია პირობითად დავყოთ 6 ნაწილად:

- *გასული პერიოდის ფინანსური ანგარიშგების უწყისების მომზადება და ანალიზი:* საპროგნოზო ფინანსური უწყისების მომზადებას წინ უნდა უსწრებდეს გასული პერიოდის ფინანსური უწყისების მომზადება და ანალიზი.
- *შემოსავლების პროგნოზირება:* თითქმის ყველა სიდიდე პირდაპირ, ან ირიბად უკავშირდება შემოსავალს. მომავალი შემოსავლის პროგნოზირება ხდება ბაზარზე („ზემოდან-ქვემოთ“), ან მომხმარებელზე დაყრდნობით („ქვემოდან-ზემოთ“).

- *საპროგნოზო მოგება-ზარალის უწყისის მომზადება*: ეკონომიკური კონტექსტის გათვალისწინებით ხდება საოპერაციო ხარჯების, ცვეთის, საპროცენტო შემოსავლის, საპროცენტო ხარჯის და გადასახადების პროგნოზირება.
- *საპროგნოზო საბალანსო უწყისის მომზადება (ინვესტირებული კაპიტალისა და არასაოპერაციო აქტივების ნაწილი)*: განისაზღვრება საოპერაციო საბრუნავი კაპიტალის, ძირითადი საშუალებების, არასაოპერაციო აქტივების საპროგნოზო მაჩვენებლები.
- *საპროგნოზო საბალანსო უწყისის მომზადება (სრულად ინვესტირებული ფონდების ნაწილი)*: ხდება საბალანსო უწყისის დარჩენილი ნაწილების - გაუნაწილებელი მოგების და საკუთარი (აქციონერული) კაპიტალის ანგარიშების პროგნოზირება. ჭარბი ფულადი სახსრების და ახალი სასესხო ვალდებულებების მუხლები გამოიყენება საბალანსო უწყისის დასაბალანსებლად.
- *ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების და თავისუფალი ფულადი ნაკადების გამოთვლა*: პროცესი სრულდება ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების და თავისუფალი ფულადი ნაკადების გამოთვლით, რაც თავის მხრივ წარმოადგენს ღირებულების შეფასების საფუძველს.

საპროგნოზო ფინანსური უწყისების მომზადებამდე საჭიროა კომპანიის გასული პერიოდის ფინანსური მონაცემების ელექტრონულ ცხრილებში ასახვა. შემოსავლების საპროგნოზოდ გამოყენებული უნდა იქნას ორი მეთოდიდან ერთ-ერთი: „*ზემოდან-ქვემოთ*“ მეთოდი ან „*ქვემოდან-ზემოთ*“ მეთოდი. პირველის შემთხვევაში, ბაზრის მთლიანი მოცულობის შეფასებით, ვადგენთ ყველა მონაწილის ერთობლივ შემოსავალს. შემდეგ ვსაზღვრავთ ერთი კონკრეტული კომპანიის ბაზრის წილს და ვანგარიშობთ მის შემოსავალს. მეორე მეთოდის გამოყენებისას კი ვეყრდნობით კომპანიის მიერ მომზადებულ პროგნოზებს, რომელიც თავის

მხრივ, ეფუძნება მიმდინარე და პოტენციური მომხმარებლების შესახებ არსებულ მონაცემებს. შესაძლებლობის შემთხვევაში რეკომენდირებულია ორივე მეთოდის გამოყენება და მიღებული შედეგების ურთიერთშედარება.

დაგეგმვისას, „ზემოდან-ქვემოთ“ მეთოდის გამოყენება შესაძლებელია ნებისმიერ შემთხვევაში. ტრადიციულ დარგებში, ბაზრის მოცულობის ზრდის ტემპი საკმაოდ დაბალია და უშუალოდ დაკავშირებულია ეკონომიკური ზრდის და სხვა გრძელვადიანი ტენდენციების (მაგ. მომხმარებელთა გემოვნება) მაჩვენებლებთან. ამ შემთხვევაში, მკვლევარს შეუძლია დაეყრდნოს პროფესიული ორგანიზაციების მიერ ბაზრის მოცულობის შესახებ გამოქვეყნებულ პროგნოზებს და კონცენტრირდეს კონკრეტული ფირმის სამომავლო ბაზრის წილის განსაზღვრაზე. ამისთვის საჭიროა ფირმების უნარების და რესურსების შეფასება. აგრეთვე, გრძელვადიან პერიოდში მათი კონკურენტუნარიანობის ხარისხის განსაზღვრა. კვლევის დაწყება შესაძლებელია გასული პერიოდის ფინანსური ანგარიშგების უწყისების მიმოხილვით. მაგრამ წარსულის კვლევის პარალელურად, მნიშვნელოვანია კომპანიების მომავალი შესაძლებლობების გაანალიზება.

„ქვემოდან-ზემოთ“ პროგნოზირების მეთოდი ეფუძნება მოთხოვნის დაგეგმვის პრინციპს. ზოგიერთ დარგებში, მომხმარებელი, წინასწარ, მაღალი სიზუსტით გეგმავს საკუთარ შემოსავალს და განსახორციელებელი შესყიდვების შესახებ ინფორმაციას აწვდის მიმწოდებლებს. მომხმარებლების წინასწარი განაცხადების შეკრებით შესაძლებელია მოკლევადიან პერიოდში მოსალოდნელი შემოსავლების მოცულობის განსაზღვრა. არსებული მომხმარებლების სავარაუდო მოთხოვნების დამუშავების შემდეგ უნდა მოხდეს მათი ბრუნვის (გადინებისა და შემოდინების) შეფასება. თუ მომხმარებელთა გადინების მაჩვენებელი მაღალია, საჭიროა შემოსავლის საპროგნოზო მაჩვენებლების შემცირება. ბოლო ეტაპზე განისაზღვრება კომპანიის მიერ ახალი მომხმარებლების მოზიდვის უნარი. ფასდება, რამდენ ახალ მომხმარებელს მოიზიდავს

ორგანიზაცია და რა ოდენობის შემოსავალს მიიღებს მათგან. ჯამდება ძველი და ახალი მომხმარებლებისგან მისაღები საპროგნოზო შემოსავლები.

გრძელვადიან პერიოდში, ორივე მეთოდის გამოყენებით მიღებული საპროგნოზო მონაცემები არაზუსტია, ვინაიდან მომხმარებლის გემოვნება, ტექნოლოგიები და კორპორაციული სტრატეგიები მუდმივად იცვლება. მოულოდნელმა ცვლილებებმა შესაძლოა მნიშვნელოვანი გავლენა მოახდინოს ბაზრის წარმატებულ და წარუმატებელ მონაწილეებზე. ამიტომ აუცილებელია არსებული საპროგნოზო მაჩვენებლების მუდმივი გადამოწმება, მათი დარგის დინამიკასთან და ბაზრის კონიუნქტურასთან შესაბამისობის დასადგენად.

შემოსავლის პროგნოზირების შემდეგ, ხორციელდება მოგება-ზარალის უწყისის თითოეული კომპონენტის პროგნოზირება. ამისთვის გამოიყენება სამი ეტაპისგან შემდგარი პროცესი:

- *მოცემული კომპონენტის ცვლილების გამომწვევი ფაქტორის დადგენა:* უმრავლეს შემთხვევაში, სხვადასხვა კომპონენტები დაკავშირებული იქნება შემოსავალთან. მხოლოდ მცირე რაოდენობა აღმოჩნდება ეკონომიკურად დაკავშირებული სპეციფიკურ აქტივთან (ან ვალდებულებასთან). მაგალითად, საპროცენტო შემოსავალი გენერირდება ფულადი სახსრების, ან ფასიანი ქაღალდების მიერ. ამ შემთხვევაში, საპროცენტო შემოსავალი უნდა დაუკავშირდეს ფულად სახსრებს და ფასიან ქაღალდებს.
- *კოეფიციენტების განსაზღვრა:* მოგება ზარალის თითოეული კომპონენტისთვის უნდა განისაზღვროს გასული პერიოდის და საპროგნოზო კოეფიციენტები.
- *საპროგნოზო კოეფიციენტის, ცვლილების გამომწვევ ფაქტორზე გამრავლება:* ვინაიდან მოგება ზარალის უწყისის კომპონენტების უმეტესობა დაკავშირებულია შემოსავალთან, საპროგნოზო კოეფიციენტების უმრავლესობა (მაგ. გაყიდული საქონლის თვითღირებულება) უნდა გამრავლდეს შემოსავლის მოცულობაზე.

ამიტომ არის შემოსავლის სწორად პროგნოზირება კრიტიკულად მნიშვნელოვანი. შემოსავლის დაგეგმვის დროს დაშვებული ნებისმიერი შეცდომა გავრცელდება მთლიან მოდელზე.

მოგება-ზარალის უწყისის საოპერაციო ხარჯების თითოეული ტიპის საპროგნოზოდ, მაგალითად, რეალიზებული საქონლის თვითღირებულების, ასევე ზოგადი და ადმინისტრაციული ხარჯების გამოსათვლელად, მიზანშეწონილია შემოსავლის მოცულობის გამოყენება. ხანდახან არასაოპერაციო ხარჯები შერეულია საოპერაციო ხარჯებთან, ამიტომ საჭიროა მათი განცალკევება საპროგნოზო კოეფიციენტების განსაზღვრამდე.

ცვეთის საპროგნოზოდ შესაძლებელია გამოყენებული იქნას სამი მეთოდი. მისი გამოთვლა ხდება: (1) შემოსავლის კოეფიციენტზე გამრავლებით, (2) ძირითადი საშუალებების კოეფიციენტზე გამრავლებით, ან (3) მეტი ინფორმაციის ხელმისაწვდომობის შემთხვევაში, მოწყობილობების შესყიდვის და ცვეთის ნორმების გათვალისწინებით.

არასაოპერაციო შემოსავლის წყაროა - არასაოპერაციო აქტივები. მაგალითად, არაკონსოლიდირებადი შვილობილი კომპანიები. იმ შემთხვევაში, თუ კომპანია შვილობილში ფლობს უმნიშვნელო წილს, ის შემოსავლის სახით აღიარებს მხოლოდ შვილობილი კომპანიიდან მიღებულ დივიდენდს. ვინაიდან, არასაოპერაციო შემოსავლები არ მონაწილეობს თავისუფალი ფულადი ნაკადის გამოთვლაში, მათი ზუსტად დაგეგმვა არაა კრიტიკული კომპანიის ღირებულების შეფასების პროცესში.

საპროცენტო ხარჯი (ან შემოსავალი) პირდაპირ უკავშირდება იმ ვალდებულებას (ან აქტივს), რომელიც წარმოშობს მოცემულ ხარჯს (ან შემოსავალს). საპროცენტო ხარჯის წყაროა - სასესხო ვალდებულებები. თუმცა სესხი, თავის მხრივ, წარმოადგენს საპროცენტო ხარჯის ფუნქციას. თუ კომპანიის საოპერაციო დანახარჯები გაიზრდება, კომპანიის ხელმძღვანელობა ისესხებს მეტ თანხას შექმნილი დეფიციტის

დასაფინანსებლად. სესხის მოცულობის ზრდა გამოიწვევს საპროცენტო ხარჯის მომატებას, რაც თავის მხრივ, კიდევ უფრო შეამცირებს მოგებას. შემცირებული მოგებით გართულდება ბიზნეს საქმიანობის დაფინანსება და შესაბამისად, კვლავ გაჩნდება მეტი თანხის სესხების საჭიროება. ასეთი „მოჯადოებული წრის“ თავიდან ასაცილებლად რეკომენდირებულია სესხის პროცენტის გამოანგარიშება წინა წლის სესხის მოცულობის მიხედვით. ამრიგად, მომავალი საპროცენტო ხარჯის საპროგნოზოდ საჭიროა კომპანიის გასული პერიოდის მოგება-ზარალის და საბალანსო უწყისების მოძიება და ანალიზი. თუმცა, უნდა აღინიშნოს, რომ საპროცენტო ხარჯი (ან შემოსავალი), არასაოპერაციო შემოსავლების მსგავსად, არ მონაწილეობს თავისუფალი ფულადი ნაკადის გამოთვლაში და შესაბამისად, არ მოქმედებს კომპანიის ღირებულებაზე (სესხის ღირებულება, მხოლოდ აფორმირებს კაპიტალის საშუალო შეწონილ ღირებულებას - WACC).

მოგება-ზარალის უწყისის შემდეგ, ხდება საბალანსო უწყისის პროგნოზირება. პროცესი იწყება ინვესტირებული კაპიტალის და არასაოპერაციო აქტივების პროგნოზირებით. ცხრილ 7-ში წარმოდგენილია საბალანსო უწყისის ძირითად კომპონენტებზე მოქმედი ფაქტორები და საპროგნოზო კოეფიციენტები.

საოპერაციო საბრუნავი კაპიტალის პროგნოზირებისას ძირითადი კომპონენტები გამოითვლება შემოსავლის გარკვეულ კოეფიციენტზე (პროცენტზე) გამრავლებით. გამონაკლისს შესაძლოა წარმოადგენდეს სასაქონლო მატერიალური მარაგები და კრედიტორული დავალიანება. ვინაიდან ისინი დაკავშირებულია ნედლეულთან, მათი პროგნოზირება შესაძლებელია რეალიზებული საქონლის თვითღირებულების კოეფიციენტზე (პროცენტზე) გამრავლებით. სიმარტივისთვის, მიზანშეწონილია საოპერაციო საბრუნავი კაპიტალის თითოეული კომპონენტის პროგნოზირება შემოსავალზე დაყრდნობით. განსხვავება მატერიალური იქნება ფასებსა და რეალიზებული საქონლის

თვითღირებულებას შორის მნიშვნელოვანი განსხვავების არსებობის შემთხვევაში.

ძირითადი საშუალებების პროგნოზირება შესაძლებელია შემოსავლის მიხედვით. ამ შემთხვევაში რეკომენდირებულია სამსაფეხურიანი მიდგომის გამოყენება:

1. ძირითადი საშუალებების (წმინდა) პროგნოზირება შემოსავლის პროპორციულად.
2. ცვეთის პროგნოზირება ძირითადი საშუალებების მიხედვით.
3. კაპიტალური ხარჯების გამოთვლა ძირითადი საშუალებების (წმინდა)ნაზრდის და ცვეთის მნიშვნელობის შეკრებით.

	საბალანსო უწყისის კომპონენტი	მოქმედი ფაქტორი	საპროგნოზო კოეფიციენტი
საოპერაციო კომპონენტები	<p>დებიტორული დავალიანება</p> <p>სასაქონლო მატერიალური მარაგები</p> <p>კრედიტორული დავალიანება</p> <p>დარიცხული ხარჯები</p> <p>ძირითადი დაშუალებები (ნეტო)</p>	<p>შემოსავალი</p> <p>რეალიზებული საქონლის თვითღირებულება</p> <p>რეალიზებული საქონლის თვითღირებულება</p> <p>შემოსავალი</p> <p>შემოსავალი</p>	<p>დებიტორული დავალიანება / შემოსავალი</p> <p>სასაქონლო მატერიალური მარაგები / რეალიზებული საქონლის თვითღირებულება</p> <p>კრედიტორული დავალიანება/რეალიზებული საქონლის თვითღირებულება</p> <p>დარიცხული ხარჯები/შემოსავალი</p> <p>ძირითადი საშუალებები/შემოსავალი</p>
არასაოპერაციო კომპონენტები	არასაოპერაციო აქტივები	-	არასაოპერაციო აქტივების ზრდა

ცხრილი 7. საბალანსო უწყისის ძირითად კომპონენტებზე მოქმედი ფაქტორები და საპროგნოზო კოეფიციენტები

**კაპიტალური ხარჯები = ძირითადი საშუალებები (წმინდა) მიმდინარე წელს -
ძირითადი საშუალებები (წმინდა) გასულ წელს + ცვეთა მიმდინარე წელს**

შემდეგ ეტაპზე უნდა მოხდეს არასაოპერაციო აქტივების (არაკონსოლიდირებადი შვილობილი კომპანიები), სესხის და საკუთარი კაპიტალის ექვივალენტების (გადავადებული მოგების გადასახადი, საპენსიო ვალდებულებები) პროგნოზირება.

საპროგნოზო საბალანსო უწყისის მომზადება სრულდება კომპანიის დაფინანსების წყაროების პროგნოზირებით. ამ დროს, პირველ რიგში გამოიყენება ფინანსური აღრიცხვის შემდეგი ფორმულა:

**გაუნაწილებელი მოგება მიმდინარე წელს = გაუნაწილებელი მოგება გასულ წელს +
+ წმინდა მოგება მიმდინარე წელს - დივიდენდი მიმდინარე წელს**

საბალანსო უწყისის უკვე განხილული კომპონენტების პროგნოზირების შემდეგ, დასაზუსტებელი რჩება შემდეგი მუხლები: ჭარბი ფულადი სახსრები, მოკლევადიანი სასესხო ვალდებულებები, გრძელვადიანი სასესხო ვალდებულებები, ახალი კომპონენტი - „ახალი ვალი“ და საკუთარი (აქციონერული) კაპიტალი. ამ კომპონენტების საშუალებით ბალანსდება საბალანსო უწყისი. ამიტომ, მათ ხშირად „ჩანართსაც“ უწოდებენ. საკუთარი (აქციონერული) კაპიტალი და არსებული ვალი შეგვიძლია მივიჩნიოთ უცვლელ სიდიდედ, ან არსებული ვალი შევამციროთ დაფარვის გრაფიკის მიხედვით. დარჩენილი ორი კომპონენტიდან ერთ-ერთის სიდიდეს (ჭარბი ფულადი სახსრები, ან „ახალი ვალი“) ვუტოლებთ ნულს და ბალანსის ძირითადი განტოლების მიხედვით (აქტივები უდრის ვალდებულებისა და საკუთარი კაპიტალის ჯამს) განვსაზღვრავთ მეორე კომპონენტს.

საბალანსო უწყისის დასაბალანსებლად, ჭარბი ფულადი სახსრების და „ახალი ვალის“ კომბინაციის გამოყენებისას, შესაძლოა წავაწყდეთ შემდეგი სახის პრობლემას: კომპანიის ზრდის ტემპის შესუსტების შემთხვევაში, „ახალი ვალის“ მოცულობა გაუტოლდება ნულს, ხოლო ჭარბი

ფულადი სახსრების რაოდენობა მნიშვნელოვნად გაიზრდება. სესხის ასეთი შემცირება შესაძლოა არ შეესაბამებოდეს კომპანიის გეგმებს კაპიტალის სტრუქტურის შესახებ.

ღირებულების შეფასების თვალსაზრისით აღნიშნული გარემოება არაარსებითია. ვინაიდან არც ჭარბი ფულადი სახსრები და არც სესხი, არ მონაწილეობს თავისუფალი ფულადი ნაკადის გაანგარიშებაში და აქედან გამომდინარე, არ მოქმედებს კომპანიის ღირებულებაზე. კაპიტალის სტრუქტურა, დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მოდელში, მნიშვნელოვანია კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების გამოთვლისას. მხოლოდ კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების კომპონენტების ცვლილება გამოიწვევს კომპანიის ღირებულების შეცვლას.

საბალანსო უწყისში, აგრეთვე კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების გამოთვლისას გამოყენებული კაპიტალის სტრუქტურის მნიშვნელობების ერთმანეთთან დასაახლოვებლად საჭიროა დივიდენდის გადახდის ნორმის შესწორება. მაგალითად, თუ დივიდენდის გადახდის ნორმა გაიზრდება, მაშინ გაუნაწილებელი მოგების მაჩვენებელი შემცირდება, რაც გამოიწვევს ჭარბი ფულადი სახსრების შემცირებასაც. დივიდენდის გადახდის ნორმის ცვლილებით, ასევე მოწმდება მოდელის უშეცდომობა. კერძოდ, ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების მაჩვენებელი და თავისუფალი ფულადი ნაკადი, არ უნდა შეიცვალოს დივიდენდის გადახდის ნორმის შესწორების შემთხვევაში.

მოგება-ზარალის და საბალანსო უწყისების პროგნოზირების შემდეგ, უნდა მოხდეს თითოეული წლისთვის ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების განაკვეთის და თავისუფალი ფულადი ნაკადის გამოთვლა.

გასათვალისწინებელია კიდევ სამი საკითხი: არაფინანსური საოპერაციო სტიმულები, ფიქსირებული და ცვლადი დანახარჯები და ინფლაცია.

ტექნოლოგიურ დარში სადაც ფასები და ტექნოლოგიები სწრაფად იცვლება პროგნოზირება უნდა შეეხოს არაფინანსურ ინდიკატორებსაც,

როგორცაა წარმოების მოცულობა და პროდუქტიულობა. ასევე მნიშვნელოვანია ფიქსირებული და ცვლადი დანახარჯების ერთმანეთისგან გამიჯვნა. მცირე პროექტების შემთხვევაში, შემოსავლის ზრდა იწვევს მხოლოდ ცვლადი ხარჯების ცვლილებას. დიდი კომპანიების შემთხვევაში კი გრძელვადიან პერიოდში ყველა ხარჯი ცვლადი ბუნებისაა. მაგალითად, მობილური კომპანიისთვის საბაზო სადგური ფიქსირებული ხარჯია დროის მოკლევადიან პერიოდში. გრძელვადიან პერიოდში კი კომპანიას მოუწევს ახალი სადგურების დამატება აბონენტების ზრდასთან ერთად. გრძელვადიან პერიოდში, ფიქსირებული ხარჯები იქცევა ცვლად ხარჯებად. პროგრამული უზრუნველყოფის შემენა მოკლევადიან პერიოდში შესაძლებელია ჩაითვალოს ფიქსირებულ ხარჯად. მაგრამ გრძელვადიან პერიოდში, კომპანია იძულებული იქნება თავიდან გაწიოს აღნიშნული ხარჯი, პროგრამული უზრუნველყოფის მორალურად მოძველების გამო.

და ბოლოს, რეკომენდირებულია ფინანსური უწყისების პროგნოზირება და კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრა ფულის ნომინალურ ერთეულებში - რეალურის ნაცვლად. თანმიმდევრულობის მიზნით, ფინანსური უწყისები და კაპიტალის ღირებულება უნდა ასახავდეს ინფლაციის ერთნაირ დონეს.

თავი V

განგრძობითი ღირებულება

ღირებულების ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს ნაწილს წარმოადგენს განგრძობითი ღირებულების კომპონენტი. კომპანიის ღირებულების შესაფასებლად მომავალი ფულადი ნაკადები უნდა დავეყნოთ ორ ნაწილად და გამოვიყენოთ შემდეგი ფორმულა:

$$\text{ღირებულება} = \text{ფულადი ნაკადის დღევანდელი ღირებულება} \\ \text{პროგნოზირების დეტალური პერიოდის განმავლობაში} + \text{ფულადი ნაკადის} \\ \text{დღევანდელი ღირებულება პროგნოზირების დეტალური პერიოდის} \\ \text{შემდეგ}$$

გამოსახულების მეორე ნაწილი წარმოადგენს განგრძობით ღირებულებას, რომელიც შეესაბამება პროგნოზირების დეტალური პერიოდის შემდეგ კომპანიის მიერ გამომუშავებულ ფულად ნაკადებს. ზრდის და ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების განაკვეთის უცვლელობის შესახებ გაკეთებული მარტივი დაშვება, საშუალებას გვაძლევს, ფულადი ნაკადების ყოველწლიური პროგნოზირების და დისკონტირების ნაცვლად, გამოვიყენოთ განგრძობითი ღირებულების ფორმულა.

ღირებულების შეფასებისას, აუცილებელია განგრძობითი ღირებულების არსის სწორი გააზრება, ვინაიდან ის მნიშვნელოვანწილად განსაზღვრავს კომპანიის საბოლოო ღირებულებას.

დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მოდელის გამოყენებისას, განგრძობითი ღირებულების გამოთვლა ხდება შემდეგი ფორმულით:

$$\text{განგრძობითი ღირებულება}_t = \text{NOPAT}_{t+1} (1 - g / \text{RONIC}) / (\text{WACC} - g)$$

სადაც, $NOPAT_{t+1}$ = წმინდა საოპერაციო მოგებას (მოგების გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ), პროგნოზირების დეტალური პერიოდის შემდეგ წელს;
 g = წმინდა საოპერაციო მოგების (მოგების გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) მუდმივი ზრდის პროცენტს;

RONIC = ახლად ინვესტირებულ კაპიტალზე მოსალოდნელ უკუგების ნორმას;

WACC = კაპიტალის საშუალო შეწონილ ღირებულებას.

ვინაიდან მუდმივობის კონცეფციაზე დაფუძნებული ფორმულები ეყრდნობა უცვლელ პარამეტრებს, განგრძობითი ღირებულების ფორმულაც გამოყენებული უნდა იქნას მას შემდეგ, რაც კომპანია მიაღწევს განვითარების სტაბილურ დონეს. ეს უკანასკნელი კი ხასიათდება შემოსავლების ზრდის დაბალი მაჩვენებლით და სტაბილური საოპერაციო მარჟებით.

განგრძობითი ღირებულების პარამეტრების განსაზღვრისას მხედველობაში უნდა იქნას მიღებული შემდეგი გარემოებები:

- NOPAT: (წმინდა საოპერაციო მოგება მოგების გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) უნდა ითვალისწინებდეს შემოსავლების ადექვატურ დონეს, საოპერაციო მარჟების და ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების გონივრულ სიდიდეებს.
- RONIC: (ახლად ინვესტირებულ კაპიტალზე მოსალოდნელი უკუგების ნორმა) უნდა შეესაბამებოდეს კონკურენციის ინტენსივობის მოსალოდნელ ხარისხსა და პირობებს. ეკონომიკური თეორიის თანახმად, დროთა განმავლობაში, კონკურენციის მაღალი დონე გამოიწვევს ზემოდალი მოგების შემცირებას. ამიტომ, მრავალი კომპანიისთვის, ინვესტირებულ კაპიტალზე მოსალოდნელი უკუგების ნორმა გაუტოლდება კაპიტალის საშუალო შეწონილ ღირებულებას.
- ზრდის პროცენტი: მხოლოდ კომპანიების ძალიან მცირე რაოდენობას შესწევს უნარი გრძელვადიან პერიოდში გაიზარდოს ეკონომიკაზე

სწრაფად. ზრდის პროცენტის განსაზღვრის საუკეთესო საშუალებაა მოცემულ დარგში საქონელსა და მომსახურების სახეებზე მოთხოვნის ზრდის ტემპის განსაზღვრა და ინფლაციის ეფექტის გათვალისწინება.

- WACC: კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების განსაზღვრისას გათვალისწინებული უნდა იქნას კაპიტალის ადეკვატური სტრუქტურა და მოცემული დარგის წინაშე მდგარი გამოწვევები.

ზოგადად, განგრძობით ღირებულებასთან დაკავშირებით არსებობს რამდენიმე არასწორი მოსაზრება. პირველი შეცდომა შეეხება პროგნოზირების დეტალურ პერიოდს. არასწორად მიაჩნიათ, რომ დეტალური პერიოდის ხანგრძლივობა მოქმედებს კომპანიის ღირებულებაზე. მეორე შეცდომის შედეგად, სპეციალისტები ერთმანეთში ურევნ უკუგების ნორმებს ახლად ინვესტირებულ და ზოგადად ინვესტირებულ კაპიტალზე. ახლად ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმის და კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების ერთმანეთთან გატოლება, ავტომატურად არ ნიშნავს, პროგნოზირების დეტალური პერიოდის შემდეგ ღირებულების შექმნის შეუძლებლობას. ამ შემთხვევაში, თავდაპირველად ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების მაჩვენებელი დარჩება უცვლელი. და ბოლოს, ღირებულების მკვლევარების ნაწილს არასწორად მიაჩნია, რომ განგრძობითი ღირებულების მაღალი მაჩვენებელი (კომპანიის საერთო ღირებულებასთან მიმართებაში), ღირებულების ძირითადი ნაწილის, პროგნოზირების დეტალური პერიოდის შემდეგ ფორმირების შედეგია.

პროგნოზირების დეტალური პერიოდის ხანგრძლივობა მნიშვნელოვანი ფაქტორია, მაგრამ ის არ მოქმედებს კომპანიის ღირებულებაზე. ის გავლენას ახდენს მხოლოდ პროგნოზირების დეტალურ პერიოდსა და დანარჩენ პერიოდს შორის ღირებულების გადანაწილების

პროცესზე. როდესაც პროგნოზირების დეტალური პერიოდი იზრდება, ღირებულების მნიშვნელობა, განგრძობითი პერიოდიდან, ინაცვლებს პროგნოზირების დეტალური პერიოდის მხარეს, თუმცა მიუხედავად ამისა, საბოლოო ღირებულების მნიშვნელობა რჩება უცვლელი. ე.ი. პროგნოზირების პერიოდის ხანგრძლივობა, გავლენას ახდენს პროგნოზირების დეტალურ პერიოდსა და განგრძობით პერიოდს შორის ღირებულების გადანაწილების პროცესზე და არა მის საბოლოო მნიშვნელობაზე.

პროგნოზირების პერიოდის არჩევამ შესაძლოა ირიბად, მაინც იქონიოს გავლენა ღირებულების მნიშვნელობაზე, იმ შემთხვევაში, თუ შევცვლით განგრძობითი ღირებულების გამოსათვლელად გაკეთებულ ეკონომიკურ დაშვებებს. ღირებულების შეფასების სპეციალისტები, ხანდახან, სწორედ ამ გზით, გაუცნობიერებლად მოქმედებენ ღირებულების მნიშვნელობაზე. ეს მოხდება იმ შემთხვევაში, თუ მივიჩნევთ, რომ ახლად ინვესტირებულ კაპიტალზე, უკუგება, იქნება კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების ტოლი განგრძობით პერიოდში, ხოლო პროგნოზირების დეტალურ პერიოდში უკუგების მაჩვენებელი გადააჭარბებს კაპიტალის საშუალო შეწონილ ღირებულებას. რაც უფრო გავზრდით პროგნოზირების დეტალურ პერიოდს, მით უფრო გაიზრდება დრო, როდესაც ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგება, გადააჭარბებს კაპიტალის საშუალო შეწონილ სიდიდეს. ამის შედეგად გაიზრდება კომპანიის ღირებულება.

პროგნოზირების დეტალური პერიოდის ბოლოს კომპანიამ უნდა მიაღწიოს განვითარების სტაბილურ პერიოდს. თუ მაგალითად, მომავალი შვიდი წლის განმავლობაში მოსალოდნელია მარჟების 12%-იდან 9%-მდე შემცირება, პროგნოზირების დეტალური პერიოდი უნდა შეესაბამებოდეს მინიმუმ 7 წელიწადს, ვინაიდან განგრძობითი ღირებულების კონცეფცია არ იძლევა მარჟების შემცირების გათვალისწინების შესაძლებლობას.

მნიშვნელოვანია კომპანიის მიერ კონკურენტული უპირატესობის ფლობის, ან ზემოქმედების მიღების პერიოდების განხილვა. ამ პერიოდში, კომპანია შეძლებს კაპიტალის საშუალო შეწონილ სიდიდეზე მაღალი უკუგების მიღებას. ამის შემდეგ, უკუგების ნორმა, თანდათან დაუახლოვდება კაპიტალის საშუალო შეწონილ მაჩვენებელს. განგრძობითი ღირებულების პერიოდში, ახლად ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმის და კაპიტალის საშუალო შეწონილი სიდიდის ტოლობა, ავტომატურად არ ნიშნავს ძველ ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმის და კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების ტოლობას. თავდაპირველი (ძველი) კაპიტალი განაგრძობს პროგნოზირების დეტალური პერიოდის ბოლო წელს მითითებული უკუგების ნორმის გენერირებას. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, კომპანიის კონკურენტული უპირატესობის პერიოდი არ სრულდება განგრძობითი ღირებულების პერიოდის დაწყებისთანავე. წარმოვიდგინოთ საცალო ვაჭრობის ობიექტი, რომლის ძველი (თავდაპირველად გახსნილი) სავაჭრო ობიექტები განთავსებულია ხალხმრავალ რაინოებში. აღნიშნული სავაჭრო ობიექტები გამოიმუშავენ უკუგების მაღალ მაჩვენებლებს და უზრუნველყოფს კომპანიის შემდგომ გაფართოებას. მაგრამ ზრდასთან ერთად, სულ უფრო ჭირს მიმზიდველი, ხალხმრავალი ადგილების მოძებნა და გაფართოების შემდგომ, უკუგება, ინვესტირებულ კაპიტალზე მცირდება. საბოლოოდ, ახალი სავაჭრო ობიექტებისთვის, ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმა გაუტოლდება კაპიტალის საშუალო შეწონილ ღირებულებას. მაგრამ ნიშნავს თუ არა ეს ძველ სავაჭრო ობიექტებში ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმის შემცირებას? სავარაუდოდ არა, ვინაიდან კარგი მდებარეობის მქონე სავაჭრო ობიექტები განაგრძობს მაღალი უკუგების გამოიმუშაებას.

არ უნდა მივიჩნიოთ, რომ განგრძობითი ღირებულების პერიოდში, ახალ კაპიტალზე უკუგების განაკვეთი, ყოველთვის გაუტოლდება კაპიტალის საშუალო შეწონილ ღირებულებას. ამგვარი დაშვება შესაძლოა

ზედმეტად კონსერვატიული და არასწორი აღმოჩნდეს. მაგალითად, ისეთი ცნობილი კომპანიები, როგორცაა კოკაკოლა და პეპსიკო ახერხებენ გრძელვადიან პეროდში უკუგების მაღალი განაკვეთების გენერირებას და სავარაუდოდ მომავალშიც არ მოხდება აღნიშნული სიდიდეების შემცირება მათი ძლიერი ბრენდების წყალობით. ამ შემთხვევაში ახლად ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების განაკვეთისა და კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების ტოლობის შესახებ დაშვების გაკეთება გამოიწვევს კომპანიის ღირებულების არასწორად შემცირებას.

ახლად ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების განაკვეთის მაღალი მაჩვენებლის მიუხედავად, კომპანიის ზრდის მაჩვენებელი, ორგანიზაციის განვითარების გარკვეულ ეტაპზე, შემცირდება ბაზრის გაჯერებასთან ერთად. აქედან გამომდინარე, დაშვება, ახლად ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმის კაპიტალის საშუალო შეწონილ ღირებულებაზე მეტობის შესახებ, უნდა ითვალისწინებდეს ეკონომიკურად გამართლებულ ზრდის მაჩვენებელს.

დასაშვებია, დისკონტირებული ფულადი ნაკადის ფორმულის მოდიფიცირება, უფრო შემზღუდავ დაშვებებზე დაფუძნებული განგრძობითი ღირებულების ფორმულის მისაღებად. ერთ-ერთი ვარიანტია კრებადი ფორმულა. ბევრი კომპანიის შემთხვევაში, ახლად ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების განაკვეთი საბოლოოდ გაუტოლდება კაპიტალის საშუალო შეწონილ ღირებულებას და კონკურენციის შედეგად შეუძლებელი გახდება ზემოაღნიშნული მოგების მიღება. ამ შემთხვევაში ვდებულობთ ღირებულების ახალ ფორმულას:

$$\text{განგრძობითი ღირებულება} = \text{NOPAT}_{t+1} / \text{WACC}$$

აღნიშნული ფორმულა მიიღება კომპანიის ღირებულების გამოსათვლელი ძირითადი ფორმულიდან:

განგრძობითი ღირებულება: $NOPAT_{t+1} (1-g/RONIC) / (WACC - g)$

დავუშვათ $RONIC = WACC$ (ახლად ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების განაკვეთი უდრის კაპიტალის საშუალო შეწონილ ღირებულებას). მაშინ ვღებულობთ:

$$\begin{aligned} \text{განგრძობითი ღირებულება} &= NOPAT_{t+1} (1 - g / WACC) / (WACC - g) = \\ &NOPAT_{t+1} ((WACC - g)/WACC) / (WACC - g) \end{aligned}$$

გამოსახულების $WACC - g -$ ზე გაყოფით ვღებულობთ გამარტივებულ ფორმულას:

$$\text{განგრძობითი ღირებულება} = NOPAT_{t+1} / WACC$$

ფორმულაში ზრდის კომპონენტის გაქრობა არ ნიშნავს წმინდა წაოპერაციო მოგების (მოგების გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) ზრდის მაჩვენებლის განულებას. ზრდის კომპონენტის არ არსებობა გვამცნობს, რომ ახალი ზრდა დამატებით აღარაფეს მატებს კომპანიის ღირებულებას.

დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მიდგომის გარდა განგრძობითი ღირებულების გამოსათვლელად შესაძლებელია გამოყენებული იქნას სხვადასხვა მიდგომები: ჯერადები, სალიკვიდაციო ღირებულება და ჩანაცვლების ღირებულება.

ჯერადების მეთოდის თანახმად, კომპანიის ღირებულება წარმოადგენს მომავალში მისაღები მოგების ჯერად სიდიდეს. დავუშვათ, მოცემულ ინდუსტრიაში დღეს ფასისა და წმინდა მოგების ურთიერთდამოკიდებულების (P/E) კოეფიციენტი უდრის გარკვეულ სიდიდეს. აღნიშნული სიდიდე ასახავს კონკრეტული დარგის ეკონომიკურ პერსპექტივას პროგნოზირების, როგორც დეტალურ, ასევე განგრძობით პერიოდში. ფასისა და წმინდა მოგების ურთიერთდამოკიდებულების

კოეფიციენტის განმსაზღვრელი ფაქტორებია კომპანიის ზრდის პერსპექტივა, ახლად ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმა და კაპიტალის ღირებულება. ე.ი. ის ფაქტორები, რაც მოცემულია ღირებულების ფორმულაში.

სალიკვიდაციო ღირებულების მიდგომის თანახმად, კომპანიის განგრძობითი ღირებულება უდრის მისი აქტივების ლიკვიდაციის შედეგად (ვალდებულებების გადახდის შემდეგ) მიღებულ ფულად ნაკადებს. ლიკვიდაციის ღირებულება ხშირად მნიშვნელოვნად განსხვავდება იმ ღირებულებისგან, რომელიც კომპანიას გააჩნია, როგორც მუდმივმოქმედ საწარმოს. ზრდად დარგებში, კომპანიის სალიკვიდაციო ღირებულება მნიშვნელოვნად ჩამორჩება მის, როგორც მუდმივმოქმედი საწარმოს ღირებულებას.

ჩანაცვლების ღირებულების მიდგომის მიხედვით, განგრძობითი ღირებულება უდრის კომპანიის აქტივების შეცვლის/ჩანაცვლების ღირებულებას. ამ მიდგომას გააჩნია ორი უარყოფითი მხარე. პირველი, ყველა ფიზიკური აქტივის ჩანაცვლება უკიდურესად რთულია. კომპანიის ღირებულება უნდა განისაზღვროს მის მიერ, მომავალში გამომუშავებული ფულადი ნაკადების მიხედვით, ხოლო კომპანიის ფიზიკური აქტივების ჩანაცვლების ღირებულებაზე დაყრდნობამ შესაძლოა შეამციროს კომპანიის რეალური ღირებულება. მეორე, კომპანიის ყველა აქტივის შეცვლა შეუძლებელია. წარმოვიდგინოთ კონკრეტული დანადგარი, რომელიც გამოიყენება მხოლოდ ერთ სპეციფიკურ დარგში. აღნიშნული დანადგარი იფუნქციონირებს დადებითი ფულადი ნაკადების გამომუშავების პერიოდის ბოლომდე. მისი შეცვლა შესაძლოა დაკავშირებული იყოს ძალიან მაღალ და ეკონომიკურად გაუმართლებელ დანახარჯებთან. ამ შემთხვევაში, შეცვლის ღირებულებამ შესაძლოა გადააჭარბოს კომპანიის, როგორც მოქმედი საწარმოს ღირებულებას.

ზოგიერთ შემთხვევაში შესაძლოა საჭირო გახდეს განგრძობითი ღირებულების პერიოდის ორ ნაწილად გაყოფა, თუ იარსებებს ზრდის და

ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების განსხვავებული მაჩვენებლები. შესაძლოა დავუშვათ, რომ პროგნოზირების დეტალური პერიოდის შემდეგ, რვა წლის განმავლობაში, კომპანია გაიზრდება 8%-ით, ხოლო ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმა შეადგეს 15%-ს. რვა წლის შემდეგ კი ზრდის ტემპი შემცირდება 5%-მდე, ხოლო ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმა - 11%-მდე. ამ სიტუაციაში შესაძლებელია განგრძობითი ღირებულების ორნაწილიანი ფორმულის გამოყენება:

$$\text{განგრძობითი ღირებულება} = [\text{NOPAT}_{t+1}(1 - g_A / \text{RONICA}) / (\text{WACC} - g_A)][1 - ((1+g_A) / (1 + \text{WACC}))^N] + [\text{NOPAT}_{t+1}(1+g_A)^N(1-g_B/\text{RONIC}_B) / (\text{WACC} - g_B)(1+\text{WACC})^N]$$

სადაც,

N = წლების რაოდენობას განგრძობითი ღირებულების პირველ პერიოდში;

g_A = მოსალოდნელი ზრდის პროცენტს განგრძობითი ღირებულების პირველ პერიოდში;

g_B = მოსალოდნელი ზრდის პროცენტს განგრძობითი ღირებულების მეორე პერიოდში;

RONIC_A = ახლად ინვესტირებულ კაპიტალზე მოსალოდნელ უკუგების ნორმას განგრძობითი ღირებულების პირველ პერიოდში;

RONIC_B = ახლად ინვესტირებულ კაპიტალზე მოსალოდნელ უკუგების ნორმას განგრძობითი ღირებულების მეორე პერიოდში.

g_A -მ შესაძლოა მიიღოს ნებისმიერი მნიშვნელობა და არ არის აუცილებელი იყოს კაპიტალის საშუალო შეწონილ ღირებულებაზე ნაკლები. სამაგიეროდ, g_B -უნდა იყოს კაპიტალის საშუალო შეწონილ ღირებულებაზე ნაკლები. წინააღმდეგ შემთხვევაში, ფორმულა მიისწრაფის უსასრულობისაკენ.

თავი VI

კაპიტალის ღირებულების შეფასება

კომპანიის ღირებულების შესაფასებლად, დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდით სარგებლობისას, მომავალი თავისუფალი ფულადი ნაკადების დისკონტირების განაკვეთად გამოიყენება კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება. ის წარმოადგენს ინვესტორებისთვის ალტერნატიულ ღირებულებას, ერთი ბიზნესის ნაცვლად, მეორე, იმავე რისკის მატარებელ ბიზნესში ფინანსური რესურსების ინვესტირებისას.

ვინაიდან თავისუფალი ფულადი ნაკადები წარმოადგენს ყველა ფინანსური ინვესტორისთვის განკუთვნილ რესურსს, კომპანიის კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულებაც უნდა ასახავდეს ყველა ინვესტორის მიერ მოთხოვნილ უკუგების ნორმას. ამის უზრუნველსაყოფად, კაპიტალის ღირებულება უნდა პასუხობდეს შემდეგ მოთხოვნებს: ის უნდა ასახავდეს ყველა ინვესტორის ალტერნატიულ ღირებულებას. მათ შორის: სესხისა და აქციონერული კაპიტალის მფობელების, ვინაიდან თავისუფალი ფულადი ნაკადი ეკუთვნის ყველა რისკის გამწვევ ინვესტორს. გარდა ამისა:

- კომპონენტების წონები უნდა განისაზღვროს, არა საბალანსო, არამედ საპროგნოზო საბაზრო ღირებულების მიხედვით.
- ფინანსირებასთან დაკავშირებული ნებისმიერი შეღავათი, ან ხარჯი, რომელიც არ იქნა გათვალისწინებული თავისუფალი ფულადი ნაკადების გამოთვლისას (მაგალითად, პროცენტის ხარჯთან დაკავშირებული საგადასახადო ფარი) გათვალისწინებული უნდა იქნას კაპიტალის ღირებულებაში.
- კაპიტალის ღირებულება უნდა ეფუძნებოდეს ინფლაციასთან დაკავშირებულ იგივე დაშვებებს, რომელიც გაკეთდა თავისუფალი ფულადი ნაკადების პროგნოზირებისას.

აღნიშნული მოთხოვნების გათვალისწინებით, კონკრეტული კომპანიისთვის კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების გამოსათვლელად განსაზღვრული უნდა იქნას სამი კომპონენტი: საკუთარი კაპიტალის ღირებულება, ნასესხები კაპიტალის ღირებულება და კომპანიის კაპიტალის სამიზნე სტრუქტურა. ვინაიდან არცერთი ცვლადი პირდაპირ არაა ხელმისაწვდომი, საჭიროა გამოვიყენოთ სხვადასხვა მიდგომები და დაშვებები თითოეული კომპონენტის დასადგენად, რაც საშუალებას მოგვცემს განვსაზღვროთ, იგივე რისკის მქონე ალტერნატიული ინვესტიციებისთვის მოთხოვნილი უკუფების ნორმა.

კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება უდრის საკუთარი კაპიტალისა და ნასესხები კაპიტალის (გადასახადების შემდეგ) შეწონილი სიდიდეების ჯამს:

$$WACC = (D / V) k_d (1-T_m) + (E / V) k_e$$

სადაც, D / V = სესხის სამიზნე მნიშვნელობისა და საწარმოს ღირებულების განაყოფს. (სიდიდეები უნდა განისაზღვროს საბაზრო ღირებულების და არა საბალანსო ღირებულების მიხედვით);

E / V = საკუთარი კაპიტალისა და საწარმოს ღირებულების განაყოფს. (ამ შემთხვევაშიც სიდიდეები უნდა განისაზღვროს საბაზრო ღირებულების მიხედვით);

k_d = ნასესხები კაპიტალის ღირებულებას;

k_e = საკუთარი კაპიტალის ღირებულებას;

T_m = კომპანიის მოგების გადასახადის ზღვრულ განაკვეთს.

გამოსახულებაში მოცემულია კომპანიის კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების სამი მნიშვნელოვანი კომპონენტი: საკუთარი კაპიტალის ღირებულება, ნასესხები კაპიტალის ღირებულება გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ და შესაბამისი წონები.

საკუთარი კაპიტალის ღირებულებას განსაზღვრავს სამი ფაქტორი: უკუგების ურისკო განაკვეთის ნორმა, საბაზრო რისკის პრემია (რომელიც გამოითვლება საბაზრო პროტფელზე მიღებული უკუგების მაჩვენებლისთვის ურისკო ობლიგაციებზე მიღებული უკუგების გამოკლებით) და კორექტირებული რისკის მაჩვენებელი, რომელიც ასახავს თითოეული კომპანიის რისკის ხარისხს საშუალო კომპანიასთან შედარებით. ფინანსური აქტივების შეფასების მოდელის (CAMP) თანახმად, კომპანიის თანმდები, სპეციფიკური რისკის გათვალისწინება ხდება ბეტა კოეფიციენტის საშუალებით, რომელიც ზომავს კომპანიის ფასიანი ქაღალდის (აქციის) ფასის მოძრაობას ბაზართან შედარებით. მაღალი ბეტა კოეფიციენტის მქონე აქციები უნდა უზრუნველყოფდნენ საბაზრო რისკის პრემიაზე მაღალ უკუგების მაჩვენებლებს. და პირიქით, დაბალი ბეტა კოეფიციენტის მქონე აქციები უნდა უზრუნველყოფდნენ საბაზრო რისკის პრემიაზე დაბალ უკუგების მაჩვენებლებს.

საინვესტიციო დონის კომპანიისთვის, რომლის ობლიგაციებიც წარმოდგენილია ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე, სესხის ღირებულების (გადასახადის შემდეგ) გამოსათვლელად უნდა გამოვიყენოთ ობლიგაციების დაფარვამდე უკუგების ნორმა. ხოლო, თუ კომპანიის ობლიგაციებით იშვიათად ხდება ვაჭრობა, დაფარვამდე უკუგების ნორმის გამოსათვლელად შეგვიძლია გამოვიყენოთ კომპანიის სასესხო რეიტინგი. ვინაიდან თავისუფალი ფულადი ნაკადების გამოთვლა ხდება პროცენტის ხარჯთან დაკავშირებული საგადასახადო ფარის გარეშე, სასესხო კაპიტალის ღირებულება უნდა განისაზღვროს კომპანიის, მოგების გადასახადის ზღვრული განაკვეთის გათვალისწინებით.

საკუთარი კაპიტალის ღირებულების გამოსათვლელად ყველაზე ხშირად იყენებენ ფინანსური აქტივების შეფასების მოდელს (CAMP). ფინანსური აქტივების შეფასების მოდელი, ფასიანი ქაღალდის (აქციის) რისკს განსაზღვრავს, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მიმართ, მისი მგძნობიარობის მიხედვით.

ფინანსური აქტივების შეფასების მოდელის თანახმად, ფასიან ქალაქში მოსალოდნელი უკუგების ნორმა უდრის ურისკო განაკვეთის, კონკრეტული ფასიანი ქალაქის ბეტა კოეფიციენტისა და საბაზრო რისკის პრემიის ჯამს:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i[E(R_m) - r_f]$$

სადაც, $E(R_i)$ = i აქციაზე მოსალოდნელი უკუგების ნორმა;

r_f = ურისკო განაკვეთს;

β_i = ბაზრის მიმართ აქციის მგრძობიარობის ხარისხს;

$E(R_m)$ = საბაზრო პორტფელზე მოსალოდნელი უკუგების ნორმა.

ფინანსური აქტივების შეფასების მოდელში, ურისკო ნორმა და საბაზრო რისკის პრემია, რომელიც უდრის საბაზრო პორტფელზე მოსალოდნელ უკუგების ნორმასა და ურისკო განაკვეთს შორის სხვაობას, საერთოა ყველა კომპანიისთვის. მხოლოდ ბეტა კოეფიციენტი იცვლება კომპანიებს შორის. ბეტა კოეფიციენტი წარმოადგენს კარგად დივერსიფიცირებული ინვესტორისთვის პორტფელში აქციის დამატებით წარმოქმნილ რისკს და ასახავს აქციის ცვალებადობის ხარისხს ბაზართან შედარებით.

მიუხედავად იმისა, რომ ფინანსური აქტივების შეფასების მოდელი ეფუძნება კარგად დასაბუთებულ თეორიას, ის მაინც ნაკლებ დახმარებას გვიწევს ღირებულების შეფასების პროცესში. კერძოდ ისმის შეკითხვა, კონკრეტული კომპანიის შეფასების პროცესში, რომელი ურისკო განაკვეთი უნდა იქნას გამოყენებული? როგორ განვსაზღვროთ საბაზრო რისკის პრემია და ბეტა კოეფიციენტი? ზოგადი სახის პასუხები ამ შეკითხვებზე შემდეგნაირად შეგვიძლია ჩამოვაყალიბოთ:

- განვითარებულ ეკონომიკებში ურისკო განაკვეთის გამოთვლა ეფუძნება მაღალლიკვიდურ, გრძელვადიან სახელმწიფო ობლიგაციებს.
- ისტორიულ მაჩვენებლებზე და მომავლის პროგნოზებზე დაყრდნობით შეგვიძლია ვივარაუდოთ, რომ საბაზრო რისკის პრემია აღმოჩნდება 4.5 და 5.5 პროცენტს შორის.
- კომპანიის ბეტა კოეფიციენტის გამოსათვლელად უნდა გამოვიყენოთ მოცემული დარგისთვის გამოთვლილი ბეტა კოეფიციენტი, სესხის კომპონენტის გათვალისწინების გარეშე და შემდეგ გავითვალისწინოთ კომპანიის კაპიტალის სტრუქტურა ბეტა კოეფიციენტის შესასწორებლად.

ურისკო განაკვეთის გამოსათვლელად საჭიროა დავაკვირდეთ სახელმწიფო ობლიგაციებს. კომპანიის შეფასებისას, ურისკო განაკვეთის გამოსათვლელად არ შეიძლება მოკლევადიანი სახელმწიფო ობლიგაციების გამოყენება. ინვესტორები გრძელვადიან ობლიგაციებზე ითხოვენ უკუგების მაღალ ნორმებს, ვინაიდან ელიან საპროცენტო განაკვეთების ზრდას გრძელვადიან პერიოდში. მოკლევადიანი ობლიგაციების უკუგების ნორმის გამოყენებით, ჩვენ ფაქტობრივად გამოვრიცხავთ, მათი დაფარვის შემდეგ, ინვესტორების მიერ, თანხის უფრო მაღალი საპროცენტო განაკვეთით ინვესტირების შესაძლებლობას.

საბაზრო რისკის პრემიის გამოთვლა, რომელიც წარმოადგენს ბაზარზე მოსალოდნელ უკუგების ნორმასა და ურისკო განაკვეთის ნორმას შორის სხვაობას, წარმოადგენს ერთ-ერთ ყველაზე საკამათო საკითხს ფინანსურ სექტორში. აქციების მიერ, გრძელვადიან პერიოდში, ობლიგაციებზე მაღალი უკუგების განაკვეთების ნორმების გამომუშავების (გენერირების) უნარი მნიშვნელოვან როლს თამაშობს კომპანიების ღირებულების შეფასების და საინვესტიციო პორტფელის ფორმირების პროცესში. მაგრამ აქციებზე მოსალოდნელი უკუგების ნორმის მსგავსად,

ზოგადად, ბაზარზე მოსალოდნელი უკუგების ნორმის ზუსტი გამოთვლა შეუძლებელია. ჯერჯერობით, ბაზარზე მოსალოდნელი უკუგების ნორმის გამოთვლის არცერთი მოდელი არაა უნაკლო და უნივერსალური. ისინი ჯგუფებიან სამ ძირითად კატეგორიად:

- მომავალი საბაზრო რისკის პრემიის განსაზღვრა გასული პერიოდის მონაცემების გამოთვლის, ანალიზისა და ექსტრაპოლაციის საშუალებით.
- წრფივი რეგრესიის გამოყენება ბაზრის არსებული ცვლადების ერთმანეთთან დასაკავშირებლად და მოსალოდნელი საბაზრო რისკის პრემიის გამოსათვლელად.
- დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდის გამოყენება, ინვესტირებულ კაპიტალზე მოსალოდნელი უკუგების ნორმისა და ზრდის მაჩვენებლის განსაზღვრა და უკუსვლით ბაზარზე კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრა.

არც ერთი დღეს არსებული მოდელი არ გვაძლევს საბაზრო რისკის პრემიის შეფასების საშუალებას. მაგრამ ყველა მოდელით მიღებული შედეგების გასაშუალოებით შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ საბაზრო რისკის პრემია მერყეობს 4.5%-სა და 5.5%-ს შორის.

ინვესტორები, ობლიგაციების ნაცვლად, აქციების ფლობისთვის ითხოვენ პრემიას, მათ ფლობასთან დაკავშირებული დამატებითი რისკის საკომპენსაციოდ. თუ რისკის მიმართ მათი დამოკიდებულება არ შეცვლილა განვლილი 100 წლის მანძილზე, შეგვიძლია ვივარაუდოთ, რომ რისკის საკომპენსაციო პრემიის ისტორიული ნიშნული მნიშვნელოვნად არ იქნება განსხვავებული მომავალი სიდიდისგან. ისტორიულ მონაცემებზე დაყრდნობით, რისკის პრემიის გამოსათვლელად გამოყენებული უნდა იქნას შემდეგი რეკომენდაციები:

- საბაზრო რისკის პრემიის გამოთვლისას, ბაზარზე არსებული უკუგების ნორმა უნდა შედარდეს 10 წლიან სახელმწიფო ობლიგაციების უკუგების მაჩვენებლებს.
- თუ მივიჩნევთ, რომ საბაზრო რისკის პრემია მეტნაკლებად უცვლელი სიდიდეა, ხანგრძლივი ისტორიული პერიოდის ანალიზი შეამცირებს, მომავლის პროგნოზირებასთან დაკავშირებით, შეცდომების დაშვების ალბათობას. და პირიქით, თუ პრემია ცვალებადი სიდიდეა, მაშინ მოკლე პერიოდის ანალიზს გააჩნია მეტი უპირატესობა.
- საბაზრო რისკის პრემიის მითითება, როგორც წესი ხდება წლიური მაჩვენებლის სახით. მაგრამ ისმის შეკითხვა: როგორ ხდება საუკუნის მონაცემების გადაყვანა წლიურ მაჩვენებელში? უკუგების წლიური მაჩვენებლის გამოთვლა ხდება, ან საშუალო არითმეტიკულის, ან საშუალო გეომეტრიულის გამოთვლით.

საშუალო არითმეტიკულის გამოთვლისას უნდა მოხდეს უკუგების ყოველწლიური პრემიების მაჩვენებლების შეკრება და წლების რაოდენობაზე გაყოფა:

$$\text{საშუალო არითმეტიკული} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (1 + R_m(t)) / (1 + r_f(t)) - 1$$

საშუალო გეომეტრიული სიდიდის გამოთვლისას კი - საბაზრო პრემიების გამრავლება და მიღებული ნამრავლიდან ფესვის ამოღება

$$\text{საშუალო გეომეტრიული} = \left(\prod_{t=1}^T (1 + R_m(t)) / (1 + r_f(t)) \right)^{1/T} - 1$$

გასაშუალოების მათოდოლოგია, ბუნებრივია, გავლენას იქონიებს საბოლოო შედეგზე. მაგალითად, ამერიკის შეერთებულ შტატებში 1900 წლიდან 2009 წლამდე, საშუალო არითმეტიკულით გამოთვლის დროს,

ამერიკული კომპანიების აქციებმა ყოველწლიურად აჩვენეს საშუალოდ 6.1%-ით მეტი უკუგება გრძელვადიან ობლიგაციებთან შედარებით, ხოლო საშუალო გეომეტრიულით გამოთვლის შემთხვევაში აღნიშნული ციფრი შემცირდა 4%-მდე. ზოგადად, შემთხვევითი ცვლადის საშუალო სიდიდის გამოსათვლელად, კარგად ნაკვლევი სტატისტიკური პრონციპები, უპირატესობას ანიჭებს საშუალო არითმეტიკულის გამოთვლას, ვინაიდან იძლევა ყველაზე მიუკერძოებელ, ობიექტურ შედეგს.

საბაზრო რისკის პრემიის ისტორიულ მაჩვენებლებთანაა დაკავშირებული სხვა სახის სტატისტიკური სირთულეებიც. არის მოსაზრება იმის თაობაზე, რომ საბაზრო რისკის პრემიის ისტორიული მაჩვენებლების სწორად გამოთვლის შემთხვევაშიც კი შეუძლებელია მომავლის პროგნოზირება, ვინაიდან ისტორიული მონაცემები მოიპოვება მხოლოს იმ ქვეყნებზე, სადაც უკუგების მაჩვენებლები იყო ისტორიულად საკმაოდ მაღალი. ზოგიერთი მკვლევარი მიიჩნევს, რომ 1900 წელს უკვე არსებობდა 36 აქტიური საფონდო ბირჟა და შესაბამისად, არასწორად მიაჩნია მხოლოდ ორი საფონდო ბირჟის - ამერიკისა და დიდი ბრიტანეთის ბირჟების განხილვა. თუმცა ისიც ფაქტია, რომ სხვადასხვა მიზეზის გამო, დანარჩენი ბირჟების შესახებ არ მოიპოვება 100 წლის წინანდელი ინფორმაცია. ამერიკის შეერთებულ შტატებშიც, სავარაუდოდ არ უნდა ველოდეთ გასული საუკუნის შედეგების, მომავალ ასწლეულში უცვლელად განმეორებას. კვლევებმა ცხადყო, რომ აშშ-ში, 1900-დან 2005-წლამდე საშუალო არითმეტიკულის გზით გამოთვლილმა უკუგების ყოველწლიურმა მაჩვენებელმა 0,8%-ით გადააჭარბა სხვა, 17 ქვეყნის უკუგების საერთო მაჩვენებელს. აშშ-ში არსებული უკუგების საშუალო მაჩვენებელს, თუ გამოვაკლებთ აღნიშნულ სიდიდეს (0.8%), საბაზრო პრემია შემცირდება 4.6%-5.3%-ის დიაპაზონამდე.

ფინანსური აქტივების შეფასების მოდელის თანახმად, აქციაზე მოსალოდნელი უკუგების განაკვეთი დაკავშირებულია ბეტა კოეფიციენტთან, რომელიც ზომავს აქციისა და მთელი ბაზრის

ერთდროულად მოძრაობის ხარისხს. ამიტომ მნიშვნელოვანია ბეტა კოეფიციენტის მნიშვნელობის განსაზღვრა. თავდაპირველად უნდა მოხდეს ბეტა კოეფიციენტის გამოთვლა წრფივი რეგრესიის გამოყენებით, ხოლო შემდგომ მიღებული შედეგის გაუმჯობესება კონკრეტული დარგის სხვადასხვა შესადარისი სიდიდეების და დაგლუვების ტექნიკების გამოყენებით.

ბეტა კოეფიციენტის გამოსათვლელად ყველაზე ხშირად გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$R_i = \alpha + \beta R_m + \epsilon$$

აღნიშნული მოდელის გამოყენების დროს, ერთმანეთს დარდება აქციის უკუგების განაკვეთი (და არა ფასი) და ბაზრის უკუგების განაკვეთი.

მიუხედავად იმისა, რომ არ არსებობს წრფივი რეგრესიის მეთოდისთვის შესაფერისი სტანდარტული პერიოდი, ბეტა კოეფიციენტის გამოსათვლელად მიზანშეწონილად მიგვაჩნია ხუთი წლის მანძილზე, ყოველთვიური მონაცემების გამოყენება. ამ მიმართულებით განხორციელებული კვლევებიც ადასტურებს ხუთ წლიანი პერიოდის გამოყენების უპირატესობას.

ბეტა კოეფიციენტის გამოსათვლელად, ასევე მიზანშეწონილია მოცემული დარგისთვის დამახასიათებელი ბეტა კოეფიციენტის გამოყენება, ვინაიდან ერთი და იგივე დარგში მომუშავე კომპანიები ხასიათდებიან ერთნაირი საოპერაციო რისკებით. ცალკეული კომპანიებისთვის გამოთვლილი ბეტა კოეფიციენტი, ხშირად, ნაკლებად ზუსტია, დარგისთვის დამახასიათებელ, ზოგად, ბეტა კოეფიციენტთან შედარებით.

დარგის ბეტა კოეფიციენტის გამოყენებისას არ ხდება ფინანსური ბერკეტის (სესხის მოცულობის) გათვალისწინება. კომპანიის ბეტა კოეფიციენტი კი უნდა ასახავდეს, არა მხოლოდ საოპერაციო რისკებს,

არამედ ფინანსურ რისკებსაც. დიდი სასესხო ვალდებულებების მქონე კომპანიის აქციონერები არიან შედარებით მაღალი რისკის წინაშე და შესაბამისად რისკის ზრდა უნდა აისახოს ბეტა კოეფიციენტში. ამიტომ, ერთნაირი საოპერაციო რისკის მქონე კომპანიების შესაფასებლად პირველ რიგში აუცილებელია ფინანსური ბერკეტის ეფექტის გამორიცხვა.

ფინანსური ბერკეტის გამოსარიცხად უნდა დავეყრდნოთ ფრანკო მოდილიანისა და მერტონ მილერის თეორიას. აღნიშნული თეორიის თანახმად:

$$(V_u / (V_u + V_{txa})) \beta_u + (V_{txa} / (V_u + V_{txa})) \beta_{txa} = (D / (D+E)) \beta_d + (E / (D+E)) \beta_e$$

სადაც, V_u = კომპანიის საოპერაციო აქტივების ღირებულებას;

V_{txa} = კომპანიის საგადასახადო ფარის ღირებულებას;

D = კომპანიის სასესხო ვალდებულებების საბაზრო ღირებულებას;

E = კომპანიის საკუთარი კაპიტალის საბაზრო ღირებულებას.

გარდაქმნების შედეგად ვღებულობთ:

$$\beta_e = \beta_u + (D / E) (\beta_u - \beta_d) - (V_{txa} / E) (\beta_u - \beta_{txa})$$

გამოსახულების კიდევ უფრო გასამარტივებლად გავაკეთოთ ორი დამატებითი დაშვება. პირველი, მსესხებელს აქვს უპირატესი მოთხოვნის უფლება. ამის გამო სესხის ბეტა კოეფიციენტი, როგორც წესი დაბალია. სიმარტივისთვის შეგვიძლია მივიჩნიოთ, რომ სესხის ბეტა კოეფიციენტი ნულის ტოლია. მეორე, თუ კომპანია შეინარჩუნებს კაპიტალის მუდმივ სტრუქტურას, კომპანიის საგადასახადო ფარის ღირებულება შეიცვლება საოპერაციო აქტივებთან ერთად და საგადასახადო ფარის ბეტა კოეფიციენტი (β_{txa}) იქნება ფინანსური ბერკეტის არამქონე კომპანიის ბეტა კოეფიციენტის (β_u) ტოლი. მივიღებთ გამოსახულებას:

$$\beta_e = \beta_u (1 + D / E)$$

ამრიგად, კომპანიის საკუთარი კაპიტალის ბეტა კოეფიციენტი უდრის კომპანიის საოპერაციო ბეტა კოეფიციენტის (ბეტა კოეფიციენტის ფინანსური ბერკეტის გარეშე) და ფინანსური ბერკეტის ფაქტორის ნამრავლს. ფინანსური ბერკეტის ზრდასთან ერთად იზრდება კომპანიის საკუთარი კაპიტალის ბეტა კოეფიციენტიც. ამ გამოსახულების გამოყენებით, საკუთარი კაპიტალის ბეტა კოეფიციენტიდან შეგვიძლია გამოვთვალოთ ბერკეტის გარეშე ბეტა კოეფიციენტი. ვინაიდან კომპანიების ბერკეტის გარეშე ბეტა კოეფიციენტი ორიენტირებულია მხოლოდ საოპერაციო რისკებზე, შეგვიძლია მათი გასაშუალოება, დარგის, ბერკეტის გარეშე ბეტა კოეფიციენტის გამოსათვლელად (იმ დაშვებით, რომ კონკუნეტ კომპანიებს, დარგში, აქვთ თანაბარი რისკები).

თავი VII

შედეგების გამოთვლა და ინტერპრეტაცია

ღირებულების შეფასების მოდელის დასრულების შემდეგ, აუცილებელია მისი ვალიდურობის შემოწმება, ვინაიდან ყველაზე ყურადღებით მომზადებული მოდელიც შესაძლოა შეიცავდეს შეცდომებს და ეკონომიკური ხასიათის უზუსტობებს. პროცესი უნდა დაიწყოს ფინანსური მოდელის ტექნიკური შემოწმებით. მაგალითად, საბალანსო უსწყისი უნდა ბალანსდებოდეს საპროგნოზო პერიოდის ყველა წელს. შედეგები უნდა შეესაბამებოდეს დარგის ეკონომიკურ კონიუნქტურას. ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმა უნდა შეესაბამებოდეს დარგში არსებულ კონკურენციის ხარისხს. თუ კომპანიის აქციები წარმოდგენილია საფონდო ბირჟაზე, ფინანსური მოდელირების შედეგად მიღებული აქციის ღირებულება უნდა შედარდეს ფასიანი ქაღალდის საბაზრო ღირებულებას. ფინანსურ მოდელში უნდა იყოს შემდეგი სახის ურთიერთკავშირები:

- ფინანსური ანგარიშგების უწყისების ნაწილში, საბალანსო უწყისი უნდა ბალანსდებოდეს, როგორც გასულ, ასევე საპროგნოზო პერიოდში. წმინდა მოგება სწორად უნდა ნაწილდებოდეს გადახდილი დივიდენდისა და გაუნაწილებელი მოგების მნიშვნელობებს შორის.
- რეორგანიზებულ ფინანსურ უწყისებში, ინვესტირებული კაპიტალისა და არასაოპერაციო აქტივების ჯამი უნდა უდრიდეს დაფინანსების წყაროების ჯამს. წმინდა საოპერაციო მოგება (გადასახადების გადახდის შემდეგ) უნდა იყოს ერთნაირი, როგორც გაყიდვების მოცულობიდან დათვლის შემთხვევაში, ასევე წმინდა მოგებიდან გამოთვლის დროს.
- ცვლილება, ჭარბ ფულად სახსრებსა და სესხის მოცულობაში, სწორად უნდა იყოს ასახული ფულადი ნაკადების მოძრაობის უწყისში.

შემდეგ ეტაპზე, უნდა დავრწმუნდეთ, რომ მოდელის შედეგები ეფუძნება ღირებულების ეკონომიკის ძირითად პრინციპებს. თუ ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების საპროგნოზო მაჩვენებლები აღემატება კაპიტალის საშუალო შეწონილ ღირებულებას, საოპერაციო აქტივების ღირებულებაც უნდა აღემატებოდეს ინვესტირებული კაპიტალის საბალანსო ღირებულებას. დამატებით, თუ ზრდის საპროგნოზო მაჩვენებელი მაღალია, საოპერაციო აქტივების ღირებულება მნიშვნელოვნად უნდა აღემატებოდეს საბალანსო ღირებულებას. თუ ეს ასე არ არის, მაშინ გამოთვლაშია დაშვებული შეცდომა. ფინანსური და საოპერაციო კოეფიციენტები უნდა შეესაბამებოდეს ეკონომიკურ ლოგიკას:

- თავი უნდა ავარიდოთ, წლიდან წლამდე, დაშვებებში, მნიშვნელოვანი ცვლილებების შეტანას, ვინაიდან ეს დაამახინჯებს ძირითად კოეფიციენტებს და მიგვიყვანს არასწორ ინტერპრეტაციამდე.
- ზოგიერთ შემთხვევაში საწყისი პირობების თითქოსდა ლოგიკურმა ცვლილებამ შეიძლება მიგვიყვანოს მოულოდნელ შედეგებამდე. მაგალითად, შეიძლება დავუშვათ რომ ინფლაციის გამო კომპანიის პროდუქტებზე, ან მომსახურების სახეებზე ფასი გაიზრდება 3%-ით, ხოლო საოპერაციო ეფექტურობის გაზრდის გამო საოპერაციო დანახარჯები ყოველწლიურად შემცირდება 2%-ით. ამ შემთხვევაში 10 წლიან პერიოდში, უკუგების ნორმა ინვესტირებულ კაპიტალზე, შესაძლოა გაიზარდოს ძალიან დიდი ციფრით, რაც არარეალურია მაღალკონკურენტულ დარგებში. დანახარჯების ნაწილში, უპირატესობის გრძელვადიან პერიოდში შენარჩუნება რთულია, ხოლო კონკურენცია გამოიწვევს ფასების შემცირებას. კარგმა მოდელმა უნდა ასახოს ამგვარი ტენდენცია.
- კომპანია აღწევს განვითარების სასრულ სტადიას, როდესაც თავისუფალი ფულადი ნაკადები იზრდება მუდმივი განაკვეთით.

თუ აღნიშნული ნიშნული მიღწეული არაა, საჭიროა პროგნოზირების ცხადი პერიოდის გაზრდა.

მას შემდეგ, რაც დავრწმუნდებით, რომ ფინანსული მოდელი ტექნიკურად გამართული და ეკონომიკურად დასაბუთებულია, საჭიროა ღირებულების შეფასების შედეგად მიღებული შედეგების შემოწმება.

თუ კომპანიის აქციები წარმოდგენილია საფონდო ბირჟაზე, მიღებული შედეგები უნდა შედარდეს აქციის საბაზრო ფასს. მიღებულ შედეგსა და საბაზრო ფასს შორის არსებული მნიშვნელოვანი განსხვავება არ ნიშნავს ბაზრის შეცდომას. სტანდარტულად უნდა მივიჩნიოთ, რომ ბაზარი ყოველთვის მართალია, თუ არ გვაქვს მყარი არგუმენტი იმის შესახებ, რომ ყველა მნიშვნელოვანი ინფორმაცია სრულად არაა ასახული კონკრეტული აქციის საბაზრო ფასში.

ასევე შესაძლებელია გამოყენებული იქნას ღირებულების შეფასების ჯერადების მეთოდი. მაგალითად, გამოვითვალოთ საოპერაციო მოგება პროცენტის, გადასახადის და ცვეთის გამოკლებამდე, გავამრავლოთ შესაბამის კოეფიციენტზე და მიღებული შედეგი შევადაროთ მსგავსი კომპანიების, აღნიშნული მეთოდის გამოყენებით, გამოთვლილ ღირებულებას.

ღირებულების შეფასების საბოლოო მოდელის მიღების შემდეგ, უნდა შემოწმდეს, თუ როგორ იცვლება კომპანიის ღირებულება საწყისი დაშვებების ცვლილების შედეგად. პროცესი იწყება თითოეული ცვლადის შემოწმებით ყველაზე მნიშვნელოვანი პარამეტრების განსასაზღვრად. მიუხედავად იმისა, რომ დამოუკიდებელი ცვლადების მნიშვნელობების ცვლილება წარმოდგენას გვიქმნის თითოეული მათგანის მნიშვნელობის შესახებ, ამ მეთოდის გამოყენება მაინც შეზღუდულია. სინამდვილეში, თითოეული დამოუკიდებელი ცვლადი იშვიათად იცვლება იზოლირებულად. მაგალითად, მარკეტინგის ხარჯების ცვლა ავტომატურად გამოიწვევს შემოსავლების ზრდასაც. ორი ცვლადის

მნიშვნელობების ერთდროული ცვლილება მოგვცემს ისეთ შედეგს, რომელიც განსხვავებული იქნება თითოეული ცვლადის დამოუკიდებლად შეცვლის და მიღებული შედეგების შეკრების შედეგად მიღებული შედეგისგან.

სტრატეგიული გადაწყვეტილებები გვაყენებს გარკვეული არჩევანის წინაშე. მაგალითად, ფასების ზრდა იწვევს შემოსავლების შემცირებას, ხოლო სასაქონლო-მატერიალური მარაგების შემცირება გამოიწვევს გაყიდვის მომეტში საქონლის დეფიციტს და შესაბამისად ნაკლებ შემოსავალს. ახალ ბაზრებზე შესვლა ასევე მოქმედებს ზრდასა და მარჟებზე. ამიტომ მნიშვნელოვანია ორი დამოუკიდებელი ცვლადის მნიშვნელობების ცვლილების შედეგად მიღებული შედეგების ანალიზი. მგრძობელობის ანალიზის დროს არ უნდა შემოვიფარგლოდ მხოლოდ ფინანსური ცვლადების მნიშვნელობების შეცვლით. უნდა განვახორციელოთ დარგისთვის აქტუალური არაფინანსური პარამეტრების ცვლა და კომპანიის ღირებულებაზე აღნიშნული ქმედების ზემოქმედების ხარისხის განსაზღვრა. მაგალითად, გამოიწვევს, თუ არა სატელეკომუნიკაციო კომპანიის ღირებულების შემცირებას მომხმარებელთა ბრუნვის ზრდა?

ღირებულების შეფასება მოითხოვს მომავლის პროგნოზირებას. მომავალში კი მოვლენები შესაძლია სხვადასხვა სცენარით განვითარდეს. მაგალითად, საკანონმდებლო ორგანომ შესაძლოა მიიღოს ისეთი კანონები, რომელიც მნიშვნელოვან გავლენას იქონიებს მთლიანად ინდუსტრიაზე. შესაძლოა ახალმა გამოგონებამ მეცნიერებისა და ტექნიკის სფეროში სრულად შეცვალოს კონკურენტი კომპანიის პროდუქტების პორტფელი. ვინაიდან მომავალი უცნობია, ფინანსური პროგნოზები უნდა მომზადდეს სხვადასხვა შესაძლო სცენარების გათვალისწინებით. სცენარები უნდა დაეფუძნოს მაკროეკონომიკურ გარემოსთან, დარგის და ბიზნესის განვითარებასთან დაკავშირებულ სხვადასხვა დაშვებებს, ასევე სხვადასხვა კომპანიების მიერ განხორციელებულ სტრატეგიულ მოქმედებებს. ზოგადად, განსხვავებული სცენარები უნდა ასახავდეს სამყაროში ძალთა

ისეთ განლაგებას, რომელიც გავლენას იქონიებს კომპანიის ღირებულებაზე. ასევე უნდა მოხდეს თითოეული სცენარის ხდომილობის ალბათობის შეფასება.

სცენარების ანალიზის დროს მნიშვნელოვანია დაშვებების შეფასება შემდეგ ფაქტორებთან დაკავშირებით:

- *ეკონომიკური ფაქტორები*: რამდენად მნიშვნელოვანია ეს ფაქტორები საპროგნოზო მაჩვენებლებთან მიმართებაში. ზოგიერთი დარგი მეტადაა დამოკიდებული ეკონომიკურ ფაქტორებზე, ზოგიერთი კი - ნაკლებად. საამშენებლო ბიზნესი, მაგალითად, მნიშვნელოვანწილადაა დაკავშირებული ეკონომიკის მდგომარეობასთან. ბრენდირებული საკვები პროდუქტების წარმოება კი შედარებით ნაკლებად.
- *დარგის შიგნით არსებული კონკურენტული გარემო*: საბაზრო წილის მნიშვნელოვან ზრდაზე დაფუძნებული სცენარის რეალიზაცია ნაკლებ სავარაუდოა მაღალკონკურენტულ და კონცენტრირებულ დარგებში, ნაკლებად კონკურენტულ და ფრაგმენტულ დარგებთან შედარებით.
- *კომპანიის შესაძლებლობები*: რამდენად შესწევს კომპანიას ახალი პროდუქტების წარმოების უნარი, დროულად და დაგეგმილი დანახარჯების ფარგლებში.
- *კომპანიის ფინანსური შესაძლებლობები*: თუ სესხი აღემატება კაპიტალის სამიზნე სტრუქტურას, როგორ მოახერხებს კომპანია აღნიშნულ უზალანსობასთან გამკლავებას.

ამ დრომდე ჩვენი ანალიზი ეფუძნებოდა ერთი სტრატეგიული ბიზნეს ერთეულის მქონე კომპანიებს. მაგრამ ბევრი კომპანია ფლობს სხვადასხვა ბიზნეს ერთეულებს, რომლებიც ოპერირებენ განსხვავებულ სეგმენტებში. ვინაიდან სხვადასხვა ბიზნეს ერთეულები მოღვაწეობენ განსხვავებულ სეგმენტებში, კომპანიის საერთო ღირებულების შეფასება

უნდა მოხდეს თითოეული ბიზნეს ერთეულის ღირებულების დამოუკიდებლად გამოთვლის და მიღებული შედეგების შეკრების გზით.

კომპანიის დამოუკიდებელი ბიზნეს ერთეულების შესაფასებლად, გვჭირდება სათითაო ბიზნეს ერთეულის საბალანსო უწყისი, მოგება-ზარალისა და ფულადი ნაკადების უწყისები. საუკეთესო შემთხვევაში, ფინანსური ანგარიშგების უწყისები უნდა ასახავდეს ბიზნეს ერთეულის, როგორც დამოუკიდებელი კომპანიის, ფინანსურ შედეგებს. თითოეული ბიზნეს ერთეულის ფინანსური ანგარიშგების უწყისების მომზადება საჭიროებს სამი ფაქტორის გათვალისწინებას: თითოეულ ბიზნეს ერთეულზე უნდა გადანაწილდეს კომპანიის ზედნადები ხარჯები, გათვალისწინებული უნდა იქნას კომპანიის შიგნით, ბიზნეს ერთეულებს შორის განხორციელებული შიდა ტრანზაქციების სპეციფიკა და ღირებულება უნდა შეფასდეს არასრული ინფორმაციის პირობებში.

სხვადასხვა ბიზნეს ერთეულების მქონე კომპანიები, როგორც წესი ინაწილებენ კომპანიის ზედნადებ ხარჯებს. აქედან გამომდინარე საჭიროა განხორციელდეს აღნიშნული ტიპის ხარჯების თითოეული ერთეულისთვის სამართლიანად მიკუთვნება. მაგალითად, ადამიანური რესურსების მართვასთან და ფინანსურ აღრიცხვასთან დაკავშირებული ცენტრალიზებული ხარჯები უნდა განაწილდეს გარკვეული პარამეტრების გამოყენებით. ადამიანური რესურსების დეპარტამენტის ფუნქციონირების ხარჯები, ცალკეულ ბიზნეს ერთეულებს, შეგვიძლია მივაკუთვნოთ მოცემულ ბიზნეს ერთეულებში დასაქმებული თანამშრომლების რაოდენობის მიხედვით. როდესაც დანახარჯების გაწევა ხდება იმ მიზეზით, რომ ბიზნეს ერთეულები წარმოადგენენ კომპანიის ნაწილს (მაგალითად, გენერალური დირექტორის კომპენსაციის, ან კომპანიის მფლობელობაში არსებული ხელოვნების ნიმუშების შემთხვევაში), არ შეიძლება ასეთი ხარჯების ცალკეულ ბიზნეს ერთეულებზე მიკუთვნება. კორპორაციის დონეზე უნდა შეიქმნას დანახარჯთა ცენტრი, სადაც მოექცევა აღნიშნული ხარჯები და უნდა მოხდეს ამ დანახარჯთა ცენტრის

დამოუკიდებლად შეფასება. კორპორაციული დანახარჯების ბიზნეს ერთეულისთვის მიკუთვნება ამცირებს მსგავს კომპანიებთან შედარების შესაძლებლობას (ბიზნეს ერთეულებს უკვე ჰყავთ გენერალური დირექტორები, ფინანსური დირექტორები და მთავარი ბუღალტრები). მეორეს მხრივ, კორპორაციულ დონეზე, დანახარჯთა ცენტრის დამოუკიდებლად არსებობა გვაძლევს კორპორაციული მმართველობის მიერ წარმოქნილი ფინანსური ტვირთის სიდიდის შეფასების შესაძლებლობას.

თავი VIII

კონკრეტული მაგალითის ანალიზი

სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ (სსე) არის სახელმწიფო საკუთრებაში მყოფი სააქციო საზოგადოება, რომელიც ჩამოყალიბდა 2002 წელს შპს „ელექტროდისპეტჩერიზაციისა“ და სს „ელექტროგადაცემის“ შერწყმის საფუძველზე. სსე უზრუნველყოფს ქვეყნის მთელ ტერიტორიაზე ელექტროენერჯის გადაცემას (ტრანსპორტირებას, ტრანზიტს) და ამავდროულად წარმოადგენს დისპეტჩერიზაციის ერთადერთ ლიცენზიანტს. სსე გადაცემა-დისპეტჩერიზაციის მომსახურებას უწევს დაახლოებით 50 კვალიფიციურ საწარმოს.

„საქართველოს ენერჯეტიკისა და წყალმომარაგების მარეგულირებელი ეროვნული კომისიის“ (სემეკ) მიერ გაცემული ლიცენზიებისა და გადაცემა-დისპეტჩერიზაციისათვის დადგენილი ტარიფების საფუძველზე, სსე ახორციელებს სისტემის ტექნიკურ მართვას ელექტროენერჯის მიწოდება-მოხმარების სტაბილური რეჟიმის უზრუნველსაყოფად და ელექტროენერჯის ყიდვა-გაყიდვის უფლების გარეშე, გადასცემს საქართველოში წარმოებულ და იმპორტირებულ ელექტროენერჯიას სადისტრიბუციო ენერგოკომპანიებს, პირდაპირ მომხმარებლებს ან მეზობელი ქვეყნების ელექტროსისტემებს.

დისპეტჩერიზაცია. საქართველოს ენერგოსისტემის ეროვნული სადისპეტჩერო ცენტრი განლაგებულია სსე-ს შენობაში, თბილისის ცენტრში. ის პასუხისმგებელია საქართველოს ენერგოსისტემის ოპერატიულ მართვაზე, 500/220/110/35 კვ გადამცემი ობიექტების გამართულ მუშაობასა და ენერგოსისტემის მდგრადობაზე. ეროვნული სადისპეტჩერო უზრუნველყოფს ენერგოსისტემის, როგორც ერთიანი ობიექტის მუშაობას ნორმალურ და ავარიულ რეჟიმებში. ცენტრი აღჭურვილია უახლესი ტექნოლოგიებით, რითაც შესაძლებელია სისტემის შესახებ ინფორმაციის „ონ ლაინ“ რეჟიმში მიღება, სისტემის დისტანციური მართვა და ავარიული

სიტუაციების ეფექტური მართვა. კერძოდ, ეროვნული სადისპეტჩერო ქვესადგურებიდან და სადგურებიდან იღებს სრულ ინფორმაციას და მუდმივად განახლებადი მონაცემთა ბაზის საფუძველზე ოპერატიულად რეაგირებს ავარიულ სიტუაციებში.

გადაცემა. საქართველოს ელექტროენერჯის გადამცემი ქსელი ოპერირებს 500/330/220/110/35 კვ ძაბვაზე. 500 კვ მაგისტრალური გადამცემი ხაზი "კავკასიონი" –"იმერეთი"-ქართლი-2"-ქართლი-1" უკავშირდება რუსეთს და ქვეყნის ჩრდილო-დასავლეთით განლაგებულ გენერაციის მსხვილ ობიექტებს (მათ შორის "ენგურჰესს"), რომელიც თბილისის გავლით უკავშირდება 500 კვ ქვესადგურს „გარდაბანი“. ასევე არსებობს საკმაოდ ფართო 220 კვ გადამცემი ქსელი, რომელიც დაკავშირებულია გენერაციის სხვა ობიექტებთან და მოთხოვნა-მოხმარების ცენტრალურ რეგიონებთან. საქართველოს ენერგოსისტემა რუსეთს უკავშირდება 500 კვ და 220 კვ გადამცემი ხაზებით, აზერბაიჯანს 330 კვ ხაზით, ხოლო სომხეთს და თურქეთს - 220 კვ გადამცემი ხაზებით. ასევე არსებობს იზოლირებული 110 კვ კავშირები სომხეთთან და რუსეთთან.

500 კვ ელექტროგადამცემი ხაზი, ისევე როგორც აზერბაიჯანთან და თურქეთთან დამაკავშირებელი 330 კვ და 220 კვ ხაზები, წარმოადგენს საქართველოს სახელმწიფოსა და რუსეთის ფედერალური ქსელის კომპანიის 50%-50% ნაწილობრივი მონაწილეობით მოქმედი გადაცემის ლიცენზიანტის - სს "საქრუსენერგო"-ს საკუთრებას.

ელექტროგადამცემის მომსახურებისათვის განკუთვნილი 220 კვ ხაზების უმრავლესობა და 110/35 კვ ქსელის ნაწილი ეკუთვნის სსე-ს, რომელიც ასევე პასუხისმგებელია გადაცემის სისტემის ოპერირებაზე და ფლობს ეროვნულ სადისპეტჩეროს.

საქართველოს ენერგოსისტემის გადამცემი ხაზების საერთო სიგრძე შეადგენს 11,297 კმ-ს. სსე-ს ბალანსზე ირიცხება 220/110/35 კვ ხაზები ჯამური სიგრძით 2,938 კმ და 91 ქვესადგური, დადგმული სიმძლავრით

8,400 მვა, მათ შორის სამი (3) სტრატეგიული მნიშვნელობის 500 კვ ქვესადგური და ჩვიდმეტი (17) 220 კვ ქვესადგური.

სსე-ს 100 % საკუთრებაში მყოფი შვილობილი კომპანია "ენერგოტრანსი" ფლობს 500 კვ ელექტროგადამცემ ხაზებს "ვარძია" და "ზეკარი" და თურქეთთან დამაკავშირებელ 400 კვ ხაზს "მესხეთი", რომელთა რეაბილიტაცია-მშენებლობა განხორციელდა „შავი ზღვის ელექტროგადამცემი ქსელის პროექტის“ ფარგლებში. აღნიშნული ახალი ხაზების მეშვეობით, შეიქმნება ქვეყნის დასავლეთ ნაწილის აღმოსავლეთთან დამაკავშირებელი მეორე 500 კვ ქსელი, რომელიც მნიშვნელოვნად შეუწყობს ხელს გადაცემის სისტემის სტაბილურობას და უზრუნველყოფს თურქეთში დამატებით 700 მვტ სიმძლავრის გატანის შესაძლებლობას.

საქართველოს გააჩნია უზარმაზარი აუთვისებელი ჰიდროენერგეტიკული რესურსი და ერთ სულ მოსახლეზე გაანგარიშებული წყლის რესურსების მაჩვენებლით მსოფლიოში წამყვან ქვეყანას წარმოადგენს. დაახლოებით 26,000 არსებული მდინარიდან ენერგეტიკული მნიშვნელობით გამოირჩევა თითქმის 300 მდინარე, რომელთა ჯამური ჰიდროგენერაციის პოტენციალი 20გვტ-ის ექვივალენტურია. საქართველოს მდიდარი ჰიდროენერგეტიკული რესურსების გამოყენების პერსპექტივა ეკონომიკურად გამართლებული, მიზანშეწონილი და რეალურია. თუმცა, ეს მოითხოვს გადაცემის სფეროში მნიშვნელოვან ინვესტიციებს - მეზობელ ქვეყნებთან დამაკავშირებელი ინფრასტრუქტურის განვითარებას, ქსელში დანაკარგების შემცირებას და ელექტროენერჯის მიწოდების სტაბილურ მომსახურებაზე ხელმისაწვდომობის უზრუნველყოფას. ასეთი ღონისძიებები განაპირობებს ელექტროენერჯის იმპორტზე მოთხოვნის შემცირებას, იმპორტის წყაროების დივერსიფიკაციას და გაზრდის თურქეთსა და ევროპის ბაზრებზე ელექტროენერჯის ექსპორტის შესაძლებლობებს.

ექსპორტის პოტენციური ბაზრების უდიდესი ნაწილი საქართველოს სამხრეთით მდებარეობს (თურქეთი, ერაყი, ირანი) და ყველა მათგანი სწრაფი ეკონომიკურ განვითარებისა და ელექტროენერჯის მოხმარების ზრდის ტენდენციით ხასიათდება. ამავდროულად, ელექტროენერჯის ერთიანი ევროპული ბაზარი და მესამე მხარის ხელმისაწვდომობა გადაცემის მომსახურებაზე უზრუნველყოფს აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნებში (რუმინეთი, ბულგარეთი და ა.შ.) ელექტროენერჯის ექსპორტის შესაძლებლობას.

მეზობელი ქვეყნების პიკური მოხმარების სეზონი (ზაფხული) ემთხვევა საქართველოში პიკური გენერაციის პერიოდს. მიუხედავად იმისა, რომ ელექტროენერჯის სფეროში რუსეთი კვლავ რჩება საქართველოს უმსხვილეს სავაჭრო პარტნიორად, ექსპორტის პოტენციური ბაზრებიდან ყველაზე მნიშვნელოვანია თურქეთი, რომელიც ხასიათდება ზაფხულში ელექტროენერჯიაზე მაქსიმალური მოთხოვნით, პროგნოზირებული სიმძლავრის დეფიციტით და ბაზრის მაღალი ფასებით. ნავარაუდებია, რომ 2015-2016 წლებში თურქეთი ელექტროენერჯის იმპორტიორი ქვეყანა გახდება. ელექტროენერჯის მოხმარება 2020 წლისთვის მნიშვნელოვნად გაიზრდება და ქვეყნის ელექტროენერჯის დეფიციტს საქართველოს ჰიდროგენერაციის პოტენციალს სავარაუდოდ სამჯერ გადააჭარბებს. ასევე არსებობს აზერბაიჯანიდან, სომხეთიდან და რუსეთიდან, საქართველოს გავლით, ელექტროენერჯის ტრანსპორტირების/ტრანზიტის შესაძლებლობა თურქეთის მიმართულებით.

თურქეთში ელექტროენერჯის ექსპორტისა და ტრანზიტის მეშვეობით, შესაძლებელი გახდება კავკასიის რეგიონში არსებული მდიდარი ენერგეტიკული რესურსების გატანა ევროპის ბაზარზე, რაც თავის მხრივ ხელს შეუწყობს ელექტროენერჯის რეგიონალური ბაზრის ჩამოყალიბებას და ქვეყნებს შორის ელექტროენერჯით ვაჭრობის განვითარებას.

ჩვენს მიერ მომზადებულ მოდელში გამოყენებულია მოვლენათა განვითარების ორი სავარაუდო სცენარი:

- **სცენარი 1.** დასრულდება მხოლოდ მიმდინარე ჰიდროელექტროსადგურების მშენებლობები: ბახვი 3 ჰესი, ფარავანი ჰესი, ლარსი ჰესი, ნაბელავი ჰესი, დარიალი ჰესი, კინტრიში, არაგვი ჰესი, ხობი ჰესი 2, ლუხუნი 2, მტკვარი ჰესი, კირნათის ჰესი, ხელვაჩაური ჰესი, ხობი ჰესი 1, ჟონეთის ჰესი, ნამახვანის ჰესი, ტვიშის ჰესი.
- **სცენარი 2.** დასრულდება მემორანდუმებით გათვალისწინებული ყველა ჰიდროელექტროსადგურის მშენებლობა: ბახვი 3 ჰესი, ფარავანი ჰესი, ლარსი ჰესი, ბახვი 5, ნაბელავი ჰესი, ბახვი 2, არაკალი ჰესი, აბული ჰესი, ახალქალაქი ჰესი, დარიალი ჰესი, ფარავნის ქარის ელექტროსადგური, კინტრიში, არაგვის ჰესი, ხობი ჰესი 2, ლუხუნი, მტკვარი ჰესი, ზომლეთი ჰესი, ვაიო ჰესი, ჭორომხეთი ჰესი, ჭოროხი ჰესი, აჭარისწყალი 1, აჭარისწყალი 2, აჭარისწყალი 3, ზოტი ჰესი, ყვირილა ჰესი, სადმელი ჰესი, მაგანა, ლექარდე, კორნათის ჰესი, ხელვაჩაური ჰესი 1, ხელვაჩაური ჰესი 2, ხობი ჰესი 1, ცაგერი, ბახვი 1, ხუდონი ჰესი, ნენსკრა ჰესი, ალპანა ჰესი, ჟონეთის ჰესი, ნამახვანის ჰესი, ტვიშის ჰესი

შემდგომში, აღწერილია სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემის“ ღირებულების შეფასების პროცესი. ცხრილები წარმოდგენილია შემდეგი თანმიმდებრობით:

- ცხრილი 8 - სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ სესხების დაფარვის გრაფიკი;
- ცხრილი 9 - სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ საპროგნოზო ინდიკატორები;

- ცხრილი 10 - სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ საპროგნოზი შემოსავლები;
- ცხრილი 11 - სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ ძირითადი საშუალებების მოძრაობა;
- ცხრილი 12 - ს.ს. „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ საპროგნოზო მოგება - ზარალის უწყისი;
- ცხრილი 13 - სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ საპროგნოზი საბალანსო უსწყისი;
- ცხრილი 14 - სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ საპროგნოზო ფულადი ნაკადების მოძრაობის უწყისი;
- ცხრილი 15 - სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ წმინდა საოპერაციო მოგება გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ;
- ცხრილი 16 - სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ ინვესტირებული კაპიტალი;
- ცხრილი 17 - სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ თავისუფალი ფულადი ნაკადი;
- ცხრილი 18 - სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ საოპერაციო შედეგები;
- ცხრილი 19 - სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება;
- ცხრილი 20 - სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ განგრძობითი ღირებულება;
- ცხრილი 21 - სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ საოპერაციო ღირებულება (სცენარი 1);
- ცხრილი 22 - სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ საოპერაციო ღირებულება სცენარების გათვალისწინებით;

საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების მიმართ არსებული სასესხო ვალდებულებები						
ერთეული	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ათასი ლარი	103 456	94 474	85 492	76 510	67 528	58 545
ათასი ლარი	8 982	8 982	8 982	8 982	8 982	8 982
ათასი ლარი	4 498	4 041	3 584	3 126	2 669	2 212
ათასი ლარი	94 474	85 492	76 510	67 528	58 545	49 563

რეაბილიტაციის გეგმით გათვალისწინებული ვალდებულებები						
ერთეული	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ათასი ლარი	109 783	104 297	99 297	94 297	87 297	77 297
ათასი ლარი	5 486	5 000	5 000	7 000	10 000	15 000
ათასი ლარი	924					
ათასი ლარი	4 562	5 000	5 000	7 000	10 000	15 000
ათასი ლარი	104 297	99 297	94 297	87 297	77 297	62 297

ცხრილი 8 სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ სესხების დაფარვის გრაფიკი

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ინფლაცია: გადაცემისა და დისპეჩერინაზის ტარიფის ზრდა	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ინფლაცია: ქსელის ოპერირების ხარჯების ზრდა	5%	5%	5%	5%	5%	5%
ინფლაცია: ადმინისტრაციული ხარჯების ზრდა	5%	5%	5%	5%	5%	5%
ინფლაცია: ხელფასის ფონდის ზრდა	3%	3%	3%	3%	3%	3%
ინფლაცია: სხვა საოპერაციო ხარჯები	5%	5%	5%	5%	5%	5%
ცვეთა, ამორტიზაცია, გაუფასურება	10%	10%	10%	10%	10%	10%
ფულადი ნაკადი / შემოსავალზე	5%	5%	5%	5%	5%	5%
დებიტორული დავალიანება / შემოსავალზე	9%	9%	9%	9%	9%	9%
სასაქონლო მარაგები / შემოსავალზე	11%	11%	11%	11%	11%	11%
კრედიტორული დავალიანება / შემოსავალზე	10%	10%	10%	10%	10%	10%
ელექტროენერჯის გადაცემის ტარიფი (ლარი)	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
ელექტროენერჯის დისპეტჩერინაზის ტარიფი (ლარი)	0,0015	0,0015	0,0015	0,0015	0,0015	0,0015

ცხრილი 9. სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ საპროგნოზო ინდიკატორები

ერთეული	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ენერჯია						
მლ. კვტსი	8 741	8 923	9 566	10 364	11 392	11 789
გადამცემის ტარიფი	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
დისკონტროლის ტარიფი	0,0015	0,0015	0,0015	0,0015	0,0015	0,0015
შემოსავალი	54 194	55 320	59 308	64 260	70 630	73 092

ცხრილი 10. სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ საპროგნოზო შემოსავლები

ერთეული	2013	2014	2015	2016	2017	2018
პირითადი საშუალებები და არამატერიალური აქტივები პერიოდის დასაწყისისათვის	309 050	290 145	273 131	260 817	249 736	239 762
ცვეთის ნორმა	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
ცვეთა	30 905	29 015	27 313	26 082	24 974	23 976
დამატება	12 000	12 000	15 000	15 000	15 000	15 000
პირითადი საშუალებები და არამატერიალური აქტივები პერიოდის ბოლოსათვის	290 145	273 131	260 817	249 736	239 762	230 786

ცხრილი 11. სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ პირითადი საშუალებების მოძრაობა

ერთეული	2013	2014	2015	2016	2017	2018
საოპერაციო შემოსავალი	54 194	55 320	59 308	64 260	70 630	73 092
ქსელის საოპერაციო ხარჯები	-3 925	-4 122	-4 328	-4 544	-4 771	-5 010
ადმინისტრაციული ხარჯები	-3 332	-3 499	-3 674	-3 858	-4 050	-4 253
ხელფასები და სხვა თანამშრომელთა სარგებელი	-15 811	-16 286	-16 774	-17 277	-17 796	-18 330
ცვეთა, ამორტიზაცია და გაუფასურება	-30 905	-29 015	-27 313	-26 082	-24 974	-23 976
სხვა წმინდა საოპერაციო ხარჯები	-3 853	-4 045	-4 247	-4 460	-4 683	-4 917
საოპერაციო მოგება	-3 633	-1 646	2 972	8 039	14 356	16 606
პროცენტის ხარჯი	-4 498	-4 041	-3 584	-3 126	-2 669	-2 212
მოგება მოგების გადასახადის გადახდამდე	-8 131	-5 687	-612	4 913	11 687	14 395
მოგების გადასახადი	0	0	0	0	0	0
წმინდა მოგება	-8 131	-5 687	-612	4 913	11 687	14 395
დოვიდენდი	0	0	0	0	0	0
გაუნაწილებელი მოგება	-8 131	-5 687	-612	4 913	11 687	14 395

ცხრილი 12. სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ საპროგნოზო მოგება - ზარალის უწყისი

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
აქტივები						
<i>გრძელვადიანი აქტივები</i>	290 145	273 131	260 817	249 736	239 762	230 786
ძირითადი საშუალებები და არამატერიალური აქტივები	215	215	215	215	215	215
გადავადებული მოგების გადასახადის აქტივი	290 360	273 346	261 032	249 951	239 977	231 001
<i>მიმდინარე აქტივები</i>						
მატერიალური მარაგები	5 961	6 085	6 524	7 069	7 769	8 040
სავაჭრო და სხვა მოთხოვნები	4 877	4 979	5 338	5 783	6 357	6 578
ფული და ფულის ექვივალენტები	2 710	2 766	2 965	3 213	3 531	3 655
დამატებითი ფულადი სახსრები	11 311	7 959	4 551	3 292	4 486	2 977
	24 859	21 789	19 378	19 357	22 143	21 250
სულ აქტივები	315 219	295 134	280 411	269 308	262 120	252 250
საკუთარი კაპიტალი და ვალდებულებები						
<i>საკუთარი კაპიტალი და რეზერვები</i>						
საწესდებო კაპიტალი	404 806	404 806	404 806	404 806	404 806	404 806
დაურეგისტრირებელი კაპიტალი	27 194	27 194	27 194	27 194	27 194	27 194
გადაფასების რეზერვი	70 335	70 335	70 335	70 335	70 335	70 335
ავტომატურად აღმოჩენილი ზარალი	-395 850	-401 537	-402 149	-397 236	-385 549	-371 155
სულ საკუთარი კაპიტალი	106 485	100 799	100 187	105 100	116 786	131 181
<i>გრძელვადიანი ვალდებულებები</i>						
სესხი	94 474	85 492	76 510	67 528	58 545	49 563
ახალი სესხები						
რეაბილიტაციის გეგმით გათვალისწინებული ვალდებულებები	104 297	99 297	94 297	87 297	77 297	62 297
გრანტი და მასთან დაკავშირებული ვალდებულებები	3 172	2 643	2 115	1 586	1 057	529
გადავადებული დღგ-ის გადასახადი	1 372	1 372	1 372	1 372	1 372	1 372
	203 314	188 804	174 293	157 782	138 271	113 761
<i>მიმდინარე ვალდებულებები</i>						
სავაჭრო და სხვა ვალდებულებები	5 419	5 532	5 931	6 426	7 063	7 309
	5 419	5 532	5 931	6 426	7 063	7 309
სულ საკუთარი კაპიტალი და ვალდებულებები	315 219	295 134	280 411	269 308	262 120	252 250

ცხრილი 13. სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ საპროგნოზო საბალანსო უწყისი (ათას ლარებში)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
საოპერაციო საქმიანობა						
წმინდა მოგება	-8 131	-5 687	-612	4 913	11 687	14 395
გრანტიდან მიღებული შემოსავალი						
კორექტირება:						
არაფულადი კორექტირება	30 376	28 486	26 784	25 553	24 445	23 448
ცვეთა						
საბრუნავ კაპიტალში ცვლილებები						
დებიტორული დავალიანების გაზრდა	3 225	-101	-359	-446	-573	-222
სასაქონლო-მატერიალური მარაგების გაზრდა	83	-124	-439	-545	-701	-271
კრედიტორული დავალიანების გაზრდა	-2 299	113	399	495	637	246
ფულადი ნაკადი საოპერაციო საქმიანობიდან	23 254	22 687	25 774	29 971	35 495	37 596
საინვესტიციო საქმიანობა						
ძირითადი საშუალებების შექმნა	-12 000	-12 000	-15 000	-15 000	-15 000	-15 000
ინვესტიცია შვილობილში (წმინდა)	0	0	0	0	0	0
ფულადი სახსრები საინვესტიციო საქმიანობიდან	-12 000	-12 000	-15 000	-15 000	-15 000	-15 000
ფინანსური საქმიანობა						
გრძელვადიანი სესხის ზრდა	-14 468	-13 982	-13 982	-15 982	-18 982	-23 982
საწესდებო კაპიტალის ზრდა	0	0	0	0	0	0
დივიდენდების გადახდა	0	0	0	0	0	0
ფულადი ნაკადი ფინანსური საქმიანობიდან	-14 468	-13 982	-13 982	-15 982	-18 982	-23 982
შეჯამება						
ცვლილება ფულად სახსრებში	-3 214	-3 296	-3 208	-1 012	1 512	-1 386
ფულადი სახსრები პერიოდის დასაწყისში	17 235	14 020	10 725	7 517	6 505	8 017
ფულადი სახსრები პერიოდის ბოლოს	14 021	10 725	7 517	6 505	8 016	6 631

ცხრილი 14. სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ საპროგნოზო ფულადი ნაკადების მოძრაობის უწყისი (ათას ლარებში)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
შემოსავალი	54 194	55 320	59 308	64 260	70 630	73 092
ქსელის საოპერაციო ხარჯები	-3 925	-4 122	-4 328	-4 544	-4 771	-5 010
ადმინისტრაციული ხარჯები	-3 332	-3 499	-3 674	-3 858	-4 050	-4 253
ბელოფასები და სხვა თანამშრომელთა სარგებელი	-15 811	-16 286	-16 774	-17 277	-17 796	-18 330
ცვლადი ამორტიზაცია და გაუფასურება	-30 905	-29 015	-27 313	-26 082	-24 974	-23 976
სხვა წმინდა საოპერაციო ხარჯები	-3 853	-4 045	-4 247	-4 460	-4 683	-4 917
EBIT მოგება პროცენტის და გადასახადის გადახდამდე	-3 633	-1 646	2 972	8 039	14 356	16 606
საოპერაციო მოგების გადასახადი*	0	0	0	0	0	0
NOPAT წმინდა საოპერაციო მოგება გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ	-3 633	-1 646	2 972	8 039	14 356	16 606

ცხრილი 15. სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ წმინდა საოპერაციო მოგება გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ (ათას ლარებში)

* მომდევნო წლებში მოგების გადასახადის გადახდა არ მოხდება წინა წლების სოლიდური ზარალის გამო

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ინვესტირებული ფონდები						
მატერიალური მარაგები	5 961	6 085	6 524	7 069	7 769	8 040
საგაჭრო და სხვა მოთხოვნები	4 877	4 979	5 338	5 783	6 357	6 578
საოპერაციო ფულადი ნაშთი	2 710	2 766	2 965	3 213	3 531	3 655
საოპერაციო მიმდინარე აქტივები	13 548	13 830	14 827	16 065	17 657	18 273
საგაჭრო და სხვა ვალდებულებები	5 419	5 532	5 931	6 426	7 063	7 309
საოპერაციო მიმდინარე ვალდებულებები	5 419	5 532	5 931	6 426	7 063	7 309
საოპერაციო საბრუნავი კაპიტალი	8 129	8 298	8 896	9 639	10 594	10 964
ძირითადი საშუალებები და არამატერიალური აქტივები	290 145	273 131	260 817	249 736	239 762	230 786
სხვა გრძელვადიანი აქტივები (წმინდა)	-4 544	-4 015	-3 486	-2 958	-2 429	-1 901
ინვესტირებული კაპიტალი	293 730	277 413	266 227	256 417	247 927	239 849
ჭარბი ფულადი სახსრები	11 311	7 959	4 551	3 292	4 486	2 977
სულ ინვესტირებული ფონდები	305 041	285 372	270 778	259 709	252 413	242 826
სულ ინვესტირებული ფონდები: წყაროები						
სესხი	94 474	85 492	76 510	67 528	58 545	49 563
რესტრუქტურირებული ვალდებულებები	104 297	99 297	94 297	87 297	77 297	62 297
სესხი და მისი ექვივალენტები	198 771	184 789	170 806	154 824	135 842	111 860
გადავადებული მოგების გადასახადი	-215	-215	-215	-215	-215	-215
საწესდებო კაპიტალი	404 806	404 806	404 806	404 806	404 806	404 806
საწესდებო კაპიტალი	27 194	27 194	27 194	27 194	27 194	27 194
გადავადების რეზერვი	70 335	70 335	70 335	70 335	70 335	70 335
აკუმულირებული ზარალი	-395 850	-401 537	-402 149	-397 236	-385 549	-371 155
საკუტარი კაპიტალი და მისი ექვივალენტები	106 270	100 584	99 972	104 885	116 571	130 966
სულ ინვესტირებული ფონდები	305 041	285 372	270 778	259 709	252 413	242 826

ცხრილი 16. სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ ინვესტირებული კაპიტალი (ათას ლარებში)

ერთეული	2013	2014	2015	2016	2017	2018
საოპერაციო ფულადი ნაკადები						
საოპერაციო შემოსავალი	54 194	55 320	59 308	64 260	70 630	73 092
ქსელის ოპერირების ხარჯები	-3 925	-4 122	-4 328	-4 544	-4 771	-5 010
ადმინისტრაციული ხარჯები	-3 332	-3 499	-3 674	-3 858	-4 050	-4 253
ხელფასის ფონდი და სხვა თანამშრომელთა სარგებელი	-15 811	-16 286	-16 774	-17 277	-17 796	-18 330
ცვეთა, ამორტიზაცია, გაუფასურება	-30 905	-29 015	-27 313	-26 082	-24 974	-23 976
სხვა საოპერაციო ხარჯები (წმინდა)	-3 853	-4 045	-4 247	-4 460	-4 683	-4 917
საოპერაციო მოგება	-3 633	-1 646	2 972	8 039	14 356	16 606
მოგების გადასახადი 15%	0	0	0	0	0	0
წმინდა მოგება	-3 633	-1 646	2 972	8 039	14 356	16 606
ცვეთის დამატება	30 905	29 015	27 313	26 082	24 974	23 976
ფულადი ნაკადი (სრული) Gross CF	27 272	27 369	30 285	34 121	39 329	40 583
ინვესტიცია საბრუნავ კაპიტალში (ფულადი სახსრების გარდა)	1 008	-113	-399	-495	-637	-246
ინვესტიცია ძირითად საშუალებებში	-12 000	-12 000	-15 000	-15 000	-15 000	-15 000
FCFF ფირმის თავისუფალი ფულადი ნაკადი	16 280	15 256	14 886	18 626	23 692	25 336

ცხრილი 17. სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ თავისუფალი ფულადი ნაკადი

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
შემოსავლის ზრდა	0%	2%	7%	8%	10%	3%
მოგება პროცენტის და გადასახადის გადახდამდე / შემოსავალზე	-7%	-3%	5%	13%	20%	23%
შემოსავალი / ინვესტირებული კაპიტალის საშუალო მნიშვნელობაზე	18%	19%	22%	25%	28%	30%
შემოსავალი / წლის ბოლოს ინვესტირებული კაპიტალის მნიშვნელობაზე	18%	19%	22%	25%	28%	30%
ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმა	-1,2%	-1%	1%	3%	6%	7%

ცხრილი 18. სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ საოპერაციო შედეგები

	სამიზნე სტრუქტურა	ღირებულება	გადასახადის განაკვეთი	შეწონილი ღირებულება
სესხი	50	7	15	2,98
საგუთარი კაპიტალი	50	12		6,00
სულ	100			8,975

კაპიტალის ღირებულების დასადგენად გამოყენებული იქნა შემდეგი მეთოდები:

* ჩადრმავებული ინტერვიუ კომპანიის ფინანსურ დირექტორთან

** მსგავსი კომპანიების გამოცდილება

*** ანალოგიური რისკის მატარებელ აქტივებში ინვესტირებულ კაპიტალზე მოსალოდნელი უკუგების განაკვეთი

ცხრილი 19. სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება

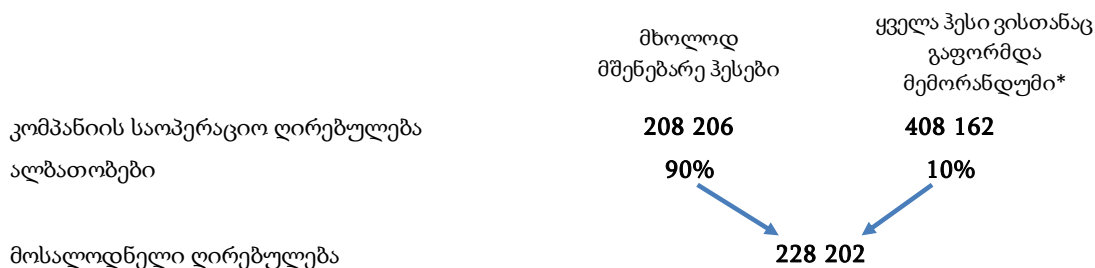
$$CV = \text{NOPAT}_{2019} (1-g/\text{RONIC}) / (\text{WACC} -g)$$

NOPAT	17 437	NOPAT	17 437
g	5%	g	5%
RONIC	9%	RONIC	9%
WACC	9%	WACC _(APV)	12%
CV =	194 960	CV _(APV) =	110 710

**ცხრილი 20. სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“
განგრძობითი ღირებულება (ათას ლარებში)**

	თავისუფალი ფულადი ნაკადი	დისკონტირების კოეფიციენტი	მიმდინარე ღირებულება
2013	16 280	1,0898	14 939
2014	15 256	1,1876	12 847
2015	14 886	1,2941	11 503
2016	18 626	1,4103	13 207
2017	23 692	1,5369	15 416
2018	25 336	1,6748	15 128
განგრძობითი ღირებულება	194 960	1,6748	116 409
საოპერაციო ღირებულება			199 448
შუა წლის შესწორება			1,04
შესწორებული საოპერაციო ღირებულება			208 206

ცხრილი 21. სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ საოპერაციო ღირებულება (სცენარი 1) (ათას ლარებში)



ცხრილი 22. სს „საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ საოპერაციო ღირებულება სცენარების გათვალისწინებით (ათას ლარებში)

* სცენარი 2-ის შემთხვევაში, ღირებულების გამოთვლა მოვახდინეთ სცენარი 1-ის ანალოგიურად

სცენარი 1

	თავისუფალი ფულადი ნაკადი	დისკონტირების კოეფიციენტი	მიმდინარე ღირებულება
2013	16 280	1,1200	14 536
2014	15 256	1,2544	12 162
2015	14 886	1,4049	10 596
2016	18 626	1,5735	11 837
2017	23 692	1,7623	13 444
2018	25 336	1,9738	12 836
განგრძობითი ღირებულება	110 710	1,9738	56 089
საოპერაციო ღირებულება			131 499
შუაწლის შესწორება			1,06
შესწორებული საოპერაციო ღირებულება			139 166

	სესხი პერიოდის დასაწყისში	პროცენტის ხარჯი	საგადასახადო ფარი	მიმდინარე ღირებულება
2013	213 239	4 498	675	631
2014	198 771	4 041	606	529
2015	184 789	3 584	538	439
2016	170 806	3 126	469	358
2017	154 824	2 669	400	285
2018	135 842	2 212	332	221
მუდმივობა	120 000	8 400	1 260	11 994
სულ				14 457

გაკორექტრების მოსალოდნელი ხარჯი 9 217
კომანის საოპერაციო ღირებულება 144 406

ცხრილი 23. სს „საკართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა“ საოპერაციო ღირებულება (კორექტირებული მიმდინარე ღირებულების მეთოდი) (ათას ლარებში)

დასკვნა

ამრიგად, ტექნოლოგიური კომპანიის ღირებულების შესაფასებლად საჭიროა თანმიმდევრული და კარგად სტრუქტურირებული მიდგომის გამოყენება. ღირებულების შეფასების ყველა ეტაპზე, კომპანია განხილული უნდა იქნას, როგორც ერთი, მთლიანი სტრუქტურა. ერთმანეთს უნდა დაუკავშირდეს ფირმის საქმიანობის საოპერაციო და ფინანსური ასპექტები. ფინანსური მოდელის აგებისას, ყურადღება უნდა მიექცეს შემოსავალს და მის მისაღებად საჭირო რესურსების გამოყენების ეფექტურობას.

კომპანიის ღირებულების შეფასების პროცესი აუცილებლად უნდა შეესაბამებოდეს ფინანსური თეორიის ფუნდამენტურ პრინციპებს, რომელმაც მნიშვნელოვანი წინსვლა განიცადა ბოლო სამი ათწლეულის მანძილზე. გათვალისწინებული უნდა იქნას კაპიტალის ღირებულების განმსაზღვრელი ფაქტორები, კავშირი ფინანსურ ბერკეტსა და კაპიტალის ღირებულებას, რისკსა და უკუგების განაკვეთს შორის.

ტექნოლოგიური კომპანიების ღირებულების შეფასების ჩვენს მიერ დამუშავებული და წარმოდგენილი მეთოდები, მნიშვნელოვან დახმარებას გაუწევს დარგის სპეციალისტებს, იმ შემთხვევაში, თუ მათ ექნებათ სათანადო ინფორმაცია კომპანიის და ფინანსური ბაზრების შესახებ. კვლევა საინტერესო აღმოჩნდება, როგორც აკადემიური წრეების წარმომადგენლებისთვის, ასევე დარგში დასაქმებული პროფესიონალებისთვის.

გამოყენებული ლიტერატურა

1. Brigham F. E., Ehrhardt C. M. -Financial Management: Theory & Practice. South-Western College Pub; 13 edition (March 3, 2010), 1184 p.
2. Damodaran A. - Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Wiley; 3 edition (April 17, 2012), 992 p.
3. Rosenbaum J., Pearl J., Perella R J. - Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions. Wiley; 1 edition (May 4, 2009), 304 p.
4. Graham B., Zweig J., Buffett E.W. – The Intelligent Investor: The Definitive Book on Value Investing. A book of Practical Counsel. Collins Business; revised edition (July 8, 2003), 640 p.
5. Benninga Z. S., Sarig H. O. – Corporate Finance: A Valuation Approach. McGraw-Hill/Irwin; 1 edition (August 1, 1996), 446 p.
6. Fox J – The Myth of the Rational Market: A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street. HarperBusiness; Reprinted edition (February 8, 2011), 416 p.
7. Shiller J. R. – Irrational Exuberance. Crown Business; 2 edition (May 9, 2006), 336 p.
8. Burtin G. M. - A Random Walk Down Wall Street: The Time-Tested Strategy for Successful Investing. W. W. Norton & Company; Tenth Edition edition (January 2, 2012), 496 p.

9. Fridson S. M., Fernando Alvarez F. - Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide. Wiley; 4 edition (July 5, 2011), 378 p.
10. Sharpe W., Alexander J. G., Bailey W.J. – Investments. Prentice Hall; 6 edition (October 30, 1998), 962 p.
11. ბარათაშვილი ე. - ბიზნესის კონკურენტუნარიანობა და ადმინისტრირება. თბილისი, 2009 წელი, 393 გვერდი.
12. ზუმბურიძე ო., ზიბზიბაძე მ. - კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრის პრინციპები გვ.89-92, ბიზნეს-ინჟინერინგი №2, 2013წ, თბილისი
13. ზუმბურიძე ო., ზიბზიბაძე მ. - კომპანიის ღირებულების ფორმირების ფუნდამენტური პრინციპები გვ.71-72, ბიზნეს-ინჟინერინგი №3, 2013წ, თბილისი.
14. ზუმბურიძე ო., ზიბზიბაძე მ. - ფინანსური ანგარიშგების უწყისების რეორგანიზება კომპანიის ღირებულების შეფასების პროცესში გვ.166-170, განათლება N2(8), 2013წ, თბილისი.
15. <http://www.gse.com.ge> - უკანასკნელად გადამოწმდა 5.05.2013.
16. <http://esco.ge/> - უკანასკნელად გადამოწმდა 10.05.2013.

დანართი

ელექტროენერჯის საპროგნოზო ბალანსი 2014წ.

	მლნ.კვტსი												
	იანვარი	თებერვალი	მარტი	აპრილი	მაისი	ივნისი	ივლისი	აგვისტო	სექტემბერი	ოქტომბერი	ნოემბერი	დეკემბერი	სულ
სულ გამომუშავება	886,5	804,5	970,2	854,8	1 205,4	1 170,9	1 092,9	871,5	814,8	883,8	895,9	919,4	11 370,5
ჰიდროსადგურები	507,1	461,8	590,8	725,6	1 205,4	1 170,9	1 092,9	838,1	510,3	550,5	528,7	540,0	8 722,1
თბოსადგურები	379,4	342,7	379,4	129,2	0,0	0,0	0,0	33,4	304,5	333,2	367,2	379,4	2 648,4
სულ მიმხარება	1 009,9	940,1	997,6	800,0	804,5	755,0	805,8	819,9	754,6	818,3	938,3	1 018,5	10 462,6
თელასი	228,5	212,2	216,2	174,7	157,6	153,9	166,6	162,1	151,7	164,3	204,2	232,7	2 224,7
აფხაზეთი	204,9	199,1	206,1	117,8	115,5	76,1	82,5	83,0	79,5	113,5	170,7	193,8	1 642,5
ენერჯო-პროჯორჯია	397,2	367,7	399,7	339,3	360,0	357,2	383,0	400,3	355,2	370,8	397,5	418,7	4 546,6
კახეთის ენერჯოდისტრიბუცია	26,3	22,8	23,9	22,3	21,7	22,3	23,9	23,9	21,7	23,9	24,9	26,3	283,7
პირდაპირი მიმხარებლები	153,0	138,3	151,7	146,0	149,7	145,5	149,9	150,7	146,5	145,9	141,0	147,0	1 765,1
სულ ექსპორტი	0,0	0,0	0,0	0,0	331,6	348,6	224,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	904,4
ექსპორტი რუსეთის	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ექსპორტი თურქეთში	0,0	0,0	0,0	0,0	331,6	348,6	224,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	904,4
ექსპორტი აზერბაიჯანში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ექსპორტი სომხეთში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
სულ იმპორტი	199,8	206,1	104,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	115,1	176,4	801,9
იმპორტი რუსეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი თურქეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი აზერბაიჯანიდან	199,8	206,1	104,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	115,1	176,4	801,9
იმპორტი სომხეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
სასადგურე დანაკარგები და ს/მ	29,9	27,0	31,0	17,9	16,9	16,4	15,3	13,7	25,4	27,7	29,4	30,3	281,0
ტრანსპორტირების ხარჯი	46,6	43,4	46,0	36,9	52,4	50,9	47,5	37,8	34,8	37,8	43,3	47,0	524,4
უბალანსობა	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

ელექტროენერჯის საპროგნოზო ბალანსი 2015წ.

სცენარი 1

მლნ.კვტსი

	იანვარი	თებერვალი	მარტი	აპრილი	მაისი	ივნისი	ივლისი	აგვისტო	სექტემბერი	ოქტომბერი	ნოემბერი	დეკემბერი	სულ
სულ გამოუმუშავება	891,7	809,8	978,0	899,9	1 218,8	1 252,1	1 255,5	971,8	854,2	925,8	987,2	1 004,2	12 049,2
ჰიდროსადგურები	512,3	467,1	598,6	736,5	1 218,8	1 252,1	1 255,5	971,8	626,9	652,2	620,0	624,8	9 536,8
თბოსადგურები	379,4	342,7	379,4	163,3	0,0	0,0	0,0	0,0	227,3	273,7	367,2	379,4	2 512,5
სულ მიიხმარება	1 058,2	984,6	1 045,1	841,0	845,8	795,8	849,3	864,1	795,1	860,6	984,3	1 068,0	10 991,8
თელასი	242,3	224,9	229,2	185,2	167,1	163,2	176,6	171,8	160,8	174,2	216,4	246,6	2 358,2
აფხაზეთი	204,9	199,1	206,1	117,8	115,5	76,1	82,5	83,0	79,5	113,5	170,7	193,8	1 642,5
ენერგო-პროჯორჯია	421,0	389,8	423,7	359,7	381,6	378,7	406,0	424,3	376,5	393,0	421,4	443,8	4 819,3
კახეთის ენერჯოდისტრიბუცია	27,9	24,2	25,3	23,6	23,0	23,6	25,3	25,3	23,0	25,3	26,4	27,9	300,7
პირდაპირი მიმხმარებლები	162,1	146,6	160,8	154,7	158,7	154,3	158,9	159,8	155,3	154,6	149,4	155,8	1 871,0
სულ ექსპორტი	0,0	0,0	0,0	0,0	302,9	384,4	334,1	51,8	0,0	0,0	0,0	0,0	1 073,3
ექსპორტი რუსეთის	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ექსპორტი თურქეთში	0,0	0,0	0,0	0,0	302,9	384,4	334,1	51,8	0,0	0,0	0,0	0,0	1 073,3
ექსპორტი აზერბაიჯანში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ექსპორტი სომხეთში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
სულ იმპორტი	245,2	247,3	146,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	73,2	144,6	856,7
იმპორტი რუსეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი თურქეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი აზერბაიჯანიდან	245,2	247,3	146,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	73,2	144,6	856,7
იმპორტი სომხეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
სასადგურ დანაკარგები და ს/მ	29,9	27,1	31,1	20,1	17,1	17,5	17,6	13,6	22,4	25,6	30,7	31,5	284,3
ტრანსპორტირების ხარჯი	48,8	45,4	48,2	38,8	53,0	54,4	54,6	42,3	36,7	39,7	45,4	49,3	556,6
უბალანსობა	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

ელექტროენერჯის საპროგნოზო ბალანსი 2016წ.

სცენარი 1

მლნ.კვტო

	იანვარი	თებერვალი	მარტი	აპრილი	მაისი	ივნისი	ივლისი	აგვისტო	სექტემბერი	ოქტომბერი	ნოემბერი	დეკემბერი	სულ
სულ გამოშვება	970,3	898,0	1 090,9	939,0	1 418,4	1 381,7	1 250,3	967,0	902,3	972,9	1 039,4	1 056,5	12 886,8
ჰიდროსადგურები	590,9	543,1	711,5	923,6	1 418,4	1 381,7	1 250,3	967,0	621,9	709,5	672,2	677,1	10 467,3
თბოსადგურები	379,4	354,9	379,4	15,4	0,0	0,0	0,0	0,0	280,4	263,4	367,2	379,4	2 419,4
სულ მიიხმარება	1 109,4	1 031,7	1 095,4	884,3	889,7	839,0	895,3	911,0	838,1	905,4	1 033,1	1 120,4	11 552,7
თელასი	256,8	238,4	243,0	196,3	177,1	172,9	187,2	182,1	170,4	184,6	229,4	261,4	2 499,7
აფხაზეთი	204,9	199,1	206,1	117,8	115,5	76,1	82,5	83,0	79,5	113,5	170,7	193,8	1 642,5
ენერგო-პროჯორჯია	446,3	413,2	449,1	381,2	404,5	401,4	430,3	449,7	399,1	416,6	446,6	470,5	5 108,5
კახეთის ენერჯოდისტრიბუცია	29,5	25,6	26,8	25,0	24,4	25,0	26,8	26,8	24,4	26,8	28,0	29,5	318,7
პირდაპირი მიმმართველები	171,9	155,4	170,4	164,0	168,2	163,5	168,4	169,4	164,6	163,9	158,4	165,2	1 983,3
სულ ექსპორტი	0,0	0,0	0,0	0,0	447,2	463,3	283,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1 193,8
ექსპორტი რუსეთში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ექსპორტი თურქეთში	0,0	0,0	0,0	0,0	447,2	463,3	283,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1 193,8
ექსპორტი აზერბაიჯანში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ექსპორტი სომხეთში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
სულ იმპორტი	221,3	210,2	87,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	72,8	147,8	740,0
იმპორტი რუსეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი თურქეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი აზერბაიჯანიდან	221,3	210,2	87,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	72,8	147,8	740,0
იმპორტი სომხეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
სასადგურ დანაკარგები და ს/მ	31,0	28,9	32,7	13,9	19,9	19,3	17,5	13,5	25,5	25,7	31,4	32,2	291,7
ტრანსპორტირების ხარჯი	51,2	47,6	50,5	40,8	61,7	60,1	54,4	42,0	38,7	41,8	47,7	51,7	588,1
უბალანსობა	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

ელექტროენერჯის საპროდუქციო ბალანსი 2017წ.

სცენარი 1

მლნ.კვტსი

	იანვარი	თებერვალი	მარტი	აპრილი	მაისი	ივნისი	ივლისი	აგვისტო	სექტემბერი	ოქტომბერი	ნოემბერი	დეკემბერი	სულ
სულ გამოდგენილი	1 027,1	939,0	1 155,2	1 025,0	1 530,9	1 521,4	1 450,1	1 122,1	946,9	1 084,8	1 079,1	1 095,4	13 977,0
ჰიდროსადგურები	647,7	596,3	775,8	1 025,0	1 530,9	1 521,4	1 450,1	1 122,1	744,6	751,5	711,9	716,0	11 593,2
თბოქარადგურები	379,4	342,7	379,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	202,3	333,4	367,2	379,4	2 383,8
სულ მიმდარება	1 163,6	1 081,7	1 148,8	930,3	936,1	884,7	944,0	960,7	883,6	952,9	1 084,9	1 176,0	12 147,3
თელასი	272,2	252,8	257,6	208,1	187,7	183,3	198,5	193,0	180,7	195,7	243,2	277,1	2 649,7
აფხაზეთი	204,9	199,1	206,1	117,8	115,5	76,1	82,5	83,0	79,5	113,5	170,7	193,8	1 642,5
ენერჯო-პროჯორჯია	473,1	438,0	476,1	404,1	428,7	425,5	456,1	476,7	423,1	441,6	473,4	498,7	5 415,0
კახეთის ენერჯოდისტრიბუცია	31,3	27,1	28,4	26,5	25,9	26,5	28,4	28,4	25,9	28,4	29,7	31,3	337,9
პირდაპირი მიმდარებლები	182,2	164,8	180,7	173,8	178,3	173,3	178,5	179,5	174,5	173,7	167,9	175,1	2 102,3
სულ ექსპორტი	0,0	0,0	0,0	35,8	506,8	549,2	422,7	96,9	0,0	54,9	0,0	0,0	1 666,3
ექსპორტი რუსეთში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ექსპორტი თურქეთში	0,0	0,0	0,0	35,8	506,8	549,2	422,7	96,9	0,0	54,9	0,0	0,0	1 666,3
ექსპორტი აზერბაიჯანში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ექსპორტი სომხეთში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
სულ იმპორტი	222,1	221,5	80,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	87,8	167,6	779,2
იმპორტი რუსეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი თურქეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი აზერბაიჯანიდან	222,1	221,5	80,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი სომხეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	87,8	167,6	779,2
სასადგურ დანაკარგები და ს/მ	31,8	28,9	33,6	14,4	21,4	21,3	20,3	15,7	22,6	30,5	32,0	32,8	305,3
ტრანსპორტირების ხარჯი	53,7	49,9	53,0	44,6	66,6	66,2	63,1	48,8	40,8	46,5	50,0	54,3	637,3
უბალანსობა	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

ელექტროენერჯის საპროგნოზო ბალანსი 2018 წ.

სცენარი 1

მლნ.კვტო

	იანვარი	თებერვალი	მარტი	აპრილი	მაისი	ივნისი	ივლისი	აგვისტო	სექტემბერი	ოქტომბერი	ნოემბერი	დეკემბერი	სულ
სულ გამოდგევა	1 073,5	980,7	1 121,1	1 133,9	1 642,7	1 602,1	1 457,2	1 126,5	1 000,4	1 079,5	1 086,0	1 102,4	14 406,0
ჰიდროსადგურები	694,1	638,0	839,3	1 133,9	1 642,7	1 602,1	1 457,2	1 126,5	749,0	757,2	718,8	723,0	12 081,9
თბოსადგურები	379,4	342,7	281,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	251,4	322,3	367,2	379,4	2 324,1
სულ მიხმარება	1 221,2	1 134,7	1 205,4	979,1	985,3	933,2	995,7	1 013,3	931,8	1 003,3	1 139,7	1 234,9	12 777,6
თელასი	288,5	267,9	273,0	220,5	199,0	194,3	210,4	204,6	191,5	207,4	257,7	293,7	2 808,7
აფხაზეთი	204,9	199,1	206,1	117,8	115,5	76,1	82,5	83,0	79,5	113,5	170,7	193,8	1 642,5
ენერგო-პროჯორჯია	501,4	464,2	504,6	428,4	454,5	451,0	483,5	505,3	448,4	468,1	501,8	528,6	5 739,9
კახეთის ენერჯოდის ტრანსმიტის	33,2	28,8	30,1	28,1	27,4	28,1	30,1	30,1	27,4	30,1	31,5	33,2	358,1
პირდაპირი მიმდარებლები	193,1	174,6	191,5	184,3	189,0	183,7	189,2	190,3	184,9	184,1	178,0	185,6	2 228,4
სულ ექსპორტი	0,0	0,0	0,0	89,7	562,9	576,8	377,8	48,4	0,0	0,0	0,0	0,0	1 655,6
ექსპორტი რუსეთის	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ექსპორტი თურქეთში	0,0	0,0	0,0	89,7	562,9	576,8	377,8	48,4	0,0	0,0	0,0	0,0	1 655,6
ექსპორტი აზერბაიჯანში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ექსპორტი სომხეთში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
სულ იმპორტი	236,5	235,7	168,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	138,4	222,4	1 001,6
იმპორტი რუსეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი თურქეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი აზერბაიჯანიდან	236,5	235,7	168,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი სომხეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	138,4	222,4	1 001,6
სასადგურ დანაკარგები და ს/მ	32,5	29,5	28,7	15,9	23,0	22,4	20,4	15,8	25,6	29,9	32,1	32,9	308,6
ტრანსპორტირების ხარჯი	56,3	52,3	55,6	49,3	71,4	69,7	63,4	49,0	43,0	46,3	52,6	57,0	665,9
უბალანსობა	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

ელექტროენერჯის საპროგნოზო ბალანსი 2014წ.
სცენარი 2

	იანვარი	თებერვალი	მარტი	აპრილი	მაისი	ივნისი	ივლისი	აგვისტო	სექტემბერი	ოქტომბერი	ნოემბერი	დეკემბერი	სულ
სულ გამომუშავება	886,5	804,5	970,2	854,8	1 205,4	1 170,9	1 092,9	871,5	814,8	883,8	895,9	919,4	11 370,5
ჰიდროსადგურები	507,1	461,8	590,8	725,6	1 205,4	1 170,9	1 092,9	838,1	510,3	550,5	528,7	540,0	8 722,1
თბოსადგურები	379,4	342,7	379,4	129,2	0,0	0,0	0,0	33,4	304,5	333,2	367,2	379,4	2 648,4
სულ მოხმარება	1 009,9	940,1	997,6	800,0	804,5	755,0	805,8	819,9	754,6	818,3	938,3	1 018,5	10 462,6
თელასი	228,5	212,2	216,2	174,7	157,6	153,9	166,6	162,1	151,7	164,3	204,2	232,7	2 224,7
აფხაზეთი	204,9	199,1	206,1	117,8	115,5	76,1	82,5	83,0	79,5	113,5	170,7	193,8	1 642,5
ენერგო-პროჯორჯია	397,2	367,7	399,7	339,3	360,0	357,2	383,0	400,3	355,2	370,8	397,5	418,7	4 546,6
კახეთის ენერჯოდისტრუქცია	26,3	22,8	23,9	22,3	21,7	22,3	23,9	23,9	21,7	23,9	24,9	26,3	283,7
პირდაპირი მომხმარებლები	153,0	138,3	151,7	146,0	149,7	145,5	149,9	150,7	146,5	145,9	141,0	147,0	1 765,1
სულ ექსპორტი	0,0	0,0	0,0	0,0	331,6	348,6	224,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	904,4
ექსპორტი რუსეთში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ექსპორტი თურქეთში	0,0	0,0	0,0	0,0	331,6	348,6	224,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	904,4
ექსპორტი აზერბაიჯანში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ექსპორტი სომხეთში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
სულ იმპორტი	199,8	206,1	104,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	115,1	176,4	801,9
იმპორტი რუსეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი თურქეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი აზერბაიჯანიდან	199,8	206,1	104,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	115,1	176,4	801,9
იმპორტი სომხეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
სასადგურე დანაკარგები და ს/მ	29,9	27,0	31,0	17,9	16,9	16,4	15,3	13,7	25,4	27,7	29,4	30,3	281,0
ტრანსპორტირების ხარჯი	46,6	43,4	46,0	36,9	52,4	50,9	47,5	37,8	34,8	37,8	43,3	47,0	524,4
უბალანსობა	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

ელექტროენერჯის საპროგნოზო ბალანსი 2015წ.

სტენარი 2

მლნ.კვტსი

	იანვარი	თებერვალი	მარტი	აპრილი	მაისი	ივნისი	ივლისი	აგვისტო	სექტემბერი	ოქტომბერი	ნოემბერი	დეკემბერი	სულ
სულ გამომუშავება	891,7	809,8	978,0	899,9	1 218,8	1 252,1	1 267,4	982,0	853,7	925,4	997,0	1 013,1	12 088,9
ჰიდროსადგურები	512,3	467,1	598,6	736,5	1 218,8	1 252,1	1 267,4	982,0	636,8	662,1	629,8	633,7	9 597,2
თბოსადგურები	379,4	342,7	379,4	163,3	0,0	0,0	0,0	0,0	216,9	263,3	367,2	379,4	2 491,7
სულ მიმზარება	1 058,2	984,6	1 045,1	841,0	845,8	795,8	849,3	864,1	795,1	860,6	984,3	1 068,0	10 991,8
თელაში	242,3	224,9	229,2	185,2	167,1	163,2	176,6	171,8	160,8	174,2	216,4	246,6	2 358,2
აფხაზეთი	204,9	199,1	206,1	117,8	115,5	76,1	82,5	83,0	79,5	113,5	170,7	193,8	1 642,5
ენერჯო-პრო ჯორჯია	421,0	389,8	423,7	359,7	381,6	378,7	406,0	424,3	376,5	393,0	421,4	443,8	4 819,3
კახეთის ენერჯოდისტრიბუცია	27,9	24,2	25,3	23,6	23,0	23,6	25,3	25,3	23,0	25,3	26,4	27,9	300,7
პირდაპირი მომზარებლები	162,1	146,6	160,8	154,7	158,7	154,3	158,9	159,8	155,3	154,6	149,4	155,8	1 871,0
სულ ექსპორტი	0,0	0,0	0,0	0,0	302,9	384,4	345,3	61,4	0,0	0,0	0,0	0,0	1 094,0
ექსპორტი რუსეთის	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ექსპორტი თურქეთში	0,0	0,0	0,0	0,0	302,9	384,4	345,3	61,4	0,0	0,0	0,0	0,0	1 094,0
ექსპორტი აზერბაიჯანში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ექსპორტი სომხეთში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
სულ იმპორტი	245,2	247,3	146,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	63,6	135,8	838,3
იმპორტი რუსეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი თურქეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი აზერბაიჯანიდან	245,2	247,3	146,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	63,6	135,8	838,3
იმპორტი სომხეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
სასადგურე დანაკარგები და ს/მ	29,9	27,1	31,1	20,1	17,1	17,5	17,7	13,7	21,9	25,1	30,8	31,6	283,9
ტრანსპორტირების ხარჯი	48,8	45,4	48,2	38,8	53,0	54,4	55,1	42,7	36,7	39,7	45,4	49,3	557,6
უბალანსობა	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

ელექტროენერჯის საპროგნოზო ბალანსი 2016წ.
სეცნარი 2

	იანვარი	თებერვალი	მარტი	აპრილი	მაისი	ივნისი	ივლისი	აგვისტო	სექტემბერი	ოქტომბერი	ნოემბერი	დეკემბერი	სულ
სულ გამომუშავება	1 002,9	920,5	1 117,1	971,4	1 471,0	1 540,8	1 368,4	1 062,0	898,3	970,2	1 113,3	1 117,1	13 553,0
ჰიდროსადგურები	623,5	565,6	737,7	971,4	1 471,0	1 540,8	1 368,4	1 062,0	703,6	764,5	746,1	737,7	11 292,4
თბოსადგურები	379,4	354,9	379,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	194,7	205,7	367,2	379,4	2 260,6
სულ მიღებარება	1 109,4	1 031,7	1 095,4	884,3	889,7	839,0	895,3	911,0	838,1	905,4	1 033,1	1 120,4	11 552,7
თელაში	256,8	238,4	243,0	196,3	177,1	172,9	187,2	182,1	170,4	184,6	229,4	261,4	2 499,7
აფხაზეთი	204,9	199,1	206,1	117,8	115,5	76,1	82,5	83,0	79,5	113,5	170,7	193,8	1 642,5
ენერგო-პროჯორჯია	446,3	413,2	449,1	381,2	404,5	401,4	430,3	449,7	399,1	416,6	446,6	470,5	5 108,5
კახეთის ენერჯოდისტრობუცია	29,5	25,6	26,8	25,0	24,4	25,0	26,8	26,8	24,4	26,8	28,0	29,5	318,7
პირდაპირი მომხმარებლები	171,9	155,4	170,4	164,0	168,2	163,5	168,4	169,4	164,6	163,9	158,4	165,2	1 983,3
სულ ექსპორტი	0,0	0,0	0,0	31,3	496,8	613,3	394,4	90,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1 625,8
ექსპორტი რუსეთში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ექსპორტი თურქეთში	0,0	0,0	0,0	31,3	496,8	613,3	394,4	90,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1 625,8
ექსპორტი აზერბაიჯანში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ექსპორტი სომხეთში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
სულ იმპორტი	189,1	188,1	61,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	88,1	527,2
იმპორტი რუსეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი თურქეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი აზერბაიჯანიდან	189,1	188,1	61,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	88,1	527,2
იმპორტი სომხეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
სასადგურ დანაკარგები და ს/მ	31,5	29,2	33,1	13,6	20,6	21,6	19,2	14,9	21,5	23,0	32,5	33,1	293,7
ტრანსპორტირების ხარჯი	51,2	47,6	50,5	42,2	64,0	67,0	59,5	46,2	38,7	41,8	47,7	51,7	608,0
უბალანსობა	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

ელექტროენერჯის საპროგნოზო ბალანსი 2017წ.

სცენარი 2

მლნ.კვტო

	იანვარი	თებერვალი	მარტი	აპრილი	მაისი	ივნისი	ივლისი	აგვისტო	სექტემბერი	ოქტომბერი	ნოემბერი	დეკემბერი	სულ
სულ გამოთვლა	1 111,2	1 006,9	1 228,2	1 170,8	1 731,8	1 775,8	1 860,9	1 466,9	1 035,7	1 067,6	1 152,9	1 256,1	15 864,8
ჰიდროსადგურები	731,8	664,2	869,8	1 170,8	1 731,8	1 775,8	1 860,9	1 466,9	1 035,7	1 067,6	1 112,4	1 076,2	14 563,8
თბოქარადგურები	379,4	342,7	358,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	40,5	180,0	1 301,1
სულ მიხმარება	1 163,6	1 081,7	1 148,8	930,3	936,1	884,7	944,0	960,7	883,6	952,9	1 084,9	1 176,0	12 147,3
თელასი	272,2	252,8	257,6	208,1	187,7	183,3	198,5	193,0	180,7	195,7	243,2	277,1	2 649,7
აფხაზეთი	204,9	199,1	206,1	117,8	115,5	76,1	82,5	83,0	79,5	113,5	170,7	193,8	1 642,5
ენერგო-პროჯექტი	473,1	438,0	476,1	404,1	428,7	425,5	456,1	476,7	423,1	441,6	473,4	498,7	5 415,0
კახეთის ენერჯის ტრანსმისიონი	31,3	27,1	28,4	26,5	25,9	26,5	28,4	28,4	25,9	28,4	29,7	31,3	337,9
პირდაპირი მიმდარებლები	182,2	164,8	180,7	173,8	178,3	173,3	178,5	179,5	174,5	173,7	167,9	175,1	2 102,3
სულ ექსპორტი	0,0	0,0	0,0	173,2	696,1	789,0	809,9	421,9	92,6	53,3	0,0	0,0	3 036,0
ექსპორტი რუსეთში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ექსპორტი თურქეთში	0,0	0,0	0,0	173,2	696,1	789,0	754,5	368,4	92,6	53,3	0,0	0,0	2 927,2
ექსპორტი აზერბაიჯანში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	55,3	53,4	0,0	0,0	0,0	0,0	108,8
ექსპორტი სომხეთში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
სულ იმპორტი	139,1	154,6	7,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	300,9
იმპორტი რუსეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი თურქეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი აზერბაიჯანიდან	139,1	154,6	7,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	300,9
იმპორტი სომხეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
სასადგურ დანაკარგები და ს/მ	33,0	29,9	33,7	16,4	24,2	24,9	26,1	20,5	14,5	14,9	18,0	25,9	282,0
ტრანსპორტირების ხარჯი	53,7	49,9	53,0	50,9	75,3	77,2	80,9	63,8	45,0	46,4	50,0	54,3	700,5
უბალანსობა	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

ელექტროენერჯის საპროგნოზო ბალანსი 2018 წ.

სცენარი 2

მლნ.კვტსი

	იანვარი	თებერვალი	მარტი	აპრილი	მაისი	ივნისი	ივლისი	აგვისტო	სექტემბერი	ოქტომბერი	ნოემბერი	დეკემბერი	სულ
სულ გამომუშავება	1 307,8	1 217,0	1 283,1	1 647,3	2 192,8	2 111,0	2 086,1	1 709,3	1 172,9	1 163,7	1 210,9	1 319,5	18 421,3
ჰიდროსადგურები	1 047,5	934,8	1 192,9	1 647,3	2 192,8	2 111,0	2 086,1	1 709,3	1 172,9	1 163,7	1 174,0	1 121,3	17 553,5
თბოსადგურები	260,3	282,2	90,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	37,0	198,2	867,8
სულ მოხმარება	1 221,2	1 134,7	1 205,4	979,1	985,3	933,2	995,7	1 013,3	931,8	1 003,3	1 139,7	1 234,9	12 777,6
თელაში	288,5	267,9	273,0	220,5	199,0	194,3	210,4	204,6	191,5	207,4	257,7	293,7	2 808,7
აგზაზეთი	204,9	199,1	206,1	117,8	115,5	76,1	82,5	83,0	79,5	113,5	170,7	193,8	1 642,5
ენერგო-პროჯორჯია	501,4	464,2	504,6	428,4	454,5	451,0	483,5	505,3	448,4	468,1	501,8	528,6	5 739,9
კახეთის ენერჯოლისტრობცია	33,2	28,8	30,1	28,1	27,4	28,1	30,1	30,1	27,4	30,1	31,5	33,2	358,1
პირდაპირი მოხმარებლები	193,1	174,6	191,5	184,3	189,0	183,7	189,2	190,3	184,9	184,1	178,0	185,6	2 228,4
სულ ექსპორტი	0,0	0,0	0,0	573,5	1 081,4	1 056,4	970,5	597,7	173,6	93,5	0,0	0,0	4 546,7
ექსპორტი რუსეთის	0,0	0,0	0,0	0,0	163,6	162,4	179,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	505,3
ექსპორტი თურქეთში	0,0	0,0	0,0	573,5	773,7	738,2	791,1	597,7	173,6	93,5	0,0	0,0	3 741,3
ექსპორტი აზერბაიჯანში	0,0	0,0	0,0	0,0	144,2	155,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	300,0
ექსპორტი სომხეთში	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
სულ იმპორტი	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი რუსეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი თურქეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი აზერბაიჯანიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
იმპორტი სომხეთიდან	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
სასადგურე დანაკარგები და ს/მ	30,3	30,0	22,1	23,1	30,7	29,6	29,2	23,9	16,4	16,3	18,7	27,6	297,8
ტრანსპორტირების ხარჯი	56,3	52,3	55,6	71,6	95,3	91,8	90,7	74,3	51,0	50,6	52,6	57,0	799,2
უზალანობა	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0