

სს მეტრო ეიფორია ჰოტელ ბათუმი (ს/ნ: 445504482)
B კლასის აქციების სატენდერო შეთავაზების ფასის
შეფასება

კომპანიის წილის საბაზრო ღირებულების შეფასების
ანგარიში

2025 წლის 14 აგვისტოს

მდგომარეობით

შინაარსი

რეზიუმე.....	3
1. სამუშაოს მასშტაბები.....	4 -
1.1. შემფასებელი და დამკვეთი	4 -
1.2. საშემფასებლო დავალება.....	4 -
1.3. ჩატარებული გამოკვლევის მოცულობა, ხასიათი და შეზღუდვები.....	5 -
1.4. გამოყენებული ინფორმაციის ხასიათი, წყაროები და შემზღუდავი პირობები ..	6 -
1.5. დაშვებები და სპეციალური დაშვებები.....	6 -
1.6. გარემოსდაცვითი, სოციალური და მმართველობითი ფაქტორები.....	7 -
1.7. შეფასების ხარისხი	8 -
2. შესაფასებელი ობიექტის აღწერა და ბაზრის მიმოხილვა	8 -
2.1. შესაფასებელი ობიექტის აღწერა.....	8 -
2.2. ბაზრის მიმოხილვა	10 -
2.3. აღრიცხვის მიმოხილვა	15 -
2.4. რისკების მიმოხილვა.....	18 -
3. შეფასება	20 -
3.1. შეფასების მეთოდოლოგია	20 -
3.2. დისკონტირებული ფულადი ნაკადების მეთოდი.....	21 -
3.3. მოდელის ვერიფიკაცია.....	30
3.4. საბოლოო ღირებულების განსაზღვრა.....	31
4. შეფასების შედეგები.....	33
5. დანართები.....	34

რეზიუმე

08 სექტემბერი 2025

შპს „ფი-ქეი-ეფ ჯორჯია“ (ს/ნ 205198212) (შემფასებელი: გოჩა ჭოლოკავა) წარმოგიდგენთ შემფასებლის ანგარიშს.

შეფასების ობიექტი და დავალება:

2025 წლის 14 აგვისტოს მდგომარეობით, სს მეტრო თიჯარი ვე მალი იათირიმლარ ჰოლდინგ (597335) მიერ განსახორციელებელი, სს მეტრო ეიფორია ჰოტელ ბათუმი (ს/ნ: 445504482) B კლასის აქციების, სავალდებულო სატენდერო შეთავაზების ფასის განსაზღვრა, "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" კანონის 15 და 15 პრიმა 1 მუხლის შესაბამისად;

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

მოცემული საშემფასებლო ანგარიში წარმოდგენილია 1-31 გვერდებზე და განკუთვნილია სს მეტრო თიჯარი ვე მალი იათირიმლარ ჰოლდინგ (597335) მენეჯმენტის ინფორმირებისათვის.

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

საბოლოოდ, შემფასებლის კვლევისა და ანალიზის საფუძველზე, დასკვნაში წარმოდგენილი შეზღუდვების გათვალისწინებით, მეტრო ეიფორია ჰოტელ ბათუმი (ს/ნ: 445504482) B კლასის აქციების სატენდერო შეთავაზების ფასი შესახებ მოსაზრება, 2025 წლის 14 აგვისტოს მდგომარეობით, შეადგენს 1 აქცია – 0.74799 ლარს.

პატივისცემით,



შემფასებელი გოჩა ჭოლოკავა

1. სამუშაოს მასშტაბები

1.1. შემფასებელი და დამკვეთი

შპს „ფი-ქეი-ეფ ჯორჯია“ (ს/ნ 205198212) და გოჩა ჭოლოკავა (პ/ნ 01017011008) (შემდგომში შემფასებლები) წარმოადგენს წინამდებარე ანგარიშის 1.2. პუნქტში განსაზღვრული შესაფასებელი ობიექტების შეფასების ანგარიშს.

შემფასებელი გოჩა ჭოლოკავა (პ/ნ: 01017011008) შემფასებელი წარმოადგენს საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს სსიპ აკრედიტაციის ერთიანი ეროვნული ორგანოს - აკრედიტაციის ცენტრის (აკრედიტაციის ნომერი GAC-PC-0010 ISO/IEC 17024:2012/2014) მიერ აკრედიტირებული სერთიფიცირების ორგანოს გაცემული ბიზნესის (სერთიფიკატის N B-0151, მოქმედების ვადა 02.10.2026) სერთიფიცირებულ შემფასებელს. შემფასებელი პასუხს აგებს ქვემოთ აღწერილი მომსახურების შესრულების ხარისხზე.

დამკვეთი სს მეტრო თიჯარი ვე მალი იათირიმლარ ჰოლდინგის (597335) მენეჯმენტი.

1.2. საშემფასებლო დავალება

შესაფასებელი ობიექტი	სს მეტრო ავრასია ინვესტმენტ ჯორჯიას (404392359) B კლასის აქციის ღირებულება
შეფასების მიზანი (სამიზნე გამოყენება)	B კლასის აქციების, სავალდებულო სატენდერო შეთავაზების ფასის განსაზღვრა, "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" კანონის 15 და 15 პრიმა 1 მუხლის შესაბამისად
სამიზნე მომხმარებელი	შემფასებელს ესმის, რომ ანგარიშის წარდგენა შეიძლება მოხდეს საქართველოს ეროვნულ ბანკში.
შეფასების ვალუტა	ლარი
შეფასების თარიღი	2025 წლის 14 აგვისტო
დასკვნის შედგენის თარიღი	08 სექტემბერი 2025
ღირებულების განსაზღვრება	საბაზრო ღირებულება არის შეფასებითი (გაანგარიშებითი) თანხა, რომელითაც აქტივი ან ვალდებულება უნდა გაიყვალოს შეფასების თარიღისათვის, გარიგების მსურველ მყიდველსა და გამყიდველს შორის, სათანადო მარკეტინგული ღონისძიებების შემდეგ, "გაშლილი მკლავის მანძილის პრინციპით" დადებულ გარიგებაში, როდესაც თითოეული მხარე იმოქმედებდა შეგნებულად, წინდახედულად და მალდაუტანებლად" (შსს 102, მუხლი ა10.01.). აქტივის ბაზარი შესაძლოა საერთაშორისო იყოს ან ადგილობრივი (შსს 102, მუხლი ა10.03.). აქტივის საბაზრო ღირებულება ასახავს მის საუკეთესო და ეფექტიან გამოყენებას. საუკეთესო და ეფექტიანი გამოყენება აქტივის ისეთი გამოყენებაა, რომელიც მაქსიმალურად ზრდის მის პოტენციალს, ანუ რაც ფიზიკურად შესაძლებელია, იურიდიულად ნებადართული და ფინანსურად განხორციელებადია (შსს 102, მუხლი ა10.04.). საბაზრო ღირებულება არ ასახავს აქტივის ისეთ ატრიბუტებს, რომლებსაც ღირებულება გააჩნია კონკრეტული მესაკუთრისათვის და მყიდველისათვის და ხელმისაწვდომი არ არის

	ბაზრის სხვა მყიდველებისათვის (შსს 102, მუხლი 10.07.). საბაზრო ღირებულება აღქმულ (გაგებულ) უნდა იქნას როგორც აქტივის ღირებულება, რომელშიც არ გაითვალისწინება გამყიდველის დანახარჯები, რაც აუცილებელია გაყიდვის ოპერაციების განსახორციელებლად ან მყიდველის დანახარჯები, რაც აუცილებელია ყიდვის გარიგების განსახორციელებლად და არც გადასახადების გამოწვეული კორექტირებები, რაც გადახდილი იქნება რომელიმე მხარეს გარიგების განხორციელების შედეგად.
გამოყენებული შეფასების სტანდარტები¹	საერთაშორისო საშემფასებლო სტანდარტები (IVS) 2025
კონფიდენციალობა	არ შეიძლება ანგარიშის გასაჯაროება, გამოქვეყნება ან/და მასზე მითითება რაიმე საჯარო დოკუმენტში. „ანგარიში“ განკუთვნილია მხოლოდ იმ პირისათვის, რომელიც მითითებულია დამკვეთად და მხოლოდ წინამდებარე ანგარიშით განსაზღვრული მიზნით. შემფასებელი არ იღებს პასუხისმგებლობას ანგარიშის ან მისი ნაწილის მესამე მხარის მიერ გამოყენების შემთხვევაში. ანალიზი, მოსაზრებები და დასკვნები, რომელსაც შეიცავს ანგარიში სწორია მასში აღნიშნული შეზღუდვების და დაშვებების ფარგლებში, რომლებიც მოცემული ანგარიშის განუყოფელ ნაწილს წარმოადგენს;
შეფასების გამოყენება	მოცემული დასკვნა მომზადებულია წინამდებარე ანგარიშით განსაზღვრული მიზნით და შემფასებელი არ იძლევა აღნიშნული ანგარიშის სხვა მიზნებისათვის გამოყენების უფლებას.
სპეციალისტი	არ იქნა გამოყენებული.
დამატებითი განმარტება შეფასების ობიექტის შესახებ	საბაზრო ღირებულება განისაზღვრება საწარმოს ღირებულებას გამოკლებული მის ვალებთან ან ვალთან დაკავშირებული ვალდებულებების ღირებულება დამატებული ამ ვალდებულებების დასაფარად ხელმისაწვდომი ნებისმიერი ფულადი სახსრები ან ფულადი სახსრების ექვივალენტები.

1.3. ჩატარებული გამოკვლევის მოცულობა, ხასიათი და შეზღუდვები

ინფორმაციის შეგროვება და ანალიზი მოიცავს მაკროეკონომიკურ, დარგობრივ და კონკურენტულ კვლევას (2021-2024 წლების), ასევე კომპანიის ფინანსური და საოპერაციო მონაცემების შეგროვებას, აქტივებისა და ვალდებულებების ანალიზს და ანალოგიური ბიზნესების შესწავლას. კომპანიის საოპერაციო საქმიანობის ანალიზი ფოკუსირდება ბიზნესის სტრუქტურაზე, პროცესებზე, ორგანიზაციულ მოწყობაზე და მიმდინარე ოპერაციების ეფექტურობის შეფასებაზე. ფინანსური ანალიზი მოიცავს ისტორიული მონაცემების შესწავლას, ფინანსური კოეფიციენტების და ტენდენციების განსაზღვრას, აქტივებისა და ვალდებულებების შეფასებას და რისკების ანალიზს. პროგნოზირება გულისხმობს მომავალი მაჩვენებლების შეფასებას, ბაზრისა და კონკურენტული გარემოს ანალიზს და შესაძლო რისკების გათვალისწინებას. შეფასების პროცესში ხდება შესაბამისი მეთოდებისა და მიდგომების შერჩევა, კორექტირებების, პრემიების და ფასდათმობების განსაზღვრა, მოდელის ვერიფიკაცია და საბოლოო დასკვნების გამოტანა.

¹ წინამდებარე ანგარიშში გამოყენებული ტერმინების დასაზუსტებლად იხილეთ შეფასების საერთაშორისო სტანდარტები 2025

ანგარიშის მომზადება და განხილვა მოიცავს საბოლოო დოკუმენტის ფორმირებას, დამკვეთთან დეტალების დაზუსტებას და შეკითხვებზე პასუხების გაცემას.

1.4. გამოყენებული ინფორმაციის ხასიათი, წყაროები და შემზღუდავი პირობები

ინფორმაციის ხასიათი და წყაროები

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

შემზღუდავი პირობები

ჩვენს მიერ არ ჩატარებულა შესაფასებელი ბიზნესის საოპერაციო სფეროს სპეციალური ბაზრის კვლევა. ამასთან, ჩვენთვის ხელმისაწვდომი იყო მხოლოდ 2024 წლის 31 დეკემბრამდე აუდირებული ფინანსური ანგარიშგება, ამრიგად 2024 წლის 31 დეკემბრიდან 2025 წლის 14 აგვისტომდე პერიოდის მონაცემები დაფუძნებულია კომპანიის მიერ წარმოდგენილ ბუღალტრულ ჩანაწერებზე და საგადასახადო დეკლარაციებზე.

1.5. დაშვებები და სპეციალური დაშვებები

დაშვებები:

- ✓ ინფორმაცია, შეფასებები და მოსაზრებები, რომელსაც მოიცავს მოცემული დასკვნა, მიღებულია იმ წყაროებზე დაყრდნობით, რომელიც შემფასებლის მიერ მიჩნეულ იქნა სანდოდ. ამასთან, შემფასებელი პასუხს არ აგებს ამ წყაროებიდან მიღებულ ინფორმაციებზე (იხ. „ანგარიში“ გამოყენებული ინფორმაციის ხასიათი, წყაროები და შემზღუდავი პირობები);
- ✓ შემფასებელი უშვებს, რომ შესაფასებელ კომპანიას აქვს ყველა აუცილებელი ლიცენზია, გადაწყვეტილება, სერთიფიკატი და შეთანხმება, რომელიც საჭიროა მისი ფუნქციონირებისათვის და აუცილებლობის შემთხვევაში, მათი გაგრძელება შესაძლებელია მომავალშიც;
- ✓ კომპანიას აქვს წარმოდგენილი 2017-2024 წლების აუდირებული ფინანსური ანგარიშგებები, ამიტომ კომპანიის მიერ წარმოდგენილი ინფორმაცია ცაითვალა სანდოდ, ამასთან პერიოდზე (2025 წლის 1 იანვრიდან - 2025 წლის 14 აგვისტო ჩათვლით) რომელზეც არ არის ჩატარებული ფინანსური აუდიტი გადამოწმდა ალტერნატიული პროცედურებით, როგორიც არის საგადასახადო დეკლარაციებთან შედარებითი ანალიზი, რესურსების მასშტაბების შეფასება. აღნიშნულის საფუძველზე ჩაითვალა, რომ ისინი სანდოა, სწორად ასახავენ კომპანიის

მიმდინარე მდგომარეობას და შეესაბამება ბუღალტრული აღრიცხვის მიღებულ სტანდარტებს, თუ სხვა რამ არ იქნება მითითებული;

- ✓ შემფასებელს არ მოუხდენია კომპანიის მფლობელობაში არსებული ძირითადი საშალებების და სასაქონლო მატერიალური ფასეულობების ისინვეტირება, იქედან გამომდინარე, რომ კომპანია აწარმოებს ინვენტარიზაციას² და ბუღალტრული აღრიცხვა იძლევა საშუალებას განხორციელდეს დაკვირვება ოპერაციებზე უწყვეტად კომპანიის მიერ წარმოდგენილი ფინანსური უწყისები და სააღრიცხვო დოკუმენტები ჩაითვალა სანდოდ;
- ✓ ვუშვებთ, რომ არ არსებობს რაიმე დამალული ან ფარული საკუთრების პირობები, რომელსაც შეიძლება ჰქონდეს გავლენა აქტივის ღირებულებაზე;
- ✓ მომავალში მოსალოდნელი მაჩვენებლების შეფასებები და მოლოდინები ეფუძნება კომპანიის მენეჯმენტის მიერ მოწოდებულ ინფორმაციას შემოსავლებისა და ხარჯების სტრუქტურაზე და აგრეთვე, ბაზრისა და კომპანიის სტრუქტურის ანალიზს;
- ✓ შემფასებელი უშვებს, რომ კომპანიის წილის რეალიზაციის დროს დამფუძნებლის და ურთიერთდამოკიდებული პირების ვალდებულებები გადაყვება, ამრიგად მათი ღირებულება კაპიტალის ნაწილად არ იქნება განხილული.

სპეციალური დაშვებები:

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

1.6. გარემოსდაცვითი, სოციალური და მმართველობითი ფაქტორები

გარემოსდაცვითი ფაქტორებიდან აღსანიშნავია რომ კომპანიას არ გააჩნია გარემოს დაცვა გარემოსდაცვითი რეგულაციებისა და საერთაშორისო სტანდარტების შესაბამისი სახელმძღვანელოები.

სოციალური ფაქტორებიდან აღსანიშნავია შრომის პირობები და კვალიფიციური კადრები – სასტუმროს სეზონური ხასიათი ზრდის კომპანიის ოპერაციულ რისკებს.

მმართველობითი ფაქტორების იდენტიფიცირება:

- **რეგულაციების დაცვა** – ადამიანური რესურსების მართვის სფეროში კომპანიის პრიორიტეტს წარმოადგენს ორგანიზაციული სტრუქტურის სრულყოფა/დახვეწა, თანამშრომელთა შრომის და სოციალური დაცვის გაუმჯობესება და შრომის ეფექტურობის ზრდა. კომპანიის საკადრო პოლიტიკა ორიენტირებულია ახალგაზრდა კადრების მოზიდვასა და არსებული კადრების კვალიფიკაციის ამაღლებაზე. კომპანიის თანამშრომლებს მუდმივად უტარდებათ ტრენინგები შრომის უსაფრთხოებასთან დაკავშირებით.
- **ფინანსური გამჭვირვალობა** – კომპანია აწარმოებს საერთაშორისო სტანდარტებთან შესაბამის ანგარიშგებას.
- **მენეჯმენტის სტრუქტურა** – კომპანიის მენეჯმენტში ჩართული არიან დამფუძნებელთან დაკავშირებული მხარეები, რაც ინტერესთა კონფლიქტების და მფლობელების მიერ ზედმეტი გავლენით გავლენას ახდენს საინვესტიციო მიმზიდველობა.

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

1.7. შეფასების ხარისხი

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

- ✓ მხედველობაში იქნა მიღებული ყველა მნიშვნელოვანი ფაქტორი, რომელიც გავლენას ახდენს შესაფასებელი ობიექტის ღირებულებაზე. ბოროტი განზრახვით არ ყოფილა უგულვებელყოფილი რაიმე ინფორმაცია. ყველა ინფორმაცია, რომელსაც აღნიშნული აქტივის შეფასებასთან აქვს კავშირი, წარმოდგენილია წინამდებარე ანგარიშში;
- ✓ ანგარიშში წარმოდგენილი ინფორმაცია არის სარწმუნო და შეესაბამება სინამდვილეს.
- ✓ ღირებულების შეფასების სხვადასხვა შედეგები, რომელიც წარმოდგენილია მოცემულ ანგარიშში, შეესაბამება მხოლოდ მოცემულ შეფასებას და არ შეიძლება გამოყენებული იქნას მოცემული ანგარიშის კონტექსტის გარეშე. ეს შეფასება ნამდვილია მხოლოდ შეფასების თარიღისათვის ან ანგარიშში მოცემული თარიღებისათვის და მხოლოდ შეფასების მიზნისათვის;
- ✓ ანალიზი, მოსაზრებები და დასკვნები, რომელსაც შეიცავს ანგარიში ეკუთვნის შემფასებლებს და სწორია აღნიშნული შეზღუდვების და დაშვებების ფარგლებში, რომლებიც მოცემული ანგარიშის განუყოფელ ნაწილს წარმოადგენს;
- ✓ შემფასებლებს არც ამჟამად და არც მომავალში არ გააჩნიათ რაიმე დაინტერესება შესაფასებელ ობიექტთან და მოქმედებენ მიუკერძოებლად. შემფასებლებს არ გააჩნიათ რაიმე დაინტერესება ან კავშირი მხარეებთან, რომლებიც დაკავშირებულნი არიან შესაფასებელ ქონებასთან. შემფასებლის ჰონორარი არ არის დამოკიდებული ობიექტის საბოლოო ღირებულებაზე. ასევე, იმ გარემოებებზე, რომლებიც შეიძლება წამოიჭრას დამკვეთის ან მესამე პირის მიერ ანგარიშში მოცემული დასკვნების გამოყენების შედეგად;
- ✓ „შეფასების ანგარიში“ წარმოადგენს მხოლოდ შემფასებლის პროფესიულ დასკვნებს და შესაბამისი სხვა სავარაუდო მომხმარებლების მიერ არ უნდა ჩაითვალოს გამოთქმული შეფასებები რწმუნებად. ამ დოკუმენტში წარმოდგენილი ანალიზი არ არის სავალდებულო სხვა სავარაუდო მომხმარებლებისათვის და არ უნდა ჩაითვალოს იმის რწმუნებად, რომ სხვა სავარაუდო მომხმარებლები აუცილებლად დაეთანხმება შემფასებლის დასკვნებს, ან სხვა სავარაუდო მომხმარებლების მიერ საწინააღმდეგო აზრის გამოთქმის შემთხვევაში დამკვეთს რაიმე უპირატესობა ექნება.
- ✓ ჩატარდა და ანგარიში დაიწერა მოქმედი შეფასების საერთაშორისო სტანდარტების (IVS 2025) მოთხოვნების შესაბამისად.

2. შესაფასებელი ობიექტის აღწერა და ბაზრის მიმოხილვა

2.1. შესაფასებელი ობიექტის აღწერა

კომპანიის შესახებ	
იურიდიული მისამართი:	საქართველო, ბათუმი, ლეხ და მარია კაჩინსკების ქ. N1
საიდენტიფიკაციო ნომერი:	445504482
საქმიანობის სფერო:	კომპანიის ძირითადი საქმიანობაა სასტუმროს ტიპის ობიექტების ფლობა ან/და მართვა და სასტუმროსთან დაკავშირებული სარესტორნო და სხვა შესაბამისი სერვისების მიწოდება როგორც

	საერთაშორისო, ასევე ადგილობრივი სტუმრებისთვის. კომპანია საანგარიშგებო პერიოდში საიჯარო ხელშეკრულებების საფუძველზე.
წილი სხვა საწარმოებში:	არ ფიქსირდება
დაფუძნების თარიღი:	31/03/2017
დამფუძნებლები:	სს „მეტრო თიჯარი ვე მალი იათირიმლარ“ (თურქეთის რესპუბლიკა) – 94.4% სს „მეტრო ავრასია ინვესტმენტ ჯორჯია“ – 4.5% სს „მეტრო ატლას ჯორჯია“ – 1%
მმართველი ორგანო:	• საერთო კრება • დირექტორი <u>სამეთვალყურეო საბჭო თავმჯდომარე/წევრი:</u> ქრისტინა გაგარკინა, 75 4684104 /რუსეთის ფედერაცია/ <u>თავმჯდომარის მოადგილე/წევრი:</u> ლარა ოზთურქ, 24275057798, U24828300, 61791008290 /თურქეთი/ <u>წევრი:</u> ჩილდემ ოზთურქ ფულათოღლუ, 51292599338 /თურქეთი/ <u>ხელმძღვანელობა და წარმომადგენლობა</u> <u>დოლუქან ქალიონჯუ, 70021069522 , 61691014451 /თურქეთი/</u> <u>ერთობლივი</u>
საკუთრებაში არსებული არასაოპერაციო უძრავი ქონება:	არ ფიქსირდება
სხვა არასაბალანსო აქტივები:	არ ფიქსირდება

კომპანიის საქმიანობა

სს „მეტრო ეიფორია ჰოტელ ბათუმი“-ს ძირითადი საქმიანობაა სასტუმროების ფლობა და მართვა. კომპანია ოპერირებს როგორც საკუთრებაში არსებულ, ისე იჯარით აღებულ სასტუმროებს. ძირითადი შემოსავალი ფორმირდება სასტუმრო მომსახურებებიდან – ნომრების გაქირავება, საკვები და სასმელი, სპა და ფიტნეს სერვისები, ღონისძიებების გამართვა და სხვა დამატებითი სერვისები

კომპანიის საქმიანობა კონცენტრირებულია ბათუმში, სადაც ტურისტული ნაკადები და ბიზნეს კონფერენციები მნიშვნელოვან ბაზარს ქმნის.

- Euphoria Hotel Batumi – კომპანიის საკუთრებაში არსებული მთავარი ობიექტი, 455 ნომრით. უზრუნველყოფილია სრული ინფრასტრუქტურით: რესტორანი, ბარი, სპა, ფიტნეს დარბაზი, დახურული და ღია აუზები. მდებარეობს ზღვიდან 200 მეტრში, რაც მას ტურისტული დანიშნულებით მნიშვნელოვან სასტუმროდ აქცევს.
- Legend Hotel Batumi Convention Center & Spa – 590 ნომრიანი, 5 ვარსკვლავიანი სასტუმრო, გათვლილი მაღალი დონის მომსახურებაზე. აქცენტი კეთდება ბიზნეს-კონფერენციებსა და სპა სერვისებზე.
- Intourist Palace Hotel & SPA – მდებარეობს ძველ ბათუმში, 149 ნომრით. ეს ობიექტი უფრო ისტორიულ-ტურისტულ სეგმენტზეა ორიენტირებული, მოემსახურება როგორც ბიზნეს, ასევე დასვენების მიზნით ჩამოსულ ვიზიტორებს.
- Sky Tower Hotel – 104 ნომრიანი სასტუმრო, რომელიც მდებარეობს ახალი ბულვარის მოპირდაპირედ. გააჩნია რესტორანი და დახურული აუზი.

- Business Legend Batumi – 109 ნომრიანი სასტუმრო, უფრო მეტად ბიზნეს სეგმენტზე ორიენტირებული.
- City Hotel Batumi – 118 ნომრიანი სასტუმრო, საშუალო კატეგორიის სტუმრებისთვის.
- Euphoria Apartments – 108 აპარტამენტი, რაც მიუთითებს კომპანიის დივერსიფიკაციაზე საცხოვრებელი ტიპის ტურიზმის მიმართულებით

კომპანია უზრუნველყოფს სრულ სასტუმრო ინფრასტრუქტურას. ძირითადი შემოსავალი მოდის ნომრების გაქირავებაზე, მაგრამ დამატებით მნიშვნელოვანი წილი უკავია:

- სარესტორნე მომსახურებას – მრავალრიცხოვანი რესტორნები, ბარები და კვების ობიექტები.
- სპა და ფიტნეს სერვისებს – მათ შორის საუნა, მასაჟი, სილამაზის პროცედურები, სავარჯიშო დარბაზი.
- ღონისძიებების სერვისებს – კონფერენციები, ქორწილები, ბიზნეს შეხვედრები, განსაკუთრებით Legend Hotel Convention Center-ში.
- საპორტო სერვისებს – აუზები, ტურისტული მომსახურება, ტრანსფერი, დამატებითი გართობა.

როგორც ვხედავთ, კომპანიის საქმიანობა მოიცავს როგორც პირველი კლასის სასტუმროების ოპერირებას, ასევე საშუალო და აპარტამენტურ სეგმენტს. ამ გზით კომპანია ცდილობს დაიკავოს ბაზრის სხვადასხვა ნიშა – პრემიუმ, ბიზნეს და ტურისტული.

კომპანიის პარტნიორები

კომპანიის სააქციო კაპიტალი შედგება 60,529,922 ცალი ჩვეულებრივი აქციისგან 1 ლარიანი ნომინალური ღირებულებით (ერთეულებში). ავტორიზირებული სააქციო კაპიტალი არის სრულად გამოშვებული და შევსებული. საანგარიშგებო პერიოდის განმავლობაში სააქციო კაპიტალში ცვლილებები არ განხორციელებულა. 2020 წლის 11 აგვისტოს კომპანიის აქციები განთავსდა საქართველოს საფონდო ბირჟაზე. კერძოდ B კლასის აქციები (ISIN GE1100003932) დაშვებულ იქნა საქართველოს საფონდო ბირჟის B კატეგორიის ლისტინგში და სავაჭრო სისტემაში. აქციებს მიენიჭა საბირჟო კოდი (ტიკერი) - MEHBB. საფონდო ბირჟაზე განთავსდა 54,476,929 B კლასის აქცია, თითოეულის ნომინალური ღირებულება - 1 ლარია, ხოლო A კლასის 6,052,993 აქცია ნომინალური ღირებულებით 1 ლარი. აქციონერთა სტრუქტურა აქციათა კლასის მიხედვით განისაზღვრება შემდეგნაირად: (A) კლასის აქციათა პროცენტულობა - 10%, (B) კლასის აქციათა პროცენტულობა - 90%. აქციონერთა კრებაზე, (A) კლასის 1 აქცია უზრუნველყოფს 15 ხმის უფლებას, ხოლო (B) კლასის 1 აქცია უზრუნველყოფს 1 ხმის უფლებას. სამეთვალყურეო საბჭოს წევრები აირჩევიან (A) კლასის აქციათა მფლობელების მიერ. 2024 წლის 31 დეკემბრის მდგომარებით კომპანიის A კლასის აქციების 100%-ს, ხოლო B კლასის 94,4%-ს ფლობდა სს „მეტრო თიჯარი ვე მალი იათირიმლარ ჰოლდინგ“.

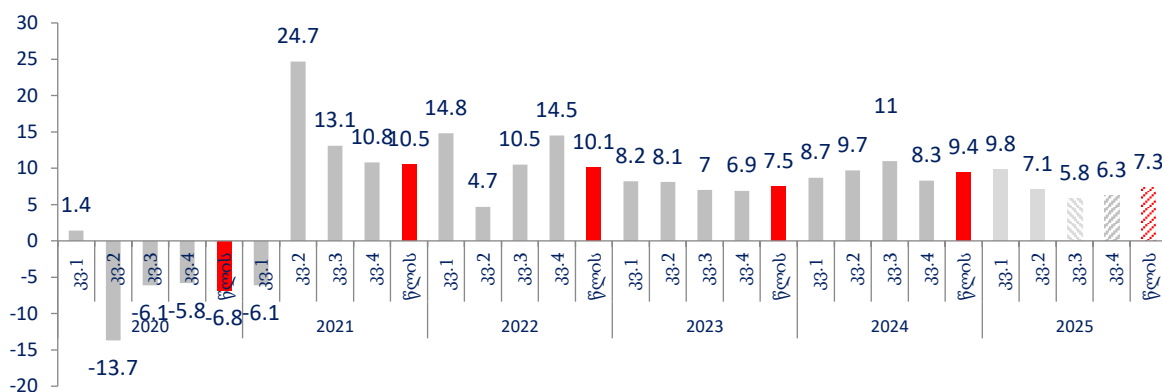
2.2. ბაზრის მიმოხილვა

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

ცვლილებები საპროცენტო განაკვეთებსა და დასაქმების დონეში განსაზღვრავენ კერძო განკარგვად შემოსავლებს და შესაბამისად მოხმარებას. დაბალი საპროცენტო განაკვეთები

ამცირებენ ფინანსურ ხარჯებს ბიზნეს ინვესტიციებზე ძირითად საშუალებებსა და ინვენტარში და ბაზრის განვითარების ძირითადი მამოძრავებელი მაჩვენებელია. ქვემოთ მოცემულია ამ და სხვა ეკონომიკური ფაქტორების შეფასება და მათი გავლენა საწარმოო საქმიანობაზე.

მშპ რეალური ზრდის ტემპები



წყარო: geostat.ge და iset-pi.ge

ISSET-ის კვლევითი ინსტიტუტის მიხედვით 2025 წლის იანვარ-ივლისში საქართველოს ეკონომიკა საშუალოდ 8%-ით გაიზარდა, ხოლო ივლისში ზრდის ტემპი შენედა და 7.1% შეადგინა. წლის დასაწყისში განსაკუთრებით ძლიერი იყო Q1-ის მაჩვენებელი (9.8%), რასაც დიდი წვლილი შინამეურნეოების მოხმარებამ, ტრანსპორტისა და ვაჭრობის სექტორებმა შეიტანეს, მაშინ როცა მშენებლობა და წარმოება შედარებით სუსტ დინამიკას აჩვენებდა. მთლიანობაში, 2025 წლის ეკონომიკური ზრდა ეროვნულ ბანკსა და ISSET-ის პროგნოზით 7–7.4%-ის ფარგლებშია, ხოლო საერთაშორისო სავალუტო ფონდი და ევროკომისია უფრო ფრთხილი შეფასებებით შემოიფარგლებიან – შესაბამისად 7.2% და 5–6%.

ინფლაციის დინამიკა შედარებით სტაბილურია: ივნისსა და ივლისში წლიურმა ინფლაციამ 4.0–4.3% შეადგინა, მაშინ როცა ძირითადი ინფლაცია მხოლოდ 2.2–2.4% იყო. ეს მიანიშნებს, რომ მოთხოვნის ფაქტორები შესუსტებულია და ინფლაციური ზეწოლა ძირითადად გარეგან კომპონენტებს უკავშირდება. ეროვნული ბანკის პროგნოზით, 2025 წლის საშუალო ინფლაცია იქნება 3.8%, რაც მცირედით აჭარბებს მიზნობრივ 3%-ს, თუმცა 2026 წლიდან მოსალოდნელია მიზნობრივ მაჩვენებელთან დაბრუნება.

ამ კონტექსტში ეროვნული ბანკი ინარჩუნებს 8%-იან მონეტარულ განაკვეთს და მკაფიოდ მიანიშნებს, რომ არსებული პოლიტიკა საკმარისია როგორც ინფლაციის დასარეგულირებლად, ისე ზრდის მხარდასაჭერად. წლიური მონაცემები აჩვენებს, რომ 2023 წლის 7.8%-იანი ზრდის და 2024 წლის თითქმის 9%-იანი ზრდის შემდეგ, 2025 წელს საქართველოს ეკონომიკა შედარებით შემცირებული, მაგრამ მაინც მაღალი ტემპით (7%-ის გარშემო) იზრდება.

სამომხმარებლო ფასების ინდექსი



წყარო: geostat.ge

სექტორის მიმოხილვა

სასტუმროების და რასტორნების სექტორს მთლიან შიდა პროდუქტში 2013-2019 წლებში საშუალოდ სასტუმროების სეგმენტი საშუალო წლიურად 26%-ით იზრდებოდა. 2023 წელს სასტუმროების ბრუნვა ჯერ კიდევ არ გაუტოლდა პანდემიამდელ მდგომარეობას საშუალო წლიურ 38%-იანი ზრდის მიუხედავად.

სტატისტიკის სამსახურის მონაცემების მიხედვით წმინდა დამატებული ღირებულების 2013-2024 წლებში საშუალო მნიშვნელობა განსახილველი სეგმენტისათვის შეადგენს დაახ. 27%. ჩვენ განვახორციელეთ 2022-2023 წლების ბათუმის სასტუმროების ფინანსური ანგარიშგებების ანალიზი. ჩვენ გავაანალიზეთ Wyndham, Sheraton, Welmond, Hilton, Redison, Paragraph მფლობელი კომპანიების ფინანსური ანგარიშგებების ანალიზი და ნორმალიზება.

ბათუმის მაღალი კლასის სასტუმროების 2023 და 2022 წლების კრებითი ფინანსური მონაცემების შედარება აჩვენებს, რომ სექტორი ზოგადად მომგებიანი დარჩა, თუმცა ოპერაციული ეფექტიანობა გარკვეულწილად შემცირდა. Gross Profit სტაბილურია – 2023 წელს საშუალოდ 63% (2022-ში 65%), თუმცა EBIT-ის საშუალო მნიშვნელობა მკვეთრად დაეცა 8%-მდე (2022-ში 16%), რაც მიუთითებს ოპერაციული ხარჯების ზრდასა და მოგების შემცირებაზე. EBITDA-მაც დააფიქსირა კლება – 2023 წელს 22%, წინა წლის 30%-თან შედარებით, რაც ასევე ასახავს ხარჯვითი ზეწოლის ზრდას.

ფულადი სახსრების მაჩვენებელი სტაბილურად დაბალ დონეზეა (9% 2023-ში, 10% 2022-ში), მაშინ როცა საშუალო კაპიტალი (WC) კვლავ უარყოფითია და გაუარესდა -13%-მდე (წინა წელს -11%). პერსონალის ხარჯების წილი გაიზარდა და 2023-ში 22%-ს მიაღწია (2022-ში 19%), რაც მიანიშნებს ხელფასების ზრდასა და საშუალო ძალის ძვირადღირებულობაზე. ოპერაციული ხარჯების სტანდარტული გადახრა მაღალია (25%), რაც ასახავს სხვადასხვა სასტუმროს განსხვავებულ ეფექტიანობას, თუმცა მთლიანობაში ხარჯები გაიზარდა.

ინვესტიციების და სტრუქტურული მაჩვენებლების მიხედვით, CAPEX-ის წილი 2023 წელს გაიზარდა 5%-მდე (2022-ში 3%), რაც მიუთითებს განახლებებზე, მაგრამ სესხების მომსახურების ტვირთის ფონზე (D/A ~115%) სტაბილური რჩება.

ცხრილი 7 სასტუმროების სეგმენტის მონაცემები, მლნ ლარი

	ბრუნვა	მთლიანი გამოშვება	დამატებული ღირებულება	შრომითი დანახარჯები	შუალედური მოხმარება	საკონლის და მომსახურების ყიდვა	წმინდა დამატებული ღირებულების მარჟა
2013	278	281	143	59	137	134	30%
2014	300	303	155	70	147	162	28%
2015	457	459	250	102	209	207	32%

2016	570	591	313	131	279	330	31%
2017	723	727	410	169	317	350	33%
2018	919	921	471	229	451	458	26%
2019	1132	1145	721	272	424	476	39%
2020	409	430	195	161	236	232	7%
2021	726	716	357	187	359	357	23%
2022	973	995	536	267	458	452	27%
2023	1094	1136	567	323	568	556	19%
2024		1,391		358		669	

წყარო: სტატისტიკის სამსახური

	2023				2022			
	AVERAGE	STDEV	MEDIAN	TOTAL	AVERAGE	STDEV	MEDIAN	TOTAL
Gross Profit	63%	13%	57%	64%	65%	11%	61%	68%
EBIT	8%	15%	8%	28%	16%	20%	16%	39%
EBITDA	22%	11%	24%	35%	30%	17%	31%	46%
CASH	9%	7%	9%	12%	10%	7%	11%	12%
WC	-13%	13%	-17%	-3%	-11%	11%	-12%	-4%
salary	22%	7%	21%	20%	19%	7%	17%	17%
Operating costs	18%	25%	8%	13%	14%	27%	8%	9%
Depreciation costs	19%	9%	18%	19%	18%	9%	18%	17%
CAP EXP	5%	5%	3%	5%	3%	2%	4%	3%
D/A	115%	89%	118%	117%	109%	89%	109%	109%

წყარო: SARAS-ის ბაზა

ჩვენს მიერ გაანალიზდა კომპანიები საერთაშორისო ბაზრებზე: *Hilton Worldwide Holdings Inc.* (64.8 მლრდ) და *Marriott International, Inc.* (მონაცემი ცხრილში მითითებული არ არის, თუმცა ის გლობალური ლიდერია). ამავე ბაზარზე ოპერირებენ საშუალო და მცირე ზომის კომპანიებიც: *Choice Hotels International, Inc.* (6.05 მლრდ), *Host Hotels & Resorts, Inc.* (11.2 მლრდ), *Hyatt Hotels Corporation* (14.1 მლრდ), *Park Hotels & Resorts Inc.* (2.15 მლრდ), *Pebblebrook Hotel Trust* (1.23 მლრდ), *RLJ Lodging Trust* (1.13 მლრდ) და *Wyndham Hotels & Resorts, Inc.* (6.68 მლრდ).

გლობალური სასტუმრო ინდუსტრიის წამყვანი კომპანიების შეფასების მაჩვენებლები მიუთითებს, რომ სექტორი 2024 წელს მაღალი შეფასების მულტიპლიკატორებით ხასიათდებოდა, თუმცა პროგნოზებში ჩანს თანდათანობითი კორექცია. EV/Sales 2024 წელს 4.16 იყო, რაც ასახავს ბაზრის ოპტიმიზმს, მაგრამ 2025–2026 წლებში მნიშვნელოვნად ეცემა (2.77 და 2.72), რასაც შეესაბამება შედარებით ზომიერი გაყიდვების ზრდის ტემპი (CAGR 7% 2022–2024 წლებში და 5% 2025–2027-ში). ანალოგიურად, EV/EBITDA 2024-ში 14.7-დან 2026 წლისთვის მცირდება 11.5-მდე, რაც მიუთითებს მოგების ზრდის სტაბილიზაციასა და შეფასების დაბალ ტემპზე.

მოგებიანობის თვალსაზრისით, სექტორი ინარჩუნებს ძლიერ პოზიციებს: EBITDA margin 2024-ში 26%, EBIT margin 2025–2027 წლებში საშუალოდ 16%, ხოლო მთლიანი მარჟა 39% და წმინდა მოგების მარჟა 14% აჩვენებს ოპერაციულად გამყარებულ სტრუქტურას. კაპიტალური დანახარჯები პროგნოზით გაყიდვების 6%-ს შეადგენს, რაც ზომიერი ინვესტიციური აქტივობის ნიშანია.

ფინანსური სტრუქტურა ზომიერია – D/C 0.268 და D/E 0.366, რაც ასახავს სესხზე დაბალ დამოკიდებულებას. ბეტას მაჩვენებლები (Levered 1.36, Unlevered 0.78) მიუთითებს, რომ სექტორი უფრო ცვალებადია ბაზართან შედარებით, თუმცა არა რეადიკალურად. P/E 2024-ში 19.6-დან 2025-ში იზრდება 25.2-მდე, რაც ბაზრის მოლოდინებში დროებით გაძლიერებულ ოპტიმიზმს გამოხატავს, თუმცა 2026-ში ისევ მცირდება 20.55-მდე. P/B 2024-ში 0.6 მიუთითებს, რომ სექტორის საბალანსო ღირებულება შედარებით დაბალი ფასით ფასდება.

EV/Sales	2024	4.16	Sales Growth CAGR	(2022 - 2024)	7%
	2025	2.77	Sales Growth CAGR	(2025 - 2027)	5%
	2026	2.72	Avg. EBIT Margin	(2025 - 2027)	16%

EV/EBITDA	2024	14.7	Avg. Capex as % of Sales (2025 - 2027)		6%
	2025	12.3	Gross Margin		2024 39%
	2026	11.5	EBITDA		2024 26%
EV/EBIT	2024	20.3	Net Profit Margin		2024 14%
	2025	21.7	Financing Structure		D/C 0.268
	2026	18.8			D/E 0.366
P/E	2024	19.6			Credit spread 0.0033
	2025	25.2	Beta	Beta Levered	1.36
	2026	20.55		r2	0.418
P/B	2024	0.6			Beta Unlevered 0.78

წყარო: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/>

სასტუმროების ანალიზის მიხედვით სასტუმროებში საშუალო ADR 2022-2023 წლებში 115 დან 121 დოლარამდე გაიზარდა, ხოლო საშუალო დატვირთულობა 60-65% ფარგლებში მერყეობდა. TBC Capital-ის კვლევის მიხედვით 2024 წელს 2023 წელთან შედარებით თბილისის სასტუმროების ბაზარზე მნიშვნელოვანი ცვლილებები არ ჰქონია. ბათუმური სასტუმროებისათვის ჩატარებული გამოკვლევის მიხედვითაც მნიშვნელოვანი ცვლილებები სასტუმროს ADR-სა და დატვირთულობაში 2024 წელს არ ჰქონია.

აგრეთვე პანდემიამდე 4 ვარსკვლავზე დაბლა სასტუმროებში საშუალო დატვირთულობა 54%-დან 19% მდე, ხოლო საშუალო ADR 144 ლარიდან 84 ლარამდე შემცირდა. 2019 წლის მაგალითზე საშუალო ADR პიკს მაისი-ოქტომბრის სეზონზე აღწევდა და 188 ლარს შეადგენდა, ხოლო დატვირთულობა 59%, მაშინ როცა მინიმუმის თვეებში, საშუალო ADR 156 ლარი იყო, ხოლო დატვირთულობა 36%. იგივე სეზონურობით ხასიათდებოდა 4 ვარსკვლავზე ნაკლების სასტუმროებიც. საშუალო EBITDA მარჯები 2019 წელს 38%-ს შეადგენდა, რაც 2021 წლებში 27%-მდე შემცირდა.

ჩვენს მიერ გაანალიზდა სექტორში არსებული არასაჯარო კომპანიების გაყიდვებიც. ამ მიზნით შეირჩა შემდეგი კომპანიები: Latvian business (შემდგომში: LB) , KickerTech Malta Limited (შემდგომში: KT), Novaturas AB (შემდგომში: NAB), KDB Games Ltd. (შემდგომში: KDB), Atlas LLC (შემდგომში: Atlas), Tek-Art Insaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatirimlar Anonim Sirketi (შემდგომში: TAITTS), Mars LLC (შემდგომში: Mars).

ქვეყანა	თარიღი	შემძენილი წილი	გარიგების ღირებულება GBPm	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
LB	ლატვია	22/05/2023	100%	25	2.75	10.00	-
KT	ლიეტუვა	26/10/2022	80%	12	5.96	-	11.90
NAB	ლიეტუვა	04/06/2020	26%	-	-	-	119.60
KDB	ბელარუსი	29/08/2019	100%	0	0.53	-	-
Atlas LLC	საქართველო	01/02/2019	51%	101	3.09	9.90	-
TAITTS	თურქეთი	02/05/2018	15%	-	-	-	14.80
Mars LLC	საქართველო	05/03/2018	51%	37	2.38	6.70	-
TAITTS	თურქეთი	25/01/2018	10%	-	-	-	12.60
მედიანა	-	-	-	-	2.75	9.90	11.90
							14.80

წყარო: S&P Capital IQ

მულტიპლიკატორის მაჩვენებლების არასაჯარო და საჯარო კომპანიებისათვის მნიშვნელოვნად განსხვავდება ერთმანეთისგან. აღსანიშნავია, რომ განსხვავებულია ბაზრებიც შესაბამისად მულტიპლიკატორი ითვალისწინებს, ბაზრის რისკიანობის ფაქტორსაც.

სხვა თავისთავად აღსანიშნავია ისე გარემოება, რომ საქართველოს საგადასახადო და ბიზნეს კანონმდებლობა ექვემდებარება განსხვავებულ ინტერპრეტაციებს და ხშირ ცვლილებებს.

საქართველოს მომავალი ეკონომიკური მიმართულება მნიშვნელოვნად დამოკიდებულია, პოლიტიკურ კონიუნქტურაზე და შესაბამისი მთავრობის მიერ გატარებული ეკონომიკური, ფინანსური და მონეტარული პოლიტიკაზე, ასევე, სამართლებრივ, მარეგულირებელ და პოლიტიკური გარემოზე.

2.3. აღრიცხვის მიმოხილვა

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

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

ბალანსი ათასი ლარი, ისტორიული მონაცემები

	2022	2023	2024	2025 14 აგვისტო
ნაღდი ფული და მისი ექვივალენტები	25	6	6	646
სავაჭრო და სხვა მოთხოვნები	15547	21872	33600	39845
სასაქონლო მატერიალური მარაგები	427	495	449	4403
მიმდინარე აქტივები	15999	22373	34055	42049
ძირითადი საშუალებები	55117	52390	50580	46853
აქტივების გამოყენების უფლება	4701	3675	2649	121
არამატერიალური აქტივები	0	19	10	43
გრძელვადიანი აქტივები	59818	56084	53239	47017
სულ აქტივები	75817	78457	87294	89066
მიმდინარე ვალდებულებები	849	2766	5296	5765
საიჯარო ვალდებულებები მიმდ.	1018	977	1093	0
მიმდინარე ვალდებულებები	1867	3743	6389	5765
საიჯარო ვალდებულებები	3838	2844	1874	0
გრძელვადიანი ვალდებულებები	3838	2844	1874	0
ვალდებულებები	5705	6587	8263	5765
სააქციო კაპიტალი	60530	60530	60530	60530
გაუნაწილებელი მოგება	9582	11340	18500	25616
კაპიტალი	70112	71870	79030	86146
ვალდებულებები+კაპიტალი	75817	78457	87293	91911

კომპანიის აქტივების და ვალდებულებების ანალიზის მიხედვით შეიძლება შემდეგი საკითხების გამოყოფა:

- 1) ურვეულო და არარეგულარული მუხლები - არ გვხვდება არსებითი მნიშვნელობის ურვეულო და არარეგულარული მუხლები.
- 2) უმოქმედო აქტივები - ბიზნესის სპეციფიკიდან გამომდინარე ასევე ვთვლით რომ კომპანიას არ გააჩნია არსებითი ჭარბი და უმოქმედო აქტივები, თუმცა DCF მეთოდის გამოყენების დროს ნაღდი ფულის ნაშთები განხილული იქნება, როგორც ჭარბი აქტივები. კომპანიას

გააჩნია მოთხოვნების დაკავშირებულ მხარესთან 36,461 ათასი ლარი, რაც აგრეთვე განხილულ იქნა ჭარბ აქტივად.

- 3) საბრუნავი კაპიტალი განსაზღვრის დროს გამორიცხულ იქნა ურთიერთდაკავშირებული მხარის მიმართ არსებული მოთხოვნები.

	2022	2023	2024
საბრუნავი კაპიტალი (WC)	0.64%	-5.69%	-11.93%

- 4) კომპანიას გრძელვადიან ვალდებულებებით აღრიცხული აქვს საიჯარო ვალდებულებები, თუმცა შეფასების თარიღისათვის წარმოდგენილ ბრუნვათა უწყისში აღნიშნული გამოყოფილი არ არის.
- 5) ვალდებულებები - კომპანია სასესხო ვალდებულებები

ქვემოთ განხილულია კომპანიის მოგება-ზარალი

მოგება-ზარალი GEL ,000			
ისტორიული მონაცემები			
	2022	2023	2024
ამონაგები	29,986	34,596	36,426
სხვა შემოსულობა	949	30	131
სულ შემოსავალი	30,935	34,626	36,557
ხელფასი და სხვა სარგებელი	4,853	8,906	8,054
გახარჯული მასალები	3,941	4,883	4,605
იჯარის ხარჯი	3,700	4,074	3,698
კომუნალური ხარჯი	2,561	3,321	3,319
ცვეთა და ამორტიზაცია	3,772	4,272	3,038
სხვა საოპერაციო ხარჯი	5,406	6,636	5,621
საოპერაციო მოგება	6,702	2,534	8,222
ფინანსური შემოსავალი	380	36	-
ფინანსური ხარჯი	140	291	237
წმინდა მოგება/ზარალი სავალუტო ოპერაციებიდან	67	33	-182
მოგება დაზღვევამდე	7,009	2,312	7,803
მოგების გადასახადი (23)	-	-	-
წმინდა მოგება (24)	7,009	2,312	7,803
კაპიტალური დაანხარვები	1,182	1,035	316

უჩვეულო და არარეგულარული მუხლები - არ გვხვდება არსებითი მნიშვნელობის უჩვეულო და არარეგულარული მუხლები. შეფასებული სასტუმროს 2022–2024 წლების მაჩვენებლების ანალიზი აჩვენებს გარკვეულ ციკლურობას როგორც მოგებიანობაში, ისე ხარჯების სტრუქტურაში. EBITDA 2022 წელს იყო 34%, რაც საკმაოდ მაღალი მარჟაა, თუმცა 2023-ში მკვეთრად დაეცა 20%-მდე, რაც მიუთითებს ოპერაციული ეფექტიანობის პრობლემებზე, თუმცა 2024-ში აღდგა და ისევ 31%-ს მიაღწია. ანალოგიური სურათია EBIT-ის დინამიკაშიც: 22% 2022-ში, მხოლოდ 7% 2023-ში, და კვლავ 22% 2024-ში, რაც ადასტურებს, რომ 2023 წელი კომპანიისთვის შედარებით სუსტი ოპერაციული წელი იყო.

ფულადი რესურსების მართვის თვალსაზრისით, სამუშაო კაპიტალი (WC) 2022-ში მცირე დადებითი იყო (1%), მაგრამ უკვე 2023-ში გახდა უარყოფითი (-6%) და 2024-ში კიდევ უფრო გაუარესდა (-12%). ეს მიუთითებს კომპანიის ლიკვიდობის პრობლემებზე და საჭიროებს ფულის ნაკადების უკეთ მართვას. ხარჯების სტრუქტურა შემდეგნაირად განვითარდა: ხელფასების წილი მკვეთრად გაიზარდა 2022 წლის 16%-დან 2023-ში 26%-მდე, ხოლო 2024-ში მცირედით შემცირდა

22%-მდე. მასალების ხარჯი სტაბილურია 13–14% ფარგლებში, ოპერაციული ხარჯები კი 2022–2023 წლებში მაღალი იყო (38–41%), მაგრამ 2024-ში შემცირდა 35%-მდე, რაც პოზიტიურია.

Capex-ის მაჩვენებელი ყოველწლიურად მცირდება: 2022-ში 4%, 2023-ში 3%, ხოლო 2024-ში მხოლოდ 1%. ეს მიუთითებს ინვესტიციების შემცირებაზე, რაც მნიშვნელოვანი პროექტების დასრულებით.

	2022	2023	2024
EBITDA	34%	20%	31%
EBIT	22%	7%	22%
WC	1%	-6%	-12%
salary	16%	26%	22%
material costs	13%	14%	13%
Operating costs	38%	41%	35%
Depreciation costs	12%	12%	8%
CAP EXP	4%	3%	1%

კომპანიის EBITDA-ს მაჩვენებლები ძირითადად იმეორებს, როგორც საერთაშორისო დონეზე არსებულ რეალობას (2024 წლის საშუალო 26%), ისე საქართველოს ბაზარზე არსებულ რეალობას (2022-2023 წლების საშუალო 26%) და საშუალო მაჩვენებლების საშუალოდ ერთ დიაპაზონშია (26-28%) განსაზღვრული. ხარჯების უმეტესობა ცვალებადი ხარჯების წესის მიხედვით იქცევა და შემოსავლის პროპორციულად იცვლება, ამიტომ საშუალო EBITDA-ზე მოდელის დაფუძნება სანდო შეფასების საშალოებას მოგვცემს.

2024	ეიფორია ჰოტელ ბათუმი	ლეჯენდ ჰოტელ ბათუმი	სქაი თაუერი	ინტურისტ პალასი	ეიფორია აპარტამენტ ები	ბიზნეს ლეჯენდ ჰოტელი	სითი ჰოტელ ბათუმი	სულ
ამონაგები სასტუმროს საქმიანობიდან								
ამონაგები ოთახებიდან	15,827	4,470	3,002	2,907	1,136	231	-	27,573
ამონაგები საკვები მომსახურებიდან	4,173	1,223	313	396	68	48		6,221
ამონაგები დამატებითი მომსახურებიდან	442	984	7	12				1,445
სულ	20,442	6,677	3,322	3,315	1,204	279	-	35,239
ქეითერინგი	1,000	187						1,187
სულ	21,442	6,864	3,322	3,315	1,204	279	-	36,426
2023	ეიფორია ჰოტელ ბათუმი	ლეჯენდ ჰოტელ ბათუმი	სქაი თაუერი	ინტურისტ პალასი	ეიფორია აპარტამენტ ები	ბიზნეს ლეჯენდ ჰოტელი	სითი ჰოტელ ბათუმი	სულ
ამონაგები სასტუმროს საქმიანობიდან								
ამონაგები ოთახებიდან	13,914	8,523	1,743	1,583	883	377	-	27,023
ამონაგები საკვები მომსახურებიდან	559	233	-	49	-	-	-	841
ამონაგები დამატებითი მომსახურებიდან	1,252	-	-	-	-	-	-	1,252
სულ	15,725	8,756	1,743	1,632	883	377	-	29,116
ქეითერინგი	678							678
სულ	16,403	8,756	1,743	1,632	883	377	-	29,794
2022	ეიფორია ჰოტელ ბათუმი	ლეჯენდ ჰოტელ ბათუმი	სქაი თაუერი	ინტურისტ პალასი	ეიფორია აპარტამენტ ები	ბიზნეს ლეჯენდ ჰოტელი	სითი ჰოტელ ბათუმი	სულ
ამონაგები სასტუმროს საქმიანობიდან								
ამონაგები ოთახებიდან	11,665	5,410	2,873	2,307	1,079	751	300	24,385
ამონაგები საკვები მომსახურებიდან	4,689	2,095	290	415	3	160	67	7,719
ამონაგები დამატებითი მომსახურებიდან	646	194	10	39	5	2		896

სულ	17,000	7,699	3,173	2,761	1,087	913	367	33,000
ქეითერინგი	1,596							1,596
სულ	18,596	7,699	3,173	2,761	1,087	913	367	34,596

კომპანიას საკორეაზია ეიფორია ჰოტელ ბათუმი, დანარჩენი სასტუმროები იჯარით აქვს აღებული და სასტუმროს საქმიანობას ახორციელებს. რეალურად სითი ჰოტელ ბათუმი და ბიზნეს ლეჯენდ ჰოტელი არ ფუნქციონირებს ბოლო წლებში, თუმცა მიუხედავად ამისა ჩვენს მიერ შეფასებულ იქნა აღნიშნული სასტუმროებიდან მომავალში მისაღები შემოსავლები.

	ეიფორია ჰოტელ ბათუმი	ლეჯენდ ჰოტელ ბათუმი	სქაი თაუერი	ინტურისტ პალასი	ეიფორია აპარტამენტები	ბიზნეს ლეჯენდ ჰოტელი	სითი ჰოტელ ბათუმი
ნომრები	455	590	104	149	108	109	118
2023 დატვირთულობა	46%	18%	56%	34%	57%	20%	0%
2024 დატვირთულობა	52%	15%	55%	37%	54%	7%	0%
ADR 2023	181	223	82	87	39	46	-
ADR 2024	185	142	143	143	53	89	-

აქტიურად მოქმედი სასტუმროებია ეიფორია ჰოტელ ბათუმი, სქაი თაუერი, ეიფორია აპარტამენტები, სადაც დატვირთულობის მაჩვენებელი 52-56% დიაპაზონში მერყეობს. ADR განსხვავებულია სასტუმროების მიხედვით. 2025 წლის ანალიზი აჩვენებს, რომ ადგილი აქვს დატვირთულობის შემცირებას საშალო ყველა სასტუმროში.

ამრიგად ფულადი ნაკადების პროგნოზი უნდა განხორციელდეს ინდივიდუალურად სასტუმროების ინდივიდუალური ტიპის და პარამეტრების მიხედვით და იჯარით აღებულ სასტუმროებში ხარჯების სტრუქტურაში გათვალისწინებულ უნდა იქნას საბაზრო საიჯარო ხარჯები. საბოლოოდ უნდა მოხდეს ერთიან ფულადი ნაკადების მოდელში შედეგების აკუმულირება და მთლიანი ღირებულების განსაზღვრა.

2.4. რისკების მიმოხილვა

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

აქედან გამომდინარე, ინდივიდუალური რისკის პრემია შეიძლება დაემატოს კაპიტალის ღირებულებას. რაც უფრო მაღალია რისკი, მით უფრო მაღალია კაპიტალის პრემიის ღირებულება. კომპანიის ზომის მაღალი წონა შეესაბამება Duff & Phelps-ის მიერ შემოთავაზებულ ზომას³.

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

³ ყურადღება: ყველაზე სტანდარტიზებული და სასამართლო შეფასების დავალებებისას, ასეთი პრემია შესაძლოა ძნელი დასაბუთებული იყოს.

საერთო ჯამში სპეციფიკური რისკი განისაზღვრა $5\%+2.5\%(2.74-3)=4.4\%$ -ით. ხოლო მულტიპლიკატორის ფასდათმობის ფაქტორი $30\%+15\%(2.74-3)=26.1\%$

სახელი	ნაკლები რისკი	რანგი					მეტი რისკი	წონა	შეწონილი მნიშვნელობა
1 2 3 4 5									
ზოგადი									
კომპანიის ზომა	დიდი						მცირე	25.00%	0.50
პოზიცია	პრემიუმი						ფართო მოხმარების	4.00%	0.08
ბაზარი									
ბაზრის ზომა	დიდი						მცირე	0.00%	0.00
ბაზრის ზრდა	მაღალი						დაბალი	6.00%	0.18
ბაზრის წილი	მაღალი						მცირე	4.00%	0.08
კონკურენცია	დაბალი						მაღალი	8.00%	0.32
ბიზნეს ციკლზე დამოკიდებულება	დაბალი						მაღალი	6.00%	0.24
პოლიტიკურ და საკანონმდებლო ფაქტორებზე დამოკიდებულება	დაბალი						მაღალი	4.00%	0.12
მენეჯმენტი									
მენეჯმენტის ხარისხი	მაღალი						დაბალი	5.00%	0.10
საკვანძო პერსონალზე დამოკიდებულება	დაბალი						მაღალი	3.00%	0.09
გაყიდვა									
საკვანძო კლიენტებზე დამოკიდებულება	დაბალი						მაღალი	3.00%	0.06
დისტრიბუტორებზე დამოკიდებულება	დაბალი						მაღალი	10.00%	0.40
კლინეტზე დამოკიდებულება	მაღალი						დაბალი	3.00%	0.09
ყიდვა									
რესურსებზე ხარჯების რისკი	დაბალი						მაღალი	3.00%	0.09
საკვანძ მომწოდებლებზე დამოკიდებულება	დაბალი						მაღალი	2.00%	0.04
პროდუქტი									
ხარისხი	მაღალი						დაბალი	2.00%	0.04
ინოვაციურობა	ინოვაციური						არა ინოვაციური	2.00%	0.06
ინტელექტ. საკუთრების დაცვა	მაღალი						დაბალი	2.00%	0.02
ტექნოლოგიური შეფერხების რისკი	დაბალი						მაღალი	1.00%	0.04
ფინანსური									
კაპიტალ ტევადობა	დაბალი						მაღალი	5.00%	0.15
ლევერიჯი	დაბალი						მაღალი	1.00%	0.01
სავალურო რისკი	დაბალი						მაღალი	1.00%	0.03
2.74									

3. შეფასება

3.1. შეფასების მეთოდოლოგია

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

- დანახარჯების მიდგომა;
- საბაზრო მიდგომა;
- შემოსავლების მიდგომა.

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

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

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

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

შემოსავლის მიდგომა: საშემფასებლო ტექნიკა, რომლის მიხედვითაც ფასდება კომპანიის საბაზრო ღირებულება, ემყარება აქტივებს, რომლებიც თავიანთი სასიცოცხლო ციკლის განმავლობაში

ფულად ნაკადებს მოიცავს. დისკონტირებული ფულადი ნაკადების მეთოდი არის მეთოდი, სადაც პროგნოზირებული მომავალი ფულადი ნაკადების დისკონტირება მიმდინარე პერიოდისათვის ამონაგების საჭირო განაკვეთით ხორციელდება. იქიდან გამომდინარე, რომ საქმე გვაქვს მოქმედ ბიზნესთან, მიზანშეწონილია აღნიშნული საქმიანობა შეფასდეს პროექტის დასრულების მოსალოდნელი პერიოდის გათვალისწინებით შემოსავლების მიდგომის გამოყენებით.

დისკონტირებული ფულადი ნაკადების ანალიზი გარკვეული საპროგნოზო პერიოდის სავარაუდო ამონაგების და მის შედეგად, ყოველი წლისათვის მიღებული ფულადი ნაკადების საფუძველზე ხორციელდება. მყიდველის მიერ ბიზნესში აღქმული რისკების საფუძველზე განსაზღვრული დისკონტირების შესაბამისი განაკვეთის მიხედვით, ხდება აღნიშნული ნაკადების დისკონტირება და მათი მიმდინარე ღირებულების განსაზღვრა. მყიდველების ბიზნესის შემენიდან შემოსავალს მოელიან იმ ინვესტიციების მსგავსად, რომლებსაც მსგავსი შემოსავლიანობა და რისკები გააჩნია. შემოსავლის რისკის შეფასების და შემოსავლიანობის ნორმის განსაზღვრის მიზნით, უნდა მოხდეს ისეთი ფაქტორების გათვალისწინება, როგორიცაა სავარაუდო გაყიდვების და მოგების ფორმალური პროგნოზების სანდოობა, ინდუსტრიასთან დაკავშირებული კაპიტალის საშუალო შეწონილი რისკი, სასესხო კაპიტალის და საკუთარი კაპიტალის გათვალისწინებით.

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

3.2. დისკონტირებული ფულადი ნაკადების მეთოდი

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

ზოგადი მოსაზრებები

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

მეთოდი ეყრდნობა შემდეგ ძირითად წანამდღვრებს:

- შესაფასებელ ერთეულს მომავალში შეუძლია მოგების გენერირება;
- შესაფასებელი ერთეული პროექტის მოსალოდნელი დროითი პერიოდის ფარგლებში გააგრძელებს არსებულ საქმიანობას;
- საოპერაციო და სამუშაო პირობები და რისკები კომპანიის მენეჯმენტის მიერ მოწოდებულ ინფორმაციას ეფუძნება;
- საწარმოს ღირებულება იმ აქტივების შედეგს გამოხატავს, რომლებიც საოპერაციო საქმიანობაში მონაწილეობენ - ჭარბი საოპერაციო აქტივების გარდა;
- ვალუტის არასტაბილურობის ფაქტორი გათვალისწინებულია ფულად ნაკადებში, ხოლო ინფლაციის განაკვეთის რისკები ასახულია დისკონტირების განაკვეთში;

- პროგნოზები ეყრდნობა კომპანიის ფინანსური უწყისების რეტროსპექტიულ ანალიზს, კომპანიის მენეჯმენტის მოსაზრებებს და აგრეთვე, ბაზრის ანალიზის საფუძველზე გამოთქმულ ვარაუდებს ბაზრის ტევადობასთან, საპროგნოზო პერიოდში შემოსავლის გენერირებასთან დაკავშირებით და კომპანიის რენტაბელობასთან დაკავშირებულ ვარაუდებს.

საპროგნოზო პერიოდი

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

დისკონტირების განაკვეთი

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

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

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

ვიხელმძღვანელოთ დამუდარანის მიერ გამოქვეყნებული ცხრილებით, რომლის მიხედვითაც განვსაზღვრეთ:

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

შერჩეული კომპანიების β_u კაპიტალის სტრუქტურის გარეშე და დაკორექტირდა კაპიტალის საბაზრო სტრუქტურის მაჩვენებლით⁴ ($D/E=37\%$) და მოგების გადასახადით (15%);

$$\beta_R = \beta_u \left(1 + \frac{D}{E} (1 - t) \right) = 0.78 \times (1 + 37\% \times 0.85) \approx 1.02$$

- $(R_m - R_f)$ - ბაზრის რისკის პრემია. ამ მიმართულებითაც გამოყენებულ იქნა ნორმალიზებული მაჩვენებლები, ვინაიდან მიგვაჩნია, რომ ბაზრები ერთიანობაში საკმარისად ეფექტური არ არის და მათ განვითარების პროგნოზირება ისტორიულ კონტექსტში არის შესაძლებელი;
- R_s - სპეციფიკური რისკი, განსაზღვრულ იქნეს სტრუქტურული მიდგომის საფუძველზე, ზემოთ მოცემული სქემის მიხედვით - 4.4%

დისკონტირების განაკვეთი	კომპონენტების მნიშვნელობა	
ურისკო განაკვეთი	3.5%	https://www.kroll.com/
ბაზრის რისკი	5.0%	https://www.kroll.com/
D/E	36.6%	S&P Capital IQ
β_u	0.78	S&P Capital IQ
β_L	1.02	
ქვეყნის რისკი	4.45%	დამუდარანის მონაცემები
სპეციფიკური რისკი	4.4%	
CoE	17.4%	
D/(D+E)	26.8%	
CoD	9.80%	nbg.gov.ge
WACC	14.98%	
WACC (GEL)	16.11%	$(1+WACC) \times (1+3\%) / (1+2\%) - 1$

ტერმინალური ღირებულების განსაზღვრა

საბოლოო ღირებულების განსაზღვრა უწყვეტი საქმიანობის ჰიპოთეზის საფუძველზე კეთდება. პროგნოზის ბოლო წელს ხორციელდება დისკონტირების განაკვეთით პირდაპირი კაპიტალიზაცია. საპროგნოზო პერიოდის გარეთ 3% -იან ზრდას ითვალისწინებს.

ფულადი ნაკადების საპროგნოზო პარამეტრების განსაზღვრისას გამოყენებული დაშვებები:

- სავალუტო კურსის და ეროვნული ვალუტის არასტაბილურობა უმნიშვნელო გავლენას ახდენს კომპანიის საოპერაციო ინდიკატორების მნიშვნელობებზე. ამასთანავე ფულადი ნაკადების გენერირდება ლარში. შესაბამისად შემოსავლის შეფასება უნდა განხორციელდეს ლარში.
- შემოსავლების ზრდის ტემპებად საპროგნოზო პერიოდში (პირველი 5 წელი) უნდა განისაზღვროს, როგორც ნომინალური ისე რეალური ზრდის ფაქტორებით. საქართველოში ნორმალიზებული ინფლაციის განაკვეთით დაახ. 3% , ხოლო იმ სასტუმროებისათვის რომლებიც სრული დატვირთვით არ მუშაობს უნდა განხორციელდეს დატვირთვის ზრდის მოდელირება. ეიფორია ჰოტელ ბათუმისათვის დატვირთვის მაჩვენებლად აღებულია სასტუმროს ისტორიული საშუალო მაჩვენებელი 52% , ლეჯენდ ჰოტელ ბათუმისათვის განხორციელებულია დატვირთულობის მოდელირება ამჟამინდელი საშუალო მაჩვენებლიდან (16%) ჯგუფში შემავალი დამაკვიდრებელი სასტუმროების საშუალო მაჩვენებლამდე (53%), სქაი თაუერისათვის დატვირთვის მაჩვენებლად აღებულია სასტუმროს ისტორიული საშუალო მაჩვენებელი 56% , ინტურისტ პალასისათვის განხორციელებულია

⁴ განხორციელდა დაშვება, რომ მომავალში მოხდება კაპიტალის სტრუქტურის ოპტიმიზაცია

დატვირთულობის მოდელირება ამჟამინდელი საშუალო მაჩვენებლიდან (35%) ჯგუფში შემავალი დამაკვიდრებელი სასტუმროების საშუალო მაჩვენებლამდე (53%), ეიფორია აპარტამენტებისათვის დატვირთვის მაჩვენებლად აღებულია სასტუმროს ისტორიული საშუალო მაჩვენებელი 56%, ბიზნეს ლეჯენდ ჰოტელისათვის და სითი ჰოტელისათვის განხორციელებულია დატვირთულობის მოდელირება 10%-დან დაბალი კლასის და მაღალი სეზონურობის სასტუმროებისათვის დამახასიათებელ საშუალო მაჩვენებლამდე (35%).

- იქიდან გამომდინარე, რომ კომპანიის სპეციფიკური რისკები გათვალისწინებულია დისკონტირების განაკვეთში ფულად ნაკადებში აღებულ იქნა ხარჯების საშუალო კომპანიის სტრუქტურა. ხარჯების განაწილება განხორციელდა სასტუმროების თავისებურების მიხედვით. ხარჯების სტრუქტურა ეხმიანება საშუალო საბაზრო მაჩვენებლებს. მთლიან მოდელში EBITDA 25-30%-ის ფარგლებში განისაზღვრა და საბოლოოდ 25% ფარგლებში ნორმალიზდა.
- საბრუნავი კაპიტალის განსაზღვრის მიზნით მიზანშეწონილად მიგვაჩნია დარგის საშუალო მაჩვენებელი გამოყენება - -0.66%.
- დარგი საკმაოდ კაპიტალტევადია და თუმცა იქიდან გამომდინარე, რომ კომპანიას დანარჩენი სასტუმროები აღებული აქვს იჯარით და მხოლოდ ფლობს ეიფორია ჰოტელ ბათუმს, იგი გამოყენებულ იქნა მხოლოდ აღნიშნული სასტუმროს მიმართ. ამასთან აღებულ იქნა საერთაშორისო კომპანიების საშუალო მაჩვენებელი 6.3%.
- წელის განისაზღვრა პერიოდი 15 აგვისტოდან მომდევნო წლის 15 აგვისტომდე. სასტუმროს წლიური შემოსავლები განისაზღვრა ძირითადი საბაზისო მონაცემების მიხედვით, როგორცაა დატვირთულობა, ADR, ნომრების რაოდენობა და ფასების ზრდის ფაქტორი.
- იქიდან გამომდინარე, რომ სასტუმრო იჯარით ფლობს სასტუმროებს გამოყენებულ იქნა იჯარი მაჩვენებლების შემოსავლის 24% (სასტუმრო მონაცემების მიხედვით. ამასთან, აღნიშნული მაჩვენებელი გადამოწმდა და შედარდა დარგის ნორმატიულ მაჩვენებლებს (15-25%) და შეფასების პრინციპებიდან გამომდინარეც მოხდა მათი გონივრულობის შეფასება (18-21%). ამრიგად კომპანიის მაჩვენებელი ჩაითვალა მისაღებად და გამოყენებულ იქნა მოდელში.

ეიფორია ჰოტელ ბათუმი		წელი1	წელი2	წელი3	წელი4	წელი5
ნომრების რეოდენობა		455	455	455	455	455
ხელმისაწვდომი ნომრები		166075	166075	166075	166075	166075
გაყიდული ნომრები		85,617	85,617	85,617	85,617	85,617
დატვირთულობა (%)		52%	52%	52%	52%	52%
ADR	3.00%	190	196	202	208	214
შემოსავლები						
ნომრებიდან		16,301,810	16,790,864	17,294,590	17,813,428	18,347,831
საკვები და სასმელები	29%	4,776,963	4,920,272	5,067,880	5,219,917	5,376,514
სხვა შემოსავლები	6%	1,306,303	1,345,492	1,385,857	1,427,432	1,470,255
სულ შემოსავლები		22,385,076	23,056,628	23,748,327	24,460,777	25,194,600
ნომრები, საკვების და სასმელების და სხვა ხარჯები	14%	3,028,733	2,994,113	3,083,937	3,176,455	3,271,749
სულ თვითღირებულება და ხელფასი		3,028,733	2,994,113	3,083,937	3,176,455	3,271,749
მთლიანი მოგება		19,356,343	20,062,515	20,664,390	21,284,322	21,922,852
გაუნაწილებელი საოპერაციო ხარჯები						
საოპერაციო ხარჯები	27%	6,134,187	6,318,213	6,507,759	6,702,992	6,904,082
ხელფასის ხარჯი	22%	4,854,163	4,999,787	5,149,781	5,304,275	5,463,403

სულ გაუნაწილებელი საოპერაციო ხარჯები		10,988,350	11,318,000	11,657,540	12,007,267	12,367,485
EBITDA		8,367,993	8,744,515	9,006,850	9,277,055	9,555,367
ცვეთა და ამორტიზაცია	18%	3,984,353	4,103,883	4,227,000	4,353,810	4,484,424
მოგების გადასახადი	15%	657,546	696,095	716,978	738,487	760,641
წმინდა საოპერაციო მოგება		3,726,094	3,944,537	4,062,873	4,184,759	4,310,302
ინვესტიციები						
კაპიტალური ხარჯები	6.30%	1,410,260	1,452,568	1,496,145	1,541,029	1,587,260
საბრუნავი კაპიტალი	-0.66%	-146,995	-151,405	-155,948	-160,626	-165,445

ლეჯენდ ჰოტელ ბათუმი		წელი1	წელი2	წელი3	წელი4	წელი5
ნომრების რეოდენობა		590	590	590	590	590
ხელმისაწვდომი ნომრები		215350	215350	215350	215350	215350
გაყიდული ნომრები		34,837	54,868	74,899	94,929	114,960
დატვირთულობა (%)		16%	25%	35%	44%	53%
ADR	3.00%	146	150	155	160	164
შემოსავლები						
ნომრებიდან		5,086,046	8,250,721	11,600,698	15,144,248	18,889,971
საკვები და სასმელები	27%	1,387,448	2,250,756	3,164,613	4,131,276	5,153,090
სულ შემოსავლები		6,473,495	10,501,476	14,765,311	19,275,524	24,043,061
ნომრები, საკვების და სასმელების და სხვა	14%	892,739	1,448,225	2,036,237	2,658,226	3,315,702
ხარჯები						
სულ თვითღირებულება და ხელფასი		892,739	1,448,225	2,036,237	2,658,226	3,315,702
მთლიანი მოგება		5,580,756	9,053,251	12,729,074	16,617,298	20,727,359
გაუნაწილებელი საოპერაციო ხარჯები						
საოპერაციო ხარჯები	27%	1,740,836	2,824,031	3,970,650	5,183,525	6,465,600
ხელფასის ხარჯი	21%	1,387,291	2,250,501	3,164,255	4,130,809	5,152,508
იჯარა	24%	1,582,697	2,567,493	3,609,952	4,712,649	5,878,258
სულ გაუნაწილებელი საოპერაციო ხარჯები		4,710,824	7,642,025	10,744,858	14,026,983	17,496,366
EBITDA		869,932	1,411,226	1,984,216	2,590,315	3,230,994
ცვეთა და ამორტიზაცია	0%	0	0	0	0	0
მოგების გადასახადი	15%	130,490	211,684	297,632	388,547	484,649
წმინდა საოპერაციო მოგება		739,442	1,199,543	1,686,584	2,201,768	2,746,345
ინვესტიციები						
საბრუნავი კაპიტალი	-0.66%	-42,509	-68,960	-96,959	-126,576	-157,883

სქაი თაუერი		წელი1	წელი2	წელი3	წელი4	წელი5
ნომრების რეოდენობა		104	104	104	104	104
ხელმისაწვდომი ნომრები		37960	37960	37960	37960	37960
გაყიდული ნომრები		21,169	21,169	21,169	21,169	21,169
დატვირთულობა (%)		56%	56%	56%	56%	56%
ADR	3.00%	147	152	156	161	166
შემოსავლები						
ნომრებიდან		3,120,717	3,214,338	3,310,769	3,410,092	3,512,394
საკვები და სასმელები	10%	320,191	329,797	339,691	349,882	360,378
სულ შემოსავლები		3,440,908	3,544,135	3,650,459	3,759,973	3,872,772
ნომრები, საკვების და	9%	307,279	316,498	325,993	335,772	345,845

სასმელების და სხვა

ხარჯები

სულ თვითღირებულება და
ხელფასი

		307,279	316,498	325,993	335,772	345,845
მთლიანი მოგება		3,133,629	3,227,638	3,324,467	3,424,201	3,526,927
გაუნაწილებელი საოპერაციო ხარჯები						
საოპერაციო ხარჯები	23%	777,373	800,694	824,715	849,456	874,940
ხელფასის ხარჯი	19%	663,758	683,671	704,181	725,306	747,065
იჯარა	24%	841,263	866,501	892,496	919,271	946,849
სულ გაუნაწილებელი საოპერაციო ხარჯები		2,282,394	2,350,866	2,421,392	2,494,033	2,568,854
EBITDA		851,235	876,772	903,075	930,168	958,073
ცვეთა და ამორტიზაცია	0%	0	0	0	0	0
მოგების გადასახადი	15%	127,685	131,516	135,461	139,525	143,711
წმინდა საოპერაციო მოგება		723,550	745,256	767,614	790,642	814,362
ინვესტიციები						
საბრუნავი კაპიტალი	-0.66%	-22,595	-23,273	-23,971	-24,691	-25,431

ინტურისტ პალასი		წელი1	წელი2	წელი3	წელი4	წელი5
ნომრების რეოდენობა		149	149	149	149	149
ხელმისაწვდომი ნომრები		54385	54385	54385	54385	54385
გაყიდული ნომრები		19,293	24,352	29,410	34,469	29,032
დატვირთულობა (%)		35%	45%	54%	63%	53%
ADR	3.00%	143	147	152	156	161
შემოსავლები						
ნომრებიდან		2,757,805	3,585,322	4,460,007	5,383,947	4,670,812
საკვები და სასმელები	17%	464,888	604,384	751,831	907,581	787,366
სულ შემოსავლები		3,222,693	4,189,705	5,211,838	6,291,528	5,458,178
ნომრები, საკვების და სასმელების და სხვა ხარჯები	11%	348,508	453,083	563,618	680,378	590,258
სულ თვითღირებულება და ხელფასი		348,508	453,083	563,618	680,378	590,258
მთლიანი მოგება		2,874,185	3,736,623	4,648,220	5,611,150	4,867,920
გაუნაწილებელი საოპერაციო ხარჯები						
საოპერაციო ხარჯები	24%	781,784	1,016,368	1,264,324	1,526,243	1,324,083
ხელფასის ხარჯი	20%	648,398	842,958	1,048,609	1,265,840	1,098,172
იჯარა	24%	787,912	1,024,336	1,274,236	1,538,208	1,334,463
სულ გაუნაწილებელი საოპერაციო ხარჯები		2,218,093	2,883,662	3,587,169	4,330,291	3,756,718
EBITDA		656,091	852,960	1,061,051	1,280,860	1,111,202
ცვეთა და ამორტიზაცია	0%	0	0	0	0	0
მოგების გადასახადი	15%	98,414	127,944	159,158	192,129	166,680
წმინდა საოპერაციო მოგება		557,678	725,016	901,893	1,088,731	944,522
ინვესტიციები						
საბრუნავი კაპიტალი	-0.66%	-21,162	-27,512	-34,224	-41,314	-35,842

ეიფორია აპარტამენტები		წელი1	წელი2	წელი3	წელი4	წელი5
ნომრების რეოდენობა		108	108	108	108	108

ხელმისაწვდომი ნომრები		39420	39420	39420	39420	39420
გაყიდული ნომრები		21,865	21,865	21,865	21,865	21,865
დატვირთულობა (%)		55%	55%	55%	55%	55%
ADR	3.00%	53	55	56	58	60
შემოსავლები						
ნომრებიდან		1,163,560	1,198,466	1,234,420	1,271,453	1,309,597
სულ შემოსავლები		1,163,560	1,198,466	1,234,420	1,271,453	1,309,597
ნომრები, საკვების და სასმელების და სხვა ხარჯები	6%	69,814	71,908	74,065	76,287	78,576
სულ თვითღირებულება და ხელფასი		69,814	71,908	74,065	76,287	78,576
მთლიანი მოგება		1,093,746	1,126,558	1,160,355	1,195,166	1,231,021
გაუნაწილებელი საოპერაციო ხარჯები						
საოპერაციო ხარჯები	20%	232,712	239,693	246,884	254,291	261,919
ხელფასის ხარჯი	18%	209,441	215,724	222,196	228,862	235,727
იჯარა	24%	284,477	293,012	301,802	310,856	320,182
სულ გაუნაწილებელი საოპერაციო ხარჯები		726,630	748,429	770,882	794,008	817,828
EBITDA		367,116	378,130	389,474	401,158	413,192
ცვეთა და ამორტიზაცია	0%	0	0	0	0	0
მოგების გადასახადი	15%	55,067	56,719	58,421	60,174	61,979
წმინდა საოპერაციო მოგება		312,049	321,410	331,052	340,984	351,214
ინვესტიციები						
საბრუნავი კაპიტალი	-0.66%	-7,641	-7,870	-8,106	-8,349	-8,600
ბიზნეს ლეჯენდ ჰოტელი		წელი1	წელი2	წელი3	წელი4	წელი5
ნომრების რეოდენობა		109	109	109	109	109
ხელმისაწვდომი ნომრები		39785	39785	39785	39785	39785
გაყიდული ნომრები		3,979	7,957	11,936	13,925	13,925
დატვირთულობა (%)		10%	20%	30%	35%	35%
ADR	3.00%	89	92	95	97	100
შემოსავლები						
ნომრებიდან		354,476	730,220	1,128,190	1,355,708	1,396,379
საკვები და სასმელები	21%	75,521	155,573	240,360	288,833	297,498
სულ შემოსავლები		429,996	885,793	1,368,550	1,644,541	1,693,877
ნომრები, საკვების და სასმელების და სხვა ხარჯები	12%	51,963	107,043	165,381	198,733	204,695
სულ თვითღირებულება და ხელფასი		51,963	107,043	165,381	198,733	204,695
მთლიანი მოგება		378,034	778,750	1,203,169	1,445,808	1,489,182
გაუნაწილებელი საოპერაციო ხარჯები						
საოპერაციო ხარჯები	25%	109,143	224,835	347,370	417,423	429,946
ხელფასის ხარჯი	21%	88,919	183,173	283,003	340,075	350,278
იჯარა	24%	105,129	216,566	334,595	402,072	414,134
სულ გაუნაწილებელი საოპერაციო ხარჯები		303,192	624,575	964,968	1,159,570	1,194,357
EBITDA		74,842	154,175	238,200	286,237	294,824

ცვეთა და ამორტიზაცია	0%	0	0	0	0	0
მოგების გადასახადი	15%	11,226	23,126	35,730	42,936	44,224
წმინდა საოპერაციო მოგება		63,616	131,049	202,470	243,302	250,601
ინვესტიციები						
საბრუნავი კაპიტალი	-0.66%	-2,824	-5,817	-8,987	-10,799	-11,123

სითი ჰოტელ ბათუმი		წელი1	წელი2	წელი3	წელი4	წელი5
ნომრების რეოდენობა		118	118	118	118	118
ხელმისაწვდომი ნომრები		43070	43070	43070	43070	43070
გაყიდული ნომრები		4,307	8,614	12,921	15,075	15,075
დატვირთულობა (%)		10%	20%	30%	35%	35%
ADR	3.00%	89	92	95	97	100
შემოსავლები						
ნომრებიდან		383,744	790,513	1,221,343	1,467,647	1,511,677
საკვები და სასმელები	21%	81,756	168,418	260,206	312,681	322,062
სულ შემოსავლები		383,744	790,513	1,221,343	1,467,647	1,511,677
ნომრები, საკვების და სასმელების და სხვა ხარჯები	12%	46,373	95,529	147,592	177,357	182,677
სულ თვითღირებულება და ხელფასი		46,373	95,529	147,592	177,357	182,677
მთლიანი მოგება		337,371	694,984	1,073,751	1,290,291	1,328,999
გაუნაწილებელი საოპერაციო ხარჯები						
საოპერაციო ხარჯები	25%	97,403	200,651	310,006	372,524	383,699
ხელფასის ხარჯი	21%	79,355	163,471	252,562	303,495	312,600
იჯარა	24%	93,821	193,272	298,605	358,823	369,588
სულ გაუნაწილებელი საოპერაციო ხარჯები		270,579	557,393	861,172	1,034,842	1,065,888
EBITDA		66,792	137,591	212,578	255,448	263,112
ცვეთა და ამორტიზაცია	0%	0	0	0	0	0
მოგების გადასახადი	15%	10,019	20,639	31,887	38,317	39,467
წმინდა საოპერაციო მოგება		56,773	116,953	180,692	217,131	223,645
ინვესტიციები						
საბრუნავი კაპიტალი	-0.66%	-2,520	-5,191	-8,020	-9,638	-9,927

სასტუმროს შეფასება							
პერიოდი		0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5
EBITDA		11,254,001	12,555,369	13,795,445	15,021,241	15,826,765	
საბრუნავი კაპიტალი	-732,000	-246,247	-290,028	-336,215	-381,993	-414,250	
-Δსაბრუნავი კაპიტალი		-485,753	43,782	46,187	45,778	32,258	
-წმინდა კაპიტალური ხარჯები		-1,410,260	-1,452,568	-1,496,145	-1,541,029	-1,587,260	
- მოგების გადასახადი		-1,403,698	-1,671,988	-1,851,823	-2,028,898	-2,140,764	
FCFF		7,954,290	9,474,596	10,493,664	11,497,091	12,130,998	
შუაწლის დისკონტირების ფაქტორი	16.11%	0.928	0.799	0.688	0.593	0.511	0.474
TV	3.00%						95,326,049
PV of NOI	35,190,438	7,381,951	7,573,034	7,223,968	6,816,730	6,194,755	
PV of TV	45,176,120						
სასტუმროს ღირებულება	80,366,558						

3.3. მოდელის ვერიფიკაცია

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

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

ჩვენს მიერ შემავალი მონაცემების მიმართ დაშვებულ იქნა შემდეგი გადახრები:

შემოსავლების ზრდის ტემპის ცდომილება 1%, EBITDA მარჟის ცდომილება 1%, დისკონტირების განაკვეთის ცდომილება 1%. ჩვენს მიერ ჩატარდა მონტე-კარლოს სიმულაცია 500 კომბინაციისათვის ზემოთ მოყვანილი გადახრების გათვალისწინებით რომლის მიხედვითაც 70%-იანი ალბათობით მოდელის ცდომილება არის 9%.

ჩვენს მიერ განხორციელდა მულტიპლიკატორების ანალიზიც:

	EV/ SALES 2025	EV/ EBITDA 2025	EV/ EBIT 2025	EV/ EBIT 2026	P/E 2025	P/E 2026
მულტიპლიკატორის კორექტირება	36%	36%	36%	36%	46%	46%
მულტიპლიკატორი	1.7728	7.872	13.888	12.032	13.608	11.097
SALES	37,499					
EBITDA		11,254				
EBIT			9,844	11,103		
NOI					8,440	9,431
EV	66,479	88,591	136,710	133,589	114,852	104,654
D	-	-	-	-	-	-
EQV	66,479	88,591	136,710	133,589	114,852	104,654

მულტიპლიკატორები მიუთითებენ, რომ საწარმოს საკუთარი კაპიტალის ღირებულება განსაზღვრულია 66-136 მლნ ლარის ფარგლებში. არასაჯარო კომპანიების მულტიპლიკატორები იგივე დიაპაზონში განსაზღვრავს ღირებულებას - 100-120 მლნ ლარის ფარგლებში.

	EV/ SALES 2025	EV/ EBITDA 2025	EV/ EBIT 2025	P/E 2025
მულტიპლიკატორი	2.75	9.9	11.9	14.8
SALES	36,407			
EBITDA		10,926		
EBIT			9,557	
NOI				8,194
EV	100,120	108,170	113,729	121,274

D	-	-	-	-
EQV	100,120	108,170	113,729	121,274

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

ამრიგად, მივიჩნევთ, რომ: DCF მოდელი საკმარისად სანდოდ აღწერს კომპანიის მომაველ ფულად ნაკადებს და მასთან დაკავშირებულ რისკებს. მოდელს არ აქვს მაღალი ვარიაცია და მგრძნობელობის ანალიზი არ იძლევა მნიშვნელოვან გადახრებს. ამრიგად მოდელი სანდოდ გამოხატავს შეფასების ობიექტის ღირებულებას.

3.4. საბოლოო ღირებულების განსაზღვრა

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

კომპანის საოპერაციო საქმიანობის ღირებულება შეადგენს 80,366,558 ლარს.

ჭარბი აქტივები:

- ნაღდი ფულის ნაშთები - 645,716 ლარი
- მოთხოვნები დაკავშირებულ მხარესთან 36,460,992 ლარი

2025 წლის 14 აგვისტოს მდგომარეობით კომპანიის ღირებულება ლარში შეადგენს: 117,473,266 ლარის (80,366,558 + 645,716 + 36,460,992).

ფასნამატი კონტროლის არსებობის გამო

იქიდან გამომდინარე, რომ ვაფასებთ B კლასის აქციებს, რომლებსაც ხმათა განაწილებაში უკავიათ 37.5%-იანი წილი და ამასთან არ აქვს სამეთვალყურეო საბჭოს წევრის არჩევის, მისი უკან გამოწვევის/განთავისუფლების პროცესში მონაწილეობის უფლება. გასათვალისწინებელია ფასდათმობა კონტროლის არ არსებობაზე.

საქართველოს მეწარმეთა კანონი იცავს მინორიტარის უფლებებს, მნიშვნელოვან პასუხისმგებლობას აკისრებს მაჟორიტარი წილის მფლობელს, რათა დაუსაბუთებლად არ დააზიანოს მინორიტარის ინტერესები. მეწარმეთა შესახებ კანონი შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოებებში გარკვეულ შემთხვევებში გამორიცხავს მხოლოდ წესდებით პარტნიორთა შორის ურთიერთობების რეგულირებას⁵. კანონის თანახმად დივიდენდის გაცემის აკრძალვა დაუშვებელია, რაც პარტნიორს ანიჭებს დივიდენდის მოთხოვნის უფლებას (ზოგადი აკრძალვაა ანუ გარკვეული გარემოებების არსებობის შემთხვევაში)⁶. პარტნიორმა თავისი უფლებებით სარგებლობისას მხედველობაში უნდა მიიღოს სამეწარმეო საზოგადოებისა და დანარჩენ პარტნიორთა კანონიერი ინტერესები და უფლებები⁷. კანონი ნებისმიერი პარტნიორის, შესაბამისად, მინორიტარ პარტნიორსაც ანიჭებს უფლებამოსილებას მოსთხოვოს ხელმძღვანელ ორგანოს (დირექტორს) საწარმოსთვის

⁵ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 1, ნაწილი 2

⁶ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 31

⁷ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 34, ნაწილი 1

მიყენებული ზიანის ანაზღაურება. შესაბამისად, მაჟორიტარი პარტნიორის მიერ დანიშნული დირექტორი კანონმდებლობით ვერ იმოქმედებს მხოლოდ მაჟორიტარი პარტნიორის ინტერესებიდან გამომდინარე, არამედ ხელმძღვანელი ორგანო დირექტორი ვალდებულია იმოქმედოს კომპანიის ინტერესებიდან და შესაბამისად, ყველა პარტნიორის ინტერესების გათვალისწინებით⁸. ხელმძღვანელი ორგანოს (დირექტორის) პასუხისმგებლობას და მისი პასუხისმგებლობისგან გათავისუფლების საკითხის გადაწყვეტაზე არსებითი გავლენის მოხდენა შეუძლია მინორიტარ პარტნიორს, რომელიც ფლობს მინიმუმ ხმათა 10%-ს⁹.

შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების გარდაქმნის შემთხვევაში გარდაქმნის შესახებ გადაწყვეტილება მიიღება ყველა პარტნიორის თანხმობით¹⁰. შესაბამისად აღნიშნული ნორმა ადგენს მინორიტარი პარტნიორის გადაწყვეტ ზეგავლენას გარდაქმნის გადაწყვეტილების მიღებისას. რეორგანიზაციის შემთხვევაში კანონმდებლობა ასევე ადგენს პარტნიორისათვის და მათ შორის მინორიტარი პარტნიორისათვის უფლებას მოსთხოვოს კომპანიას თავისი წილის გამოსყიდვა შესაბამისი წინაპირობების არსებობისას¹¹. კანონი ადგენს პარტნიორის, მათ შორის, მინორიტარი პარტნიორის უფლებას მოსთხოვოს კომპანიის დაშლა, შესაბამისი წინაპირობების არსებობისას¹². კომპანიის დაშლა, შედეგობრივად იწვევს კომპანიის ლიკვიდაციას, ხოლო ლიკვიდაციის შედეგად პარტნიორები კომპანიის ქონებას ინაწილებენ მათი წილების პროპორციულად¹³. პარტნიორის, მათ შორის, მინორიტარი პარტნიორის უფლება აქვს მოსთხოვოს, შესაბამისი, ორგანოების, მათ შორის, პარტნიორთა საერთო კრების გადაწყვეტილების ბათილად ცნობა შესაბამისი წინაპირობების არსებობისას¹⁴. პარტნიორს, მათ შორის, მინორიტარ პარტნიორს უფლება აქვს, გარიცხოს სხვა პარტნიორი შესაბამისი, წინაპირობების არსებობისას¹⁵. პარტნიორს, მათ შორის, მინორიტარ პარტნიორს უფლება აქვს, შესაბამისი წინაპირობების არსებობისას შესაბამისი კომპენსაციის სანაცვლოდ გავიდეს კომპანიიდან, მათ შორის იმ დროს, როდესაც შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოებას დივიდენდი ბოლო 3 წლის განმავლობაში არ გაუნაწილებია, მიუხედავად იმისა, რომ შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების ფინანსური მდგომარეობა ამის საშუალებას იძლეოდა¹⁶. პარტნიორს, მათ შორის, მინორიტარ პარტნიორს უფლება აქვს, სრულად იყოს ინფორმირებული კომპანიის საქმიანობის შესახებ¹⁷. მეწარმეთა შესახებ კანონის 147-ე და 222-ე მუხლები ერთობლიობაში ადგენენ პარტნიორის, მათ შორის, მინორიტარი პარტნიორის უფლებას, კომპანიის სასარგებლოდ მოითხოვონ ზიანის ანაზღაურება. შესაბამისად, თუ მაჟორიტარი პარტნიორი და მის მიერ დანიშნული დირექტორი ზიანს აყენებენ კომპანიას, მინორიტარ პარტნიორს აქვს მათ წინააღმდეგ სარჩელის შეტანის უფლება. მეწარმეთა შესახებ კანონის 148-ე და 176-ე მუხლები ერთობლიობაში ადგენენ, რომ თუ მაჟორიტარი პარტნიორი არ იმოქმედებს კომპანიის ინტერესებისათვის, შესაბამისად, ყველა პარტნიორის ინტერესებისათვის, მინორიტარ პარტნიორს აქვს შესაძლებლობა მას კომპანიის სასარგებლოდ მოსთხოვოს ზიანის ანაზღაურება და ასევე, პირადად მინორიტარი აქციონერისთვის მიყენებული ზიანის ანაზღაურებაზე. ამრიგად შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ საქართველოს კანონმდებლობით მინორიტარული წილის მფლობელი აღჭურვილია მნიშვნელოვანი

⁸ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 50

⁹ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 55

¹⁰ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 61

¹¹ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 75

¹² მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 79

¹³ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 85

¹⁴ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 93

¹⁵ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 143

¹⁶ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 144

¹⁷ მეწარმეთა შესახებ კანონი მუხლი 146

უფლებებით, რომელიც მენეჯმენტის და სხვა მათ შორის მაჟორიტარი პარტნიორების ქცევის არსებითი კონტროლის შესაძლებლობას აძლევს.

დევიდ ვ. სიმპსონის უფლებების იერარქიულ ცხრილს თუ გამოვიყენებთ, ვნახავთ რომ მინორიტარული წილის ფასდათმობა შესაძლოა მინიმალური იყოს. თუ ჩვენ შევადარებთ შესაძლებლობას, რომ პარტნიორს აქვს უფლება მოითხოვოს დივიდენდის განაწილება 3 წელიწადში ან მოითხოვოს წილის ღირებულების ანაზღაურება, როგორც უკიდურეს შესაძლებლობას მინორიტარმა მფლობელმა მიიღოს ფულადი ნაკადები კომპანიაში წილის ფლობიდან. 2025 წლის ურისკო განაკვეთი 7,95%-ის ($RF=3,5\%+4,45\%$) პირობებში (ზრდის ფაქტორის უგულვებელყოფის შემთხვევაში თუ დისკონტირებული ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულება იქნება A-ის ტოლი $A = \sum FCFF / (1 + RF)^t$), მაშინ 3 წელიწადში ერთხელ დივიდენდების განაწილების შემთხვევაში დისკონტირების განაკვეთი იქნება 26% $((1 + 7,95\%)^3 - 1)$. ამ შემთხვევაში დისკონტირებული ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულება იქნება 0,925 ტოლი ($DLOM = (3 \times FCFF / (1 + RF)^3) / A - 1$). ამრიგად, დივიდენდებზე წვდომის შეზღუდვის შედეგად წარმოქმნილი ფასდათმობა (მინორიტარული წილის ფასდათმობა) მოცემულ შემთხვევაში შეადგენს 7.5%. ხოლო კონტროლის პრემია 8.1%.

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

ამრიგად მინორიტარულ წილზე შეიძლება გამოვიყენოთ 7.5%-იანი ფასდათმობა, ხოლო მაჟორიტარულ წილზე 8.1%-იანი პრემია. აღსანიშნავია, რომ აღნიშნული ფასდათმობა ითვალისწინებს იმ გარემოებას, რომ B კლასის აქციების მფლობელებს არ აქვს სამეთვალყურეო საბჭოს წევრის არჩევის, მისი უკან გამოწვევის/განთავისუფლების პროცესში მონაწილეობის უფლება. ეს გარემოება გათვალისწინებულია დივიდენდების განაწილებაზე სრული კონტროლის უქონლობის გამო ფასდათმობის გათვალისწინებით.

სს მეტრო ეიფორია ჰოტელ ბათუმის EQV¹⁸ (საკუთარი კაპიტალის ღირებულება) ლარი	117,473,266 GEL
შესაფასებელი წილი	37.5%
ფასდათმობა კონტროლის არ არსებობაზე	7.5%
სს მეტრო ეიფორია ჰოტელ ბათუმის B კლასის აქციების ჯამური საბაზრო ღირებულება, ლარი	40,748,539 GEL

4. შეფასების შედეგები

სს მეტრო ეიფორია ჰოტელ ბათუმის B კლასის აქციების ჯამური საბაზრო ღირებულება, 2025 წლის 14 აგვისტოს მდგომარეობით შეადგენს 40.7 მლნ ლარს.

მონაცემები დამრგვალებულია ასიათასამდე

B კლასის ერთი აქციის ღირებულება იქნება 0.74799 ლარი ($40,748,539 \div 54\,476\,929$)

2020 წლის 11 აგვისტოდან შპს სს მეტრო ეიფორია ჰოტელ ბათუმის B კლასის აქციები დაშვებულია საქართველოს საფონდო ბირჟაზე.

B კლასის აქციების უკანასკნელი საბირჟო გარიგება შემდგარია 2020 წლის 25 სექტემბერს, 1 აქცია – 8 ლარად. ბოლო 6 თვის განმავლობაში არ შემდგარა რაიმე გარიგება კომპანიის აქციების ვაჭრობაზე.

¹⁸ Equity Value

იქიდან გამომდინარე, რომ შეფასების შედეგად დადგენილი ღირებულება (0.74799 ლარი) მეტია, გამოსყიდვის განმახორციელებელი პირის მიერ ბოლო 6 თვის განმავლობაში აღნიშნული კლასის აქციებში გადახდილ თანხაზე **სატენდერო შეთავაზების ფასი უნდა განისაზღვროს შესაბამისი კლასის აქციის საბაზრო ღირებულებით, რაც შეადგენს 1 აქცია – 0.74799 ლარს.**

5. დანართები

შემფასებლის სერტიფიკატები



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

certification.org.ge



შეფასების
ს ე რ ტ ი ფ ი კ ა ც ი ა

CERTIFICATE OF COMPETENCY

მფლობელი: გოჩა ჯოლოკავა

Issued to: GOCHA TCHOLOKAVA

პირადი № 01017011008

Personal No. 01017011008

ბიზნესის და არამატერიალური აქტივების
შეფასებელი

BUSINESS AND INTANGIBLE ASSETS APPRAISER

საფუძველი: სერტიფიკაციის სქემა №4
სერტიფიკატის № B-0151

Base: Certification Scheme No.4

გაცემის თარიღი: 2024-10-02

Certificate No. B-0151

მოქმედების ვადა: 2026-10-02

Issuance date: 2024-10-02

Expiration date: 2026-10-02

პროფესიული სერტიფიკაციის ორგანოს
ხელმძღვანელი

Head of Professional Certification Body:



ნ. მახარობლიძე
N. Makharoblidze