

2024 წლის 4 ივლისი

პასუხი კომუნიკაციების კომისიას მობილური ბაზრის ანალიზთან დაკავშირებით

აღნიშნული დოკუმენტი წარმოადგენს ინგლისურენოვანი ორიგინალის თარგმანს და შეუსაბამობის შემთხვევაში უპირატესობა ენიჭება ინგლისურენოვან დოკუმენტს.



სარჩევი

შემაჯამებელი მიმოხილვა	1
1. შესავალი.....	11
2. მობილური ბაზრის ეკონომიკა.....	12
3. საქართველოში არსებული მობილური ფასები ძალზე კონკურენტულია	13
4. „მაგთიკომის“ მოგება წარმატებულ სტრატეგიაზე მეტყველებს	16
5. საჭიროა, რომ ფინანსური უკუგებები არსებულ რისკებს ასახავდეს	21

შემაჯამებელი მიმოხილვა

„მაგთიკომმა“ გვთხოვა გაგვეანალიზებინა საქართველოს კომუნიკაციების ეროვნული კომისიის („კომისია“) 2024 წლის კვლევა სახელწოდებით „მობილური მომსახურებების ბაზრის ანალიზი.“

მიგვაჩნია, რომ კომისიამ ვერ გაითვალისწინა საქართველოს მობილური ბაზრის რამდენიმე მნიშვნელოვანი ასპექტი, სხვა ასპექტები არასწორად განმარტა და უნდა გადააფასოს „მაგთიკომის“ ფინანსური მაჩვენებლების მისეული ანალიზი ისე, რომ ითვალისწინებდეს წარსულში მიღებულ სტრატეგიულ გადაწყვეტილებებს და იმ უკუგებებს, რომლებსაც ინვესტორები სამართლიანად მოელიან.

მნიშვნელოვან საბაზრო ძალაუფლებასთან დაკავშირებით კომისიის დასკვნები დაუსაბუთებელია და წარმოდგენილი ზომები ზიანს მიაყენებს ქსელში ინვესტიციებს.

მთლიანობაში, ეს შეცდომები ნიშნავს იმას, რომ მნიშვნელოვან საბაზრო ძალაუფლებასთან დაკავშირებით კონსულტაციაში გაკეთებული დასკვნები დაუსაბუთებელია, და ამ დასკვნის შემდეგ განსაზღვრული ზომები არათანაბარზომიერია, და სავარაუდოდ გამოიწვევს არასასურველ შედეგებს, რადგან ისინი უარყოფით გავლენას იქონიებს ბაზარზე კაპიტალდაბანდებების წამახალისებელ ფაქტორებზე. მომხმარებლები და დარგი დაზარალებულნი შემცირებული ინვესტიციებითა და გაუარესდება ქსელის ხარისხი.

გარდა ამისა, „მაგთიკომმა“ გამოთქვა მზაობა ახლო მომავალში კომერციულად შეთანხმებული ვირტუალური ოპერატორის (MVNO) დაშვებაზე და 5G ქსელის მშენებლობასა და ამოქმედებაზე, როგორც კი შესაბამისი სექტორი ხელმისაწვდომი იქნება, სავალდებულო MVNO დაშვების გარეშე.

კომისიამ არასწორად განმარტა კონკურენცია ბაზარზე

მულტი-SIM ბარათების გამოყენების მაღალი დონეები ნიშნავს იმას, რომ მომხმარებლები რამდენიმე ოპერატორის მომსახურებებს ერთსა და იმავე დროს იყენებენ და სპეციალური შეთავაზებებით სარგებლობენ საუკეთესო ფასების მისაღებად, რაც მაღალკონკურენტულ სატარიფო გარემოს ქმნის.

საქართველოს მობილური ბაზარი ხასიათდება ყველა ოპერატორს შორის საფასო კონკურენციის მაღალი დონეებით - საცალო მობილური მომსახურების ფასები ევროკავშირის საშუალოებზე დაბალია (უმრავლეს შემთხვევაში), განსაკუთრებით მონაცემთა პაკეტების შემთხვევაში, ხოლო კორპორატიული კლიენტების ფასები ცალსახად დაბალია, ვიდრე ევროკავშირში¹.

ბოლო რამდენიმე წლის განმავლობაში ბაზარზე საცალო ფასები გაიზარდა კომისიის მიერ „ტარიფების გაყინვის“ გადაწყვეტილების გაუქმების შემდეგ. ეს ნიშნავს არა იმას, რომ ფასები მეტისმეტია ან ძალზე მაღალია, არამედ იმას, რომ ტარიფების გაყინვის გამო ფასები ხელოვნურად დაბალი იყო. აღსანიშნავია, რომ მობილურ ბაზრებზე შემოსავლებსა (ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებული) და მოწყობილობების ხარჯებს (უმეტეს შემთხვევაში აშშ დოლარში დენომინირებული) შორის არსებობს სავალუტო შეუსაბამობა. ეს განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია იმ შემთხვევაში, როცა ფასები ადგილობრივ ვალუტაში გაყინულია და იმავე დროს ადგილობრივი ვალუტა აშშ დოლარის მიმართ უფასურდება. ეს სავალუტო შეუსაბამობა გაცილებით უფრო მწვავეა საქართველოში, ვიდრე ევროკავშირის სხვა ნაწილებში.

¹ მსყიდველობითი უნარის პარიტეტით (PPP).

საქართველოს მობილური ბაზრის თავისებურებები გათვალისწინებული არ ყოფილა

მობილური ქსელის ოპერატორები (MNOs) საქართველოში მობილურ ტელეფონებს არ ყიდნიან

ევროკავშირში, საიდანაც კომისიამ შესადარებელი მონაცემების უმეტესობა აიღო, მობილური ქსელის ოპერატორები მობილური ტელეფონების გადამყიდველები არიან. უმრავლეს შემთხვევაში, ეს საჭიროებს სუბსიდირებას აბონენტების მოსაზიდად, ან საუკეთესო შემთხვევაში, ძალზე დაბალ მარჟებს. შესაბამისად, მობილური ტელეფონების მწარმოებლები ევროკავშირის მობილური ბაზრების უმეტესობაში ღირებულების დიდ ნაწილს იღებენ, და მობილური ქსელის ოპერატორები აგრესიულ კონკურენციაში არიან მობილური ტელეფონების ფასზე, რაც უფრო დაბალ დაკვირვებულ მარჟებს განაპირობებს.

ამის საპირისპიროდ, საქართველოში მობილური ქსელის ოპერატორები მობილური ტელეფონების რეალიზაციას/სუბსიდირებას არ ეწევიან, რაც ნიშნავს იმას, რომ დაკვირვებული მარჟები უფრო მაღალია. მობილური ტელეფონების რეალიზაციაზე კონკურენციის ნაცვლად, საქართველოში ოპერატორებს შორის კონკურენცია ქსელის ხარისხზე და მომსახურების სხვა ისეთ თავისებურებებზე, როგორცაა ინოვაციური სატარიფო მოდელები, რომლებიც მომხმარებლებს აძლევს შესაძლებლობას მომსახურების სხვადასხვა ელემენტს შორის არჩევანი რეალურ დროში გააკეთონ. ქსელის ხარისხზე კონკურენციის ხასიათი მოითხოვს იმას, რომ მობილური ქსელის ოპერატორების მიერ საკუთარ ქსელებში უფრო მეტი ინვესტიციაა ჩადებული, ვიდრე ევროკავშირის ქვეყნების უმეტესობაში. შემოსავლებისა და მოწყობილობების ხარჯების ვალუტებს შორის ზემოაღნიშნული შეუსაბამობა აქაც მნიშვნელოვანია - კაპიტალური დანახარჯები, როგორც შემოსავლის პროცენტული წილი, აწეულია აშშ დოლარის მიმართ ადგილობრივი ვალუტის გაუფასურებით. 10%-15%² კაპიტალური დანახარჯების/შემოსავლები ევროკავშირის განვითარებულ ბაზრებზე ნორმაა მაშინ, როცა ეს მაჩვენებელი საქართველოში საშუალოდ 20%-ზე მაღალია.

აქედან გამომდინარე, მხოლოდ მაღალი მარჟების საფუძველზე იმის მტკიცება, რომ ბაზარზე არ არის მაღალი კონკურენცია, არასწორია, განსაკუთრებით იმ რეალობის გათვალისწინებით, როდესაც სხვა ქვეყნებთან შედარებით, საქართველოში მოქმედი ოპერატორები კონკურირებენ განსხვავებული პარამეტრებით.

საქართველო არის განვითარებადი ბაზარი, ინვესტორებისთვის ძალზე სპეციფიკური რისკებით

ის ეკონომიკური, პოლიტიკური და ფინანსური რისკები, რომელთა წინაშეც ინვესტორები საქართველოში დგანან, არსებითად განსხვავდება სხვა ევროპული ქვეყნებისგან. ეს დასტურდება საქართველოს გრძელვადიან სახელმწიფო ვალზე დაკვირვებული შემოსავლებით, რომლებიც 2009 წლიდან საშუალოდ 11%-ს შეადგენს, და ხშირად 15%-ს აჭარბებს. ეს აჩვენებს 9%-იან საშუალო ნამატს იმავე პერიოდში გაერთიანებული სამეფოს შემოსავლებთან მიმართებით, რომლებიც მხოლოდ 2%-ს შეადგენს. ეს დაკავშირებული რისკები შესაბამისად უნდა აისახოს „მაგთიკომის“ საქმიანობაში ინვესტორებისთვის საჭირო უკუგებების ნებისმიერ ანალიზში, ვინაიდან აშკარაა, რომ ევროკავშირის ქვეყნებთან შედარებით საქართველოში ინვესტირებისთვის ინვესტორებს არსებითად უფრო მაღალი უკუგება სჭირდებათ. საქართველოს მობილური ბაზრიდან ყველა სხვა საერთაშორისო ინვესტორის

² გაერთიანებული სამეფო მოწიფული მობილური ბაზრის საილუსტრაციო მაგალითია, სადაც გასული 10 წლის პერიოდში წამყვანი მობილური ქსელის ოპერატორის (EE) კაპიტალურ დანახარჯებში ინვესტიციამ შემოსავლების მხოლოდ 8% შეადგინა, და იმავე პერიოდში 4 მობილური ქსელის ოპერატორის საშუალო მაჩვენებელი 10% იყო.

გასვლა ადასტურებს იმას, რომ მოსალოდნელი და მიღებული უკუგებები იმდენად ვერ ასახავს რისკებს, რომ ინვესტორები მზად იყვნენ ბაზრიდან გასვლით არსებითი ზარალი განეცადათ.

აქედან გამომდინარე, უფრო მაღალი უკუგებები ასახავს იმ უნიკალურ რისკებს, რომელთა წინაშეც ინვესტორები დგანან საქართველოში ინვესტირებისას, და არა კონკურენციის არარსებობას. კაპიტალის ღირებულების თეორიული გაანგარიშებები, ასეთი მნიშვნელოვანი რისკების ფონზე, ვერ იქნება გამოყენებული უკუგებებისა და ჭარბი მოგების იმგვარად შესაფასებლად, რომელიც მარეგულირებელი გადაწყვეტილებების მიღების მიზნებისათვის იყოს შესაფერისი.

ფაქტობრივი უკუგებები განხილული უნდა იყოს „სამართლიანი ფსონის“/“Fair bet” პრინციპით, რაც ითვალისწინებს ინვესტირების მომენტში არსებულ რისკებს

რეგულირებული კომპანიები ახორციელებენ ინვესტიციებს, რომლებსაც აქვთ პოტენციური პლუსი და პოტენციური მინუსი. კომპანიები ინვესტიციას განახორციელებენ მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ მოსალოდნელი უკუგება უდრის ან აღემატება მოსალოდნელ დანახარჯებს. იმ შემთხვევაში, თუ კომპანია აიღებს ისეთ რისკს, რომ საქმე მოსალოდნელზე ნაკლებად კარგად წავა, მას ასევე უნდა მიეცეს პლუსიდან სარგებლის მიღების შესაძლებლობა - სხვაგვარად, რაციონალური ინვესტორები უბრალოდ ინვესტიციას არ განახორციელებენ, თუ ეცოდინებათ, რომ ნებისმიერი პლუსი ექსპროპრიაციით ან რეგულაციით წაერთმევათ. ეს ცნობილია, როგორც „სამართლიანი ფსონის“ რეგულირების პრინციპი.

ფინანსური უკუგებების სწორი ანალიზი უნდა ითვალისწინებდეს *წინასწარ (ex ante)*, ინვესტიციების ჩადების მომენტში მოსალოდნელ შესაძლო უკუგებების დიაპაზონს. „მაგთიკომის“ მიერ მომხმარებლებისთვის მიწოდებული სერვისის ხარისხი მაღალია - გონივრული მოლოდინების ზედა მხარესაა - და დღევანდელი ფინანსური მაჩვენებლები ამაზე ნაწილობრივ მეტყველებს. თუმცა, იმ დროს, როცა ეს ინვესტიციები ხორციელდებოდა, იყო იმის შესაძლებლობაც, რომ საოპერაციო საქმიანობის პრობლემებისა და პოლიტიკური, ეკონომიკური და ფინანსური რისკების გამო საინვესტიციო უკუგება უფრო დაბალი ყოფილიყო. ინვესტირებაზე გადაწყვეტილების მიღებისას ინვესტორები აფასებდნენ ამ რისკებსა და პოტენციურ პლუსებს, რაც ინვესტირების მომენტში მოსალოდნელი უკუგებების 'საშუალოზე' აისახებოდა. იმის გამო, რომ მათუფრო ცუდ შედეგებზე გასვლის უარყოფითი რისკები აიღეს, ინვესტორებს გაწეული რისკიანი ინვესტიციებიდან უკუგების მიღების შესაძლებლობაც უნდა ჰქონდეთ.

ამიტომ მარეგულირებლებმა უნდა აღიარონ, რომ „მაგთიკომის“ უკუგებები [შემოსავლიანობა] შესაძლოა *ლეგიტიმურად* ასახავდეს კაპიტალის ნამდვილ ძირითად ღირებულებაზე მნიშვნელოვან ნამატს. ასეთი უკუგებების [შემოსავლიანობის] შესაძლებლობა არსებითად მნიშვნელოვანი იყო წარსული განხორციელებული ინვესტიციების გასამართლებლად. კომისიის მზაობა ამ სახის მაღალი ამკარა უკუგებების არსებობისას თავი შეიკავოს ვალდებულებების დაკისრებისგან არსებითად მნიშვნელოვანი იქნება უწყვეტი ინვესტიციის მხარდაჭერისთვის. ამის განუხორციელებლობა ნიშნავს იმას, რომ მომავალ ინვესტორებს რეალისტურად შეიძლება ჰქონდეთ კაპიტალის ღირებულებასთან არათანხვედრი უკუგებების მიღების მოლოდინი და ამას უცილობლად უარყოფითი გავლენა ექნება საქართველოს კომუნიკაციების დარგში ინვესტირებაზე.

ჩვენ შევამოწმეთ PWC-ის მიერ ჩატარებული კაპიტალის ღირებულების ანალიზი და, მიუხედავად ჩვენი თვალსაზრისისა, რომ 'სამართლიანი ფსონის' მეთოდოლოგია უკუგებების შეფასების შესაფერისი საშუალებაა, მიგვაჩნია, რომ აღნიშნულ ანალიზში გამოთვლილია კაპიტალის ღირებულება, რომელიც მოცემული დარგისთვის რეალისტური არ არის. ჩვენი ანალიზი იძლევა იმის ვარაუდის საფუძველს, რომ დარგის კაპიტალის ღირებულება შეადგენს სულ ცოტა 20%-ს გადასახადების გადახდის შემდეგ. ეს

ანალიზი შესაბამისობაშია რეგისტრირებულ ქართულ აქციებში, მაგალითად, საერთაშორისო სავაჭრო ბირჟებზე რეგისტრირებული ადგილობრივი ქართული ბანკების აქციებში, ინვესტორების მიერ მოთხოვნილ რეალურ უკუგებასთან. 'სამართლიანი ფსონის' პრინციპი მიუთითებს იმაზე, რომ საორიენტაციო უკუგების კოეფიციენტი შეადგენს დაახლოებით 30%-ს.

გადასახადების გადახდის შემდეგ „მაგთიკომის“ კაპიტალზე უკუგება ჩვენ დავიანგარიშეთ აქტივის ჩანაცვლების ღირებულების მეთოდით და მივიღეთ, რომ 2009-2023³ წლების პერიოდში გადასახადების გადახდის შემდეგ საშუალო უკუგება შეადგენს 15%-ს. ჩვენი აზრით, ეს არ არის უკუგების ის დონე, რომელიც პრობლემებს შექმნიდა რეგულაციების ან პოტენციური კონკურენციის პრობლემების თვალსაზრისით.

„მაგთიკომის“ თავისებურებები იგნორირებულია ან არასწორად არის განმარტებული

„მაგთიკომის“ დეკლარირებული მოგება წარმატებულ სტრატეგიაზე მეტყველებს

მას შემდეგ, რაც „მაგთიკომმა“ მობილური მომსახურებები 1997 წელს დაიწყო, მან მიზნად დაისახა საუკეთესო მობილური ქსელის შექმნა და მიიღო შეგნებული სტრატეგიული გადაწყვეტილებები განეხორციელებინა სასტარტო ინვესტიციები, ყოველთვის იმ მიზნით, რომ აბონენტებისთვის უმაღლესი ხარისხის მომსახურება მიეწოდებინა. ეს არის ბიზნესი, რომელიც არსებითად ქსელის ინჟინრების მიერ იმართება, რის შედეგადაც მიღებულია მაღალხარისხიანი ქსელი, რომელიც მის აბონენტებს უყვართ.⁴ ამ დროისთვის „მაგთიკომის“ ქსელის ხარისხის შემზღვევა ფაქტორია სპექტრის ხელმისაწვდომობა.

საშუალო და გრძელვადიან პერსპექტივაში ეფექტიანობის მისაღწევად „მაგთიკომის“ მიერ ისტორიულად ხორციელდება გრძელვადიანი სასტარტო ინვესტიციები, მაგალითად, ყველა ქონების შეძენა, საკუთარი დარიცხვის პროგრამული უზრუნველყოფის შექმნა, და საკუთარი ქსელის მართვა და კონტროლი (და არა ამ მომსახურების მესამე მხარეებისგან შეძენა). როცა არჩევანი გასაკეთებელია შეძენასა და იჯარით აღებას შორის, „მაგთიკომი“ არჩევანს აკეთებს შეძენაზე ან წინსწრებით ინვესტირებაზე ქსელის ხარისხზე და მომხმარებლის არჩევანზე კონტროლის შესანარჩუნებლად და მაქსიმალური ეფექტიანობის მისაღწევად. შედეგად, საოპერაციო დანახარჯები გაცილებით დაბალია, ვიდრე ევროკავშირის ყველა ეკვივალენტურ ბაზარზე. თუ მსგავსი ზომის, მაგ., საბერძნეთის, ბაზარს განვიხილავთ, Cosmote-ს 43%-იანი EBITDA მარჟა ეკვივალენტურია 63%-სა, ის მობილური ტელეფონების გაყიდვების სუბსიდირებას რომ არ აკეთებდეს. გარდა ამისა, „მაგთიკომთან“ შედარებით, Cosmote მინიმუმ 10%-ით უფრო მეტს ხარჯავს იჯარაზე, ქირაზე ან მესამე პირთაგან მიღებულ მომსახურებაზე. ამიტომ, „მაგთიკომის“ მიერ დეკლარირებული 2023 წლის 76%-იანი EBITDA-ს მარჟა ძალზე მსგავსია Cosmote-ს მიერ დეკლარირებული მარჟისა, როგორც კი მხედველობაში მივიღებთ მობილური ტელეფონების გაყიდვებსა და მესამე პირთა მომსახურების ხარჯებს. Cosmote-სა და „მაგთიკომის“ მარჟები ეკვივალენტურია და დაუკორექტირებელი შედარებები ძალზე შეცდომაში შემყვანია.

³ აქტივების მიმდინარე ღირებულებაზე (CCA) დაფუძნებით - დეტალებისთვის იხილეთ ნაწილი 4

⁴ ეს შეიძლება დადასტურდეს „მაგთიკომის“ უახლესი კლიენტთა ლოიალობის მაჩვენებლის (NPS) ანალიზით, სადაც მობილური ქსელის ხარისხმა განაპირობა 77%-იანი NPS ინდექსი.

„მაგთიკომის“ რეალური უკუგებები უფრო დაბალია, ვიდრე „სამართლიანი ფსონის“ მარეგულირებელი პრინციპით მოსალოდნელი უკუგებები

ბოლო თხუთმეტი წლის განმავლობაში „მაგთიკომის“ ინვესტორების მიერ მიღებული უკუგებები „სამართლიანი ფსონის“ პრინციპით მათთვის გონივრულად მოსალოდნელზე არსებითად უფრო დაბალია შექმნილი გარემოებებიდან გამომდინარე. ამ დეფიციტის ჯამური ღირებულება მნიშვნელოვანია.

მომავალი ჩარევების განხილვისას და საბაზრო ძალაუფლების შეფასებისთვის დასკვნების გამოტანისას ამ მტკიცებულებებს სათანადო წონა უნდა მიენიჭოს. ინვესტორებმა სამართლიანი უკუგებები ვერ მიიღეს. ზენორმალურ უკუგებებზე თითის გაშვების ნაცვლად, მომგებიანობის დღევანდელი მაჩვენებლები ბევრად და არაერთი წელი უნდა გაუმჯობესდეს, რომ ეს ისტორიული დეფიციტი ამოავსოს.

„მაგთიკომი“ მზადაა დარგში ინვესტიცია განახორციელოს გადაწყვეტ მომენტში, მაგრამ ამას მარეგულირებელი სიცხადე ესაჭიროება

„მაგთიკომი“ მოწადინებულია მთელი ქვეყნის მასშტაბით ააშენოს 5G ქსელი უმოკლეს შესაძლო ვადებში და აიღოს დაფარვის ვალდებულება და სურს შესაბამისი სპექტრის 700 მჰც, 800მჰც, 2.6 გჰც და 3.6 გჰც სიხშირეების შეძენა, რათა ამის განხორციელება შესაძლებელი იყოს. როგორც ჩვენ ვიცით, კომისია მზად არის აუქციონზე გამოიტანოს პაკეტი ამ სიხშირული ზოლებით, MVNO ვალდებულებების გარეშე, რომელი ვალდებულებებიც წარსულში ქსელში ინვესტირების ანტისტიმულად მოგვევლინა.

ქსელში ამ სახის მნიშვნელოვანი ინვესტიცია რომ განახორციელოს, „მაგთიკომს“ სურს იცოდეს, რაც საკმაოდ გონივრულია, ექნება თუ არა მას გონივრული საინვესტიციო უკუგების მიღების უფლება. ასეთ ინვესტიციას კომერციული აზრი არ ექნებოდა, თუ მას მოუწევდა თავის ახალ ქსელზე MVNO-ს რეგულირებულ ფასებში⁵ დაშვება. MVNO-ს სავალდებულო დაშვება არსებითად შეამცირებდა მოსალოდნელ საინვესტიციო უკუგებას და სავარაუდოდ ინვესტიციას არამიმზიდველს გახდიდა.

„მაგთიკომი“ აქტიურ მოლაპარაკებებს აწარმოებს პოტენციურ პარტნიორთან MVNO ხელშეკრულებაზე. ამასთან, მობილური ბაზრის მომსახურებების კვლევით შექმნილი გაურკვევლობის შედეგად პოტენციურმა პარტნიორმა „ჯერ დავიცადოთ და ვნახოთ“ მიდგომა აირჩია, რადგან აზრი არ აქვს მის მიერ კომერციული ხელშეკრულების გაფორმებას და შემდეგ იმის გარკვევას, რომ სავალდებულო ფასები დაბალია. „მაგთიკომს“ ძალიან სურს დაადგეს კომერციული MVNO-ს გზას, თუ მას მიეცემა ამის თავისუფლად გაკეთების უფლება, მარეგულირებელი ჩარევის პერსპექტივის გარეშე.

ევროკავშირის მარეგულირებელთა უმეტესობა ამჟამად ცდილობს ხელი შეუწყოს ქსელში ინვესტიციას, რათა მიაღწიოს ციფრული კავშირის მიზნებს - კომისია შესაშურ პოზიციაშია, რადგან ჰყავს სამი მსხვილი მობილური ოპერატორი, რომელთა შორის ფასზე და ქსელის ხარისხზე კონკურენცია მწვავეა, და რომლებიც გვთავაზობენ ქსელის ხარისხის შემდგომ გაუმჯობესებას სამართლიანი საინვესტიციო

⁵ აღვნიშნავთ, რომ კომისიის მიერ შემოთავაზებული რეგულირებული ფასები ეფუძნება LRIC მოდელს, რომელიც არ იძლევა ფიქსირებული ან საერთო ხარჯების კომპენსაციის შესაძლებლობას. LRIC-ზე დაფუძნებული ფასები, როგორც წესი, გამოიყენება რეგულირებული ფასებისთვის, სადაც აღიარებულია, რომ დაბალი ფასები არ გააჩენს ქსელის ინვესტირებაში სტიმულების შემცირებას. მაგალითად შეიძლება იყოს ზარის დასრულების ტარიფები, რომლებიც ფართოდ რეგულირდებოდა იმ საფუძველზე, რომ მომხმარებლები არ ირჩევდნენ მობილური სერვისის პროვაიდერს იმის მიხედვით, თუ რამდენად ღირს სხვებისთვის მათთვის დარეკვა, და შესაბამისად, ნორმალური კონკურენტული ძალები არ მოქმედებდნენ ფასებზე. სადაც ინვესტიციების სტიმულები მნიშვნელოვანი ფაქტორია, უფრო ნორმალური საფუძველი ფასების განსაზღვრისთვის შეიძლება იყოს FAC (სრულად განაწილებული ხარჯი), LRIC-plus, ან Retail Minus, რაც მოიცავს ხარჯების სრულ აღდგენას, მათ შორის ინვესტიციაზე გონივრული დაბრუნების უზრუნველყოფას.

უკუგების მიღების უფლების სანაცვლოდ. შემოთავაზებული სავალდებულო MVNO დაშვება (სპეციფიკური ვალდებულება, რომელიც არ დანერგო ევროკავშირში), ისევე როგორც ეროვნული როუმინგისა და კოლოკაციის სპეციფიკური ვალდებულებები არის არაპროპორციული და უპრეცედენტო და გამოიწვევს ქსელში ინვესტიციების შემცირებას.

ეს არის მნიშვნელოვანი მომენტი ინდუსტრიაში – მოვუწოდებთ კომისიას, მისცეს მაგთიკომს შესაძლებლობა დაამტკიცოს, რომ შეუძლია განახლებული ქსელითა და კიდევ უფრო მეტი არჩევანის შეთავაზების შესაძლებლობით გააგრძელოს მომსახურების მიწოდება აბონენტებისთვის.

ცხრილი 1: კომისიის არგუმენტებისა და ჩვენი პასუხების მოკლე მიმოხილვა

კომისიის მსმ კრიტერიუმები/სპეციფიკური ვალდებულებები	არგუმენტის რეზიუმე	პასუხი
საბაზრო წილი >40%	საქართველოს კანონმდებლობის თანახმად, არსებობს მსმ-ის პრეზუმცია, როცა საბაზრო წილი >40%	„მაგთიკომის“ საბაზრო წილი მართლაც 40%-ზე მაღალია, რასაც განაპირობებს მომხმარებლების მოთხოვნა და კმაყოფილების მაღალი დონე. ეს პრობლემის ინდიკატორი არ არის მაშინ, როცა მომხმარებლებს კარგი კონკურენტული არჩევანი აქვს.
ბაზარზე შესვლისა და გაფართოების ბარიერები	<i>‘მნიშვნელოვანი კონკურენციისა და პოტენციური კონკურენციის არარსებობა 3-წლიან მომავალზე ორიენტირებულ პერსპექტივაში’</i>	მოხილურ ოპერატორებს შორის კონკურენცია უკვე ძლიერია და მომავალ რამდენიმე წელიწადში კიდევ უფრო გაიზრდება, როცა 5G მომსახურება დაიწყება, და MVNO-ების გავლენა გაიზრდება ყველა ოპერატორის ქსელში (მათ შორის, იმ MVNO-ებისა, რომლებთანაც „მაგთიკომი“ კომერციულ ხელშეკრულებებს გააფორმებს)
„მაგთიკომის“ აბსოლუტური და ფარდობითი ზომა	მის კონკურენტებთან შედარებით, „მაგთიკომი უფრო დიდია აბონენტების, შემოსავლისა და მოგების თვალსაზრით.	კომისია უბრალოდ აცხადებს, რომ „მაგთიკომი“ უფრო დიდია, რაც ასეც არის. ეს არ ნიშნავს იმას, რომ კონკურენციასთან დაკავშირებით პრობლემაა. ამის ნაცვლად, ეს ნიშნავს იმას, რომ „მაგთიკომი“ წარმატებულ ბიზნეს-სტრატეგიას ახორციელებს. ადვილჯამთ, რომ მაგთიკომის წარმატება განაპირობებს მასზე უფრო მეტ მარეგულირებელ წნეხს.
„მაგთიკომის“ კონტროლი ინფრასტრუქტურაზე	ინფრასტრუქტურაზე „მაგთიკომის“ კონტროლი მნიშვნელოვანი ფაქტორია	ინფრასტრუქტურაზე კონტროლის შენარჩუნება „მაგთიკომის“ მომხმარებელზე ორიენტირებული

	<p>საბაზრო ძალაუფლების შეფასებისას.</p>	<p>სტრატეგიის მნიშვნელოვანი ნაწილია, რაც უზრუნველყოფს იმას, რომ „მაგთიკომს“ ძალუძს ქსელის საუკეთესო შესაძლო ხარისხის უზრუნველყოფა. ეს არის მიდგომა, რომელიც ბაზარზე მოქმედი ყველა მობილური ოპერატორისთვის ხელმისაწვდომია. უნდა აღინიშნოს, რომ მაგთიკომს და სილქნეტს ფაქტიურად თანაბარი რაოდენობის საბაზო სადგურები გააჩნია და სამივე მობილურ ოპერატორს მოსახლეობის დაფარვის 99%-იანი მაჩვენებელი აქვს (კომისიის მონაცემების მიხედვით).</p>
<p>დაშვების მაძიებელთაგან მსყიდველობითი ძალაუფლების არარსებობა</p>	<p>როგორც ჩანს, კომისია ვარაუდობს, რომ MVNO-სთვის პერსპექტივები უფრო სუსტია იმიტომ, რომ პოტენციურ პარტნიორებს ძლიერი სასტარტო პოზიცია არ აქვთ.</p>	<p>რაციონალურად, ჩვენი მოლოდინით „მაგთიკომი“ MVNO-ს (ან MVNO-ებს) დაშვებს მაშინ, როცა ცხადი იქნება, რომ სარგებლობა (მაგ. უფრო მეტ მომხმარებელზე გასვლა, ან ქსელის გამოყენების განსხვავებული პროფილები) გადაწონის ხარჯებს (მათ შორის, კანიბალიზაციის რისკს). ეს ასეა ნებისმიერი მობილური ქსელის ოპერატორის შემთხვევაში, რომელიც MVNO-სთან ხელშეკრულებაზე მოლაპარაკებებს აწარმოებს. ერთადერთი რამ, რაც „მაგთიკომის“ მოლაპარაკებებს უჩვეულოს ხდის, არის პერსპექტიული სავალდებულო MVNO-ს მექანიზმთან დაკავშირებული მარეგულირებელი რისკი.</p>
<p>მნიშვნელოვანი მასშტაბის ეკონომია და მრავალფეროვნების ეკონომია</p>	<p>კომისია ვარაუდობს, რომ „მაგთიკომის“ ზომა იძლევა ისეთ სარგებლობას, რომლის გამოვლენაც სხვებს არ შეუძლიათ.</p>	<p>მობილური ქსელის აშენების ეკონომიკა ისეთია, რომ ბაზრების უმეტესობას შეუძლია დაიტოს სულ მცირე სამი ოპერატორი. არც საქართველოა გამონაკლისი. „მაგთიკომი“ გაიზარდა და უმსხვილეს ოპერატორად ჩამოყალიბდა საქმიანობის მაღალი სტანდარტების შედეგად და მას უნდა მიეცეს წარსულში განხორციელებულ (რისკიან) ინვესტიციებზე გონივრული უკუგების მიღების უფლება.</p>

<p>მომგებიანობა და დაფინანსების წყაროებზე მარტივი წვდომა</p>	<p>კომისია აცხადებს, რომ „მაგთიკომის“ (და „სილქნეტისა“ და „სელფის“) EBITDA მარჟები შედარებით მაღალია.</p>	<p>მხედველობაში მისაღებია საქართველოს მობილური ბაზრის კონკრეტული თავისებურებები (მაგალითად, მობილური ტელეფონების გაყიდვების არარსებობა). მხოლოდ EBITDA მარჟების ნაცვლად უფრო საფუძვლიანი ანალიზით ვლინდება, რომ საინვესტიციო უკუგებები შესაბამისობაშია მოსალოდნელი უკუგებების სწორად ჩამოყალიბებულ შეხედულებასთან, რომელიც ასახავს ინვესტირების დროს არსებულ რისკებს. საჭიროა, რომ მარეგულირებელმა შეაფასოს ის რისკები, რომლებიც ინვესტირების ვალდებულების აღებისას არსებობდა. ნებისმერი მარეგულირებელი ჩარევა ამავე პრინციპს უნდა შეესაბამებოდეს.</p>
<p>ეროვნული როუმინგისა და თანალოკაციის სპეციფიკური ვალდებულებები</p>	<p>კომისია ამბობს, რომ მობილურ ბაზარზე ჭარბი ინვესტიციების პრობლემაა, რაც კონკურენტებისთვის მაღალ ხარჯებს განაპირობებს. აღნიშნულის დასაძლევად კომისიას შემოაქვს ორი სპეციფიკური ვალდებულება</p>	<p>ჩვენ გაკვირვებულები ვართ კომისიის მოსაზრებით, რომ მაღალი ინვესტიციები პრობლემას წარმოადგენს ბაზრისთვის. კომისიას ერთის მხრივ სურს, რომ ოპერატორმა მნიშვნელოვანი ინვესტიციები განახორციელონ 5G ტექნოლოგიაში და ამავე დროს ამბობს, რომ მაღალი ინვესტიციები პრობლემას წარმოადგენს და ამისთვის კოლოკაციისა და ეროვნული როუმინგის სპეციფიკური ვალდებულებები შემოაქვს. ეს ორი საკითხი ურთიერთგამომრიცხველია. კომისია ვარაუდობს, რომ მაგთიკომმა ზედმეტად დიდი ინვესტიცია ჩადო, რაც კონკურენტების ხარჯებს ზრდის, მაგრამ ინვესტიციების (რისკიანი) განხორციელების შესაძლებლობა ყოველთვის ღია იყო ყველა ოპერატორისთვის და მაგთიკომი არ უნდა დაისაჯოს ეფექტურად და ეფექტიანად ინვესტიციების განხორციელებისა და თავისი ბიზნეს სტრატეგიის კარგად შესრულებისთვის. ამგვარი 'გამარჯვებულის წყევლა' ცუდ</p>

		<p>რეგულაციას წარმოადგენს და ნეგატიურ ზეგავლენას მოახდენს მომხმარებლებისთვის. ეროვნული როუმინგი და თანალოკაციის სპეც-ვალდებულებები არ არის შესაბამისი, ზემოთ მოყვანილი მიზეზების გარდა, ასევე იმიტომ, რომ სიხშირული ლიცენზიის დაფარვის ვალდებულებების მიხედვით ეროვნული როუმინგი არ უნდა იყოს საჭირო, გარდა ალბათ ყველაზე შორეული დასახლებებისა.</p>
--	--	--

დასკვნა

ჩვენ გვჯერა, რომ ComCom-მა არასწორად გაითვალისწინა საქართველოს მობილური ბაზრის მნიშვნელოვანი ასპექტები, რაც მაგთიკომისთვის SMP-ის დასკვნებს არარელევანტურს ხდის. ჩვენ არ ვეთანხმებით კომისიის მიგნებებს და ვასკვნი, რომ მან დაუშვა რამდენიმე შეცდომა:

- ბაზარი მეტად კონკურენტუნარიანი და კარგად ფუნქციონირებადია. ქსელის ხარისხი მაღალია, ხოლო ფასები EU-ს საშუალო ფასებზე დაბალია.
- კომისია, როგორც ჩანს, თავის დასკვნებს მაღალი EBITDA მარჟებზე ამყარებს, მაგრამ არასწორ ინტერპრეტაციას უკეთებს მათ მნიშვნელობას. მარჟები მაღალია მაგთიკომისთვის, რადგან ის არ ყიდის და არ ასუბსიდირებს მობილურ ტელეფონებს, და რადგან მან წარსულში სტრატეგიული ინვესტიციები ჩადო, რაც სხვა ოპერატორებს არ გაუკეთებიათ. ეს არ ნიშნავს, რომ მან ზედმეტად დიდი ინვესტიცია ჩადო, უბრალოდ ის ეფექტიანად და წარმატებულად აწარმოებდა თავის ინვესტიციებს. მას უნდა მიეცეს შესაძლებლობა, მიიღოს ამ ინვესტიციებზე უკუგება და ჩვენი ROCE ანალიზი აჩვენებს, რომ მაგთიკომის უკუგება არ სცილდება ბოლო 15 წლის განმავლობაში საქართველოსთვის შესაბამის ნიშნულს.
- თუნდაც SMP-ის დასკვნა იყოს სწორი, რაც ასე არ არის, შემოთავაზებული სპეციფიკური ვალდებულებები მაინც არაპროპორციულია.

კომისიამ უნდა შეცვალოს თავისი დასკვნები, გააუქმოს შემოთავაზებული სპეციფიკური ვალდებულებები და მისცეს ბაზარს შესაძლებლობა, გააგრძელოს ეფექტიანი ფუნქციონირება, 5G ტექნოლოგიაში ინვესტიციების სტიმულებით და მომავალი წლების განმავლობაში კონკურენციის გაგრძელების პერსპექტივით.

1. შესავალი

კომისიის მობილური მომსახურებების ბაზრის ანალიზში „მაგთიკომი“ მიჩნეულია მსმ-ის მქონედ, და რეკომენდირებულია შემდეგი მარეგულირებელი ზომები: საბითუმო ქსელზე MVNO-ის სავალდებულო დაშვება, ნაციონალური როუმინგი და კოლოკაცია.

კომისია აცხადებს, რომ მსმ-ის დადგენა ეფუძნება ძირითადად 40%-ზე მეტ საბაზრო წილს, აგრეთვე შემდეგი მეორადი კრიტერიუმების ანალიზს:

- ბაზარზე შესვლისა და გაფართოვების ბარიერები
- „მაგთიკომის“ აბსოლუტური და ფარდობითი ზომა;
- „მაგთიკომი“ აკონტროლებს კონკურენტების მიერ რთულად დუბლირებად ინფრასტრუქტურას;
- მაძიებელთა მხრიდან მსყიდველობითი ძალაუფლების არარსებობა და „მაგთიკომის“ მიერ გრძელვადიანი და მდგრადი საბითუმო ხელშეკრულებების გასაფორმებლად სტიმულის არქონა;
- „მაგთიკომის“ მნიშვნელოვანი მასშტაბის ეკონომია და მრავალფეროვნების ეკონომია, რაც მიღებულია მისი როგორც ფიქსირებული, ასევე მობილური კავშირგაბმულობის ნაციონალური ინფრასტრუქტურის, მისი ნაციონალური განაწილების არხებისა და ვერტიკალური ინტეგრაციის მეშვეობით; და
- „მაგთიკომის“ საერთო მომგებიანობა და შესაბამისად საინვესტიციო სახსრებზე ადვილი წვდომა.

ამ კრიტერიუმებიდან რამდენიმე დეტალურად არის განხილული სხვა მოპასუხეების მიერ, და ზოგი ამ ანგარიშშია განხილული.

დღევანდელი მდგომარეობით, კომისიის კვლევაზე წარმოდგენილია რამდენიმე პასუხი. გვსურს შევხებით „სილქნეტის“ სახელით Frontier Economics-ის მიერ წარმოდგენილ ანგარიშს, რომელშიც Frontier არ ეთანხმება კომისიის დასკვნებს მასზე, რომ საცალო ბაზარი არ ავლენს ეფექტიან კონკურენციას, რომ მობილური ბაზრის საბითუმო სეგმენტი აკმაყოფილებს სამი კრიტერიუმის ტესტს, და რომ სავარაუდო მსმ ოპერატორი უნდა დაექვემდებაროს წინასწარ რეგულირებას. ჩვენ ვეთანხმებით Frontier-ის ანალიზს მასზე, რომ *„საქართველოს მობილური ბაზრის საცალო სეგმენტი ხასიათდება ფასებში დინამიური კონკურენციით ისე, რომ არცერთ ოპერატორს არ შეუძლია თავისი ფასების ცალმხრივად გაზრდა კონკურენციის წესების საწინააღმდეგოდ.“*

ჩვენ არ ვაპირებთ ზემოაღნიშნულ ანგარიშში გაკეთებული დასკვნების განხილვას, მაგრამ აღვნიშნავთ მასში დაფიქსირებულ პოზიციას მასზე, რომ კომისიამ არასწორად განმარტა საბაზრო კონკურენციის არაერთი ასპექტი, კერძოდ:

- კომისიამ არასწორად წარმოაჩინა ბაზარზე არსებული კონკურენციის დინამიკა. Frontier სწორად მიუთითებს მასზე, რომ წინსწრებით გადახდის მომსახურების მომხმარებლების 95%, მულტი-SIM და e-SIM ბარათების ინტენსიურ გამოყენებასთან ერთად, მაღალი კონკურენციის მქონე ბაზარზე მიუთითებს.
- გაუმართლებელია კომისიის განცხადება მასზე, რომ წინსწრებით გადახდის მომსახურების იმ მომხმარებლების დიდი წილი, რომლებიც მულტი-SIM და e-SIM ბარათებს იყენებენ, მხოლოდ

მოკლევადიან ინვესტიციებს ახალისებს. ჩვენ უფრო შორს წავალთ და ვიტყვით, რომ ეს განცხადება მცდარია და მეტყველებს საქართველოს მობილურ ბაზარზე არსებული კონკურენციის ნამდვილი ხასიათის ვერ გაგებაზე, რომელიც დაფუძნებულია ქსელის ხარისხზე და ფასების ინოვაციურ შეთავაზებებზე.

Frontier ასევე აღნიშნავს, რომ ფასების კვლევები აჩვენებს, რომ საცალო მობილური ფასები საქართველოში, უმეტეს შემთხვევაში, მნიშვნელოვნად დაბალია ევროპის საშუალო ფასებზე.

2. მობილური ბაზრის ეკონომიკა

მობილური ქსელის და მასთან დაკავშირებული ფუნქციების აშენების განსხვავებული გზები არსებობს

ყველაზე საბაზისო დონეზე, როდესაც მომხმარებლებისთვის მობილური ტელეფონის სერვისის გაშვებაზე მიდგება საქმე, მობილური ქსელის ოპერატორებს აქვთ სტრატეგიული არჩევანი იმის შესახებ, თუ როგორ მიაწოდონ სერვისი, რამდენად გაიტანონ Outsourcing-ზე გარკვეული ქსელის ელემენტები და შეიძინონ თუ არა ყველა საჭირო აქტივი წინასწარ.

ერთ-ერთი მიზეზი, რატომაც არ არის მობილური სერვისების ფასები რეგულირებული მდგომარეობს შემდეგში: ოპერატორმა შესაძლოა დაიწყოს საქმიანობა და ააგოს ქსელი შედარებით მცირე კაპიტალ დანახარჯებით, მიიღოს გადაწყვეტილება მოახდინოს შემდეგი ხარჯების ქირაობა ან/და აუტსორსზე გატანა, როგორცაა ქსელის აქტივები, აბონენტთა მომსახურება, ქსელის მართვა და სხვა ბიზნეს ელემენტები და შესაბამისად მოახდინოს ამ ყველა ხარჯის კომპენსირება შემოსავლებით. ყოველივე ეს არის ოპერატორის გადაწყვეტილებები, რომელსაც იგი იღებს წინასწარ თვითონვე. ასეთი გზით ქსელის აწყობა აღიქმება შედარებით დაბალ რისკიანად და წინასწარი ინვესტიციებიც შესაბამისად არის დაბალი.

„მაგთიკომმა“ რისკიანი სტრატეგიული გადაწყვეტილებები მიიღო და კარგად განახრციელა

„მაგთიკომის“ სტრატეგიული არჩევანი იყო და არის ყველა აქტივის შექმნა (და არა იჯარით აღება), საკუთარი სისტემების (დარიცხვის, ქსელის მართვის და ა. შ.) შექმნა, საკუთარი ქოლ-ცენტრის ქონა, საკუთარი ქსელის მართვა და მომარაგება და მომსახურების მარკეტინგისას მეტწილად word-of-mouth პრინციპით სარგებლობა.

ქსელის ოპერირების მიმართ განსხვავებული მიდგომები დინამიური კონკურენტული ბაზრის ნაწილია

ის ფაქტი, რომ „მაგთიკომს“ არჩეული აქვს წინასწარ ინვესტირება, არ უნდა იყოს მიჩნეული კონკურენციის არარსებობის დამადასტურებელ მტკიცებულებად. „მაგთიკომმა“ სტრატეგიული გადაწყვეტილებები მიიღო, შექმნა შესანიშნავი ქსელი კმაყოფილი მომხმარებლებით და უნდა ვაღიაროთ, რომ მან თავისი გეგმები კარგად შეასრულა. მაგრამ მას არაფერი გაუკეთებია ისეთი, რის დუბლირებაც მისი კონკურენტები ვერ შეძლებდნენ, რომ გამოეველინათ წინასწარ განჭვრეტის უნარი და იმავე გზით წასულიყვნენ ან საკუთარი ქსელები თანაბრად კარგად ემართათ.

ჩვენ გაკვირვებულები ვართ კომისიის კომენტარით, რომ მაგთიკომის გადაჭარბებული ინვესტიციები იწვევს კონკურენტების ხარჯების ზრდას. აღნიშნული ლოგიკით მიხედვით, მაგთიკომს არ უნდა გაეღო რისკიანი ინვესტიციები და კონკურენტების მსგავს გზას გაყოლოდა, რითაც არ უნდა გადაესწრო კონკურენტებისთვის და არ გაემწვავებინა კონკურენცია. მიდგომა, რომ დაისაჯოს და დაიჩაგროს წარმატებული ბიზნეს სტრატეგიის განმახორციელებელი, უცნაური მიდგომაა და გამოიწვევს ინვესტიციების განხორციელებისადმი უარყოფით შედეგებს.

„მაგთიკომის“ დაკვირვებული მარჯები ასახავს მიღებულ სტრატეგიულ საინვესტიციო გადაწყვეტილებებს

კომისია აღნიშნავს, რომ მთლიანობაში საქართველოს ბაზარზე არსებული EBITDA მარჯები სხვა ევროპულ ბაზრებთან შედარებით უფრო მაღალია.

თუმცა, „მაგთიკომმა“ მის მიერ წინასწარ განხორციელებული იმ ინვესტიციების დიდ ნაწილს, რომლებიც იმ დროს რისკიანი იყო, ცვეთა დაარიცხა, რის შედეგადაც მის მიერ დეკლარირებული მარჯები უფრო მაღალია, ვიდრე სხვა კონკურენტებისა, მაგრამ ეს არ ნიშნავს იმას, რომ მას უფრო მაღალი მოგება აქვს. ის უბრალოდ მისი რისკიანი ინვესტიციებისთვის საზღაურს ნახულობს.

შემამფოთებელი იქნებოდა, თუ შეიქმნებოდა „გამარჯვებულის წყევლის“ სიტუაცია, რომელშიც საუკეთესო შედეგის მქონე ქსელის ოპერატორი დასაწყვირდებოდა კარგი გადაწყვეტილებების მიღებისთვის და საქმიანობის რაციონალურად/ეფექტიანად წარმართვისთვის. ამას გამანადგურებელი გავლენა ექნება ინვესტიციაზე და ეფექტიანობის სტიმულებზე.

„მაგთიკომის“ კაპიტალური დანახარჯები, როგორც შემოსავლის %, შედარებით მაღალია

2003 წლიდან „მაგთიკომი“ შემოსავლების საშუალოდ 20%-ს კაპიტალდაბანდებებზე ხარჯავს - ინვესტიციების სპეციალური ნაკადები მიმართული იყო 3G ქსელის მშენებლობაზე, რამაც პიკს 2006 წლიდან (როცა კაპიტალდაბანდებებმა შემოსავლების 35% შეადგინა) 2009 წლამდე პერიოდში მიაღწია, და 4G ქსელის მშენებლობაზე, რამაც პიკს 2015 წლიდან (როცა კაპიტალდაბანდებებმა შემოსავლების 49% შეადგინა) 2017 წლამდე პერიოდში მიაღწია. 5G ქსელის ასაშენებლად „მაგთიკომი“ აპირებს ინვესტიციების იმ ახალი ციკლის დაწყებას, რომელშიც ქსელში კაპიტალდაბანდებების მსგავსი პიკებია მოსალოდნელი. შედარებისთვის, იმავე დროის პერიოდში, ევროკავშირის ბაზრებზე კაპიტალდაბანდებების წილები შემოსავლების დაახლოებით 10%-ს შეადგენდა, თუ არ ჩავთვლით ახალ შემოსულ მოთამაშეებს, რომლებსაც აუცილებლობიდან გამომდინარე, კაპიტალდაბანდებების/შემოსავლების გაცილებით მაღალი კოეფიციენტები აქვთ საქმიანობის პირველ რამდენიმე წელიწადში, როცა მათი შემოსავლები ძალიან დაბალია.

3. საქართველოში არსებული მობილური ფასები ძალზე კონკურენტულია

„მაგთიკომის“ აბონენტთა უდიდესი უმრავლესობა წინსწრებით გადახდის ტარიფებზეა და მათ რამდენიმე SIM ბარათი აქვთ და „მაგთიკომის“ ქსელს კონკურენტების ქსელების პარალელურად იყენებენ. „მაგთიკომის“ აბონენტები „მაგთიკომს“ მხოლოდ იმიტომ კი არ ირჩევენ, რომ მას საუკეთესო, ყველაზე საიმედო ქსელი აქვს, არამედ იმ ინოვაციური სატარიფო სქემების გამოც, რომლებიც მათ აძლევთ მომსახურების სხვადასხვა დონეზე და სხვადასხვა ფასში „მომსახურების სხვადასხვა ელემენტის“ შერევისა და დამთხვევის შესაძლებლობას.

განახლებული ფასების შედარებითი ანალიზი

აღვნიშნავთ, რომ კომისიის თავდაპირველი ფასების შედარებითი ანალიზი განახლდა მსყიდველობითი უნარის პარიტეტის საკითხებიდან გამომდინარე კორექტირებების ჯერ თვითონ კომისიის, შემდეგ კი „სილქნეტისა“ და მისი კონსულტანტების ინიციატივით შეტანის მიზნით. ამ ანგარიშისთვის

ხელმისაწვდომ დროში, ჩვენ ამ კვლევების მეთოდოლოგიები სიღრმისეულად არ გაგვიანალიზებია, მაგრამ ჩვენი საწყისი დასკვნების მიზნებისთვის, ვუშვებთ იმას, რომ კომისიის განახლებული კვლევა მონაცემთა ყველაზე სათანადო წყაროს წარმოადგენს. ყოველგვარი ეჭვის გამოსარიცხად, ჩვენ არ განვიხილავთ სილქეტის მიერ განახლებულ ფასების კვლევას, თუმცა ვაღიარებთ, რომ ისინი წარმოადგენენ ფასების შედარების ალტერნატიულ ხედვას.

კომისიამ დაასკვნა, რომ საქართველოს მობილური ბაზრის საცალო სეგმენტზე არ არის ფასებში კონკურენცია, რაც სავარაუდოდ ზიანს მიაყენებს მომხმარებლებს. ფასების შედარებები თავისთავად კომპლექსურია, თუნდაც არსებული პაკეტების სპექტრიდან და ხმოვანი და მონაცემთა კომბინაციებთან მიმართებით მომხმარებელთა განსხვავებული გემოვნებებიდან გამომდინარე. ამიტომ, მნიშვნელოვანია ფასებთან დაკავშირებული მტკიცებულებები განვიხილოთ ისტორიულ ჭრილში და არა კონკრეტული კალათ(ებ)ის ეპიზოდურ ჭრილში, რაც არ ასახავს იმას, რასაც მომხმარებლები სინამდვილეში ყიდულობენ. ამასთან, ის მტკიცებულებები, რომლებსაც კომისიის დასკვნა ეფუძნება, ძალზე შეზღუდულია.

ფასების უმეტესობა ევროკავშირის საშუალო ფასებთან შესაბამისია ან მათზე დაბალია

მთლიანობაში, საქართველოში არსებული ფასები სინამდვილეში შესაბამისობაშია ევროკავშირის მონაცემებთან. მიგვაჩნია, რომ კომისიამ კვლევის შედეგები დაამახინჯა. დასკვნაში მან განაცხადა, რომ მის მიერ ჩატარებული 2023 წლის ფასების შედარებით ანალიზის მიხედვით საქართველო ერთ-ერთი ყველაზე ძვირი ქვეყანა იყო მობილური მომსახურების ფასებით, მაგრამ მთლიანი კვლევიდან საუკეთესო შემთხვევაში ბევრად უფრო შერეული სურათი იკვეთება ისე, რომ ხმოვანი და მონაცემთა მომსახურების 12 პაკეტიდან მხოლოდ 4 შეფასდა ევროპის საშუალოზე 20%-ით უფრო მაღლად, ხოლო 12-დან 5 შეფასდა ევროპის საშუალოზე 20%-ით უფრო დაბლად.

დაბალი მოხმარების მობილური ხმოვანი და მონაცემთა მომსახურების კალათების ფასები გაცილებით უფრო იაფია, ვიდრე ევროკავშირის საშუალო ფასები. თუმცა მაღალი მოხმარების კალათები ზოგადად საშუალოზე უფრო ძვირია, ისინი ნორმიდან ამოვარდნილი ნამდვილად არ არის. გარდა ამისა, მონაცემთა დამატებითი პაკეტების არსებობა (იმ პაკეტებისა, რომელთა ფასებიც ყოველთვის ევროპის საშუალოზე დაბალია) მაღალი მოხმარების მობილური ხმოვანი და მონაცემთა მომსახურების კალათების კონკურენტული ალტერნატივაა მათთვის, ვისაც მონაცემთა მომსახურების უფრო მაღალი საჭიროება აქვს. ასეთი მხოლოდ მონაცემთა მომსახურების პაკეტები ევროკავშირის უმეტეს ქვეყანაში არც არის, მაგრამ იმ ექვს ქვეყანაში, სადაც ეს პაკეტები ხელმისაწვდომია, საქართველოში არსებული ფასები სიიაფის ნიშნით რიგით მეორე ადგილზეა.

კონკურენციის ეფექტები ვლინდება დაბალფასიანი ჰომოგენური 'მობილური ინტერნეტის' მომსახურებების მიწოდებაში

ეს მტკიცებულება აჩვენებს იმას, რომ მობილური ქსელის ოპერატორები გამოეხმაურნენ მომხმარებლების მონაცემთა მომსახურებაზე მოთხოვნას და აწვდიან ცალკე 'მხოლოდ მობილურ მონაცემთა' მომსახურებებს. ეს ადასტურებს არა მხოლოდ ამ ბაზრის ინოვაციურ ხასიათს გამოეხმაუროს მომხმარებლების მოთხოვნას ახალ პროდუქტებზე, არამედ საქართველოს იმ მობილურ ბაზარზე არსებული კონკურენციის ხასიათსაც, სადაც სუბსიდირებული მობილური ტელეფონების მიწოდება არ წარმოადგენს კონკურენტული გარემოს შემადგენელ ნაწილს.

კორპორატიული მომხმარებლებისთვის ფასები მართლაც ძალიან დაბალია

თუმცა საქართველოში არსებული სამომხმარებლო მობილური მომსახურების ფასები საერთო ჯამში ევროკავშირის საშუალო ფასებთან შესაბამისობაშია ან მათზე დაბალია, კორპორატიული მომხმარებლებისთვის საქართველოში არსებული ფასები ერთმნიშვნელოვნად დაბალია, ვიდრე ევროკავშირში ისე, რომ 19-დან 18 პაკეტის ფასები ევროკავშირის საშუალოზე დაახლოებით საშუალოდ 50%-ით დაბალია. საქართველოში იურიდიული პირები მობილური ტელეფონის ტარიფებზე ფასისა და ხარისხის განსაკუთრებულ თანაფარდობას იღებენ, მათ შორის, მონაცემთა მომსახურების ძალზე მაღალი მომხმარებლებიც, რომლებთან მიმართებითაც 20 გბ და 50 გბ მონაცემთა პაკეტების ფასებიც ევროკავშირის საშუალო ფასებზე თითქმის 50%-ით უფრო დაბალია.

დასკვნა

ზემოთ წარმოდგენილი მტკიცებულებები მიუთითებს მაღალკონკურენტულ მობილურ ბაზარზე, სადაც დაბალ ფასებს მომხმარებლები (და იურიდიული პირები) ინარჩუნებენ ქსელებს შორის არჩევანის გაკეთების შესაძლებლობით, ხოლო ოპერატორები - მულტი-SIM ბარათების მეშვეობით იმ სპეციალური გარიგებების გამოყენებით, რომლებითაც მომხმარებლებს გადახდილი ფასის სანაცვლოდ ხარისხიანი მომსახურება მიეწოდებათ.

4. „მაგთიკომის“ მოგება წარმატებულ სტრატეგიაზე მეტყველებს

ბაზრის ანალიზში კომისია აცხადებს, რომ „საქართველოს მობილურ ოპერატორებს მსოფლიოში არსებულ საშუალოსთან შედარებით უფრო მაღალი ფულადი (EBITDA) მარჟა აქვთ - ეს განსაკუთრებით ასეა „მაგთიკომის“ შემთხვევაში, სადაც EBITDA მარჟა მსოფლიოს მაჩვენებელზე ორჯერ უფრო მაღალია.“

ის ფაქტი, რომ საქართველოს მობილურ ოპერატორებს უფრო მაღალი EBITDA მარჟები აქვთ, კონკურენციის არარსებობაზე არ მეტყველებს. ნაცვლად ამისა, ის მეტყველებს საქართველოში არსებულ განსხვავებულ კონკურენტულ გარემოზე - სადაც მობილური ქსელის ოპერატორები არ ახორციელებენ მობილური ტელეფონების რეალიზაციას ან სუბსიდირებას - და, განსაკუთრებით „მაგთიკომის“ შემთხვევაში, კონკურენციის გასაწევად „მაგთიკომის“ მიერ გაკეთებულ სტრატეგიულ არჩევანებზე.

ქართული მობილური ქსელის ოპერატორები არ ახორციელებენ მობილური ტელეფონების გაყიდვას ან სუბსიდირებას

ყველაზე მთავარი მიზეზი იმისა, რატომ აქვთ საქართველოს მობილურ ოპერატორებს სხვა ქვეყნებთან შედარებით უფრო მაღალი EBITDA მარჟები, არის უბრალოდ ის, რომ საქართველოში მობილური ქსელის ოპერატორები არიან მობილურ ქსელზე წვდომის გაყიდვის ბიზნესში, და მობილური ტელეფონების მწარმოებლებისთვის არ წარმოადგენენ მობილური ტელეფონების გადამყიდველებს. ეს ასე არ არის სხვა ქვეყნებში მოქმედი მობილური ქსელის ოპერატორების შემთხვევაში, რომლებიც ხშირად თავიანთი მობილური სექტორის ფარგლებში მობილურ ტელეფონებსაც ყიდიან. შედეგად, საქართველოში მობილური ქსელის ოპერატორების მიერ დეკლარირებული შემოსავლები უფრო დაბალია, ვიდრე მაშინ იქნებოდა, მობილური ტელეფონები რომ გაეყიდათ, და მათი საოპერაციო მარჟები არ მცირდება მობილური ტელეფონების სუბსიდირებით. ეს ჩანს ქვემოთ წარმოდგენილი ცხრილიდან, რომელშიც ერთმანეთთან შედარებულია ბერძნული Cosmote-ს და „სილქნეტისა“ და „მაგთიკომის“ EBITDA მარჟები.

ვინაიდან საქართველოში ოპერატორებს არ აქვთ კონკურენცია მობილური ტელეფონების საცალო გაყიდვებს, ყურადღება უფრო ქსელის მომსახურებაში (ე.ი., ქსელის ხარისხი, მომხმარებლის მომსახურება, ინოვაციური სატარიფო სტრუქტურები) ფასზე და არა-ფასზე დაფუძნებულ კონკურენციას ეთმობა. იმ სტრატეგიული არჩევანების მიხედვით, რომლებიც „მაგთიკომმა“ გააკეთა, კომპანიამ მსხვილი ინვესტიციები განახორციელა, რათა მომხმარებლებისთვის შეეთავაზებინა საუკეთესო ხარისხის მომსახურება პროგრამული უზრუნველყოფების, საკუთარი კლიენტებთან ურთიერთობის გუნდების, საკუთარი ქსელის მართვის და საოპერაციო მოწყობილობების მეშვეობით. გარდა ამისა, იჯარით ფლობის ნაცვლად, ყველა მისი ქონება საკუთრებაშია. ამას დამატებითი გავლენა აქვს „მაგთიკომის“ მომგებიანობაზე.

„მაგთიკომის“ ‘ინტეგრირებული’ ბიზნეს-მოდელი უზრუნველყოფს საოპერაციო ხარჯების დაზოგვას

„მაგთიკომი“ არის, თუ შეიძლება ასე ითქვას, ინტეგრირებული ბიზნეს-მოდელი, რაც ნიშნავს იმას, რომ მის მიერ წინასწარ არის განხორციელებული ინვესტიციები ტექნოლოგიებში, აქტივებში და მოწყობილობებში, რაც მას თავისი საქმიანობის თითქმის ყველა ნაწილის დამოუკიდებლად წარმართვის შესაძლებლობას აძლევს.

ან წინასწარი ინვესტიციის შედეგია ის, რომ მიმდინარე საოპერაციო ხარჯები დაბალი რჩება, ხოლო ქსელის ხარისხი და მომხმარებლის მომსახურება მაღალ დონეზე ნარჩუნდება. ეს დასტურდება ქვემოთ ანალოგიური ოპერატორების მონაცემების შედარებით, საიდანაც ჩანს, რომ იჯარაზე და ტექნომსახურებაზე „მაგთიკომის“ საოპერაციო ხარჯები Cosmote-ს ანალოგიურ ხარჯებზე, და მთლიანი შემოსავლების გაცილებით უფრო მცირე ნაწილია, ვიდრე „სილქნეტის“ შემთხვევაშია.

ცხრილი 2: EBITDA მარჯების შედარება: Cosmote, „სილქნეტი“ და „მაგთიკომი“

	Cosmote (საბერძნეთი), მლნ ევრო		„სილქნეტი“ მლნ ლარი		„მაგთიკომი“ მლნ ლარი	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
შემოსავალი მობილური მომსახურებიდან (მათ შორის, მობილური ტელეფონებიდან)	1200	1237				
EBITDA მარჯა (დეკლარირებული)	43,4%	43,3%				
EBITDA მობილური მომსახურებიდან (სავარაუდო)	521	536				
შემოსავალი მობილური მომსახურებიდან (მობილური ტელეფონების გარეშე)	986	1009	276	318	397	444
EBITDA მარჯა (მობილური ტელეფონების გარეშე)	53%	53%				
საქონლის და საკომისიო ხარჯები (90% მობილურის დაშვებით)	311	331				
მობილური ტელეფონების გაყიდვიდან მიღებული ზარალი	-97	-103				
EBITDA მობილური მომსახურებიდან (მობილური ტელეფონების გაყიდვებისა და ზარალის გარეშე)	618	639	177	211	301	342
EBITDA მარჯა მობილური მომსახურებიდან (მობილური ტელეფონების გაყიდვებისა და ზარალის გარეშე)	63%	63%	64%	66%	75%	76%
პროგრამული უზრუნველყოფის ტექნომსახურების ხარჯები			12	12	0	0
ქსელის მართვა/ტექნომსახურება	26	28	18	18	16	18
ურთიერთჩართვის და როუმინგის ხარჯები	155	159	17	17	20	19
ინფრასტრუქტურის ქირა, IRU (სარგებლობის უფლება) და იჯარა			7	7	0	0
სულ ქირისა და ტექნომსახურების ხარჯები			54	54	36	37
ქირისა და ტექნომსახურების ხარჯებში მობილურის წილი	351	369	38	38	25	26
EBITDA ქირისა და ტექნომსახურების ხარჯების გარეშე	970	1008	215	249	326	368
მარჯა	81%	81%	78%	78%	82%	83%

წყარო: კომპანიის ანგარიშები, „ფლინტის“ ანალიზი

ზემოთ წარმოდგენილ ცხრილში, ჯერ ნაჩვენებია Cosmote-ს მიერ დეკლარირებული EBITDA მარჯა (43.3% 2023 წელს), და მასთან დაკავშირებული მობილური შემოსავლები. ვინაიდან ეს შემოსავლები მოიცავს მობილური ტელეფონების რეალიზაციიდან მიღებულ მნიშვნელოვან თანხებს, ამ თანხების

გამოქვითვით მიიღება მხოლოდ მომსახურებიდან მიღებული შემოსავლების EBITDA მარჟა (53%). შემდეგ ვახდენთ მობილური ტელეფონების რეალიზაციაზე სუბსიდირების დონის იზოლირებას, საქონლისა და საკომისიო დანახარჯების გამოქვითვით. ეს ციფრები დეკლარირებულია Cosmote-ს ფიქსირებული და მობილურ საქმიანობაში – დავუშვით, რომ ამ ხარჯების 90% მობილურ ტელეფონებს უკავშირდება. ამ ხარჯების გამოქვითვის შედეგი მიუთითებს, რომ Cosmote-ს მობილური EBITDA მარჟა (მობილური ტელეფონების გაყიდვებისა და ზარალის გარეშე) შეადგენს 63%-ს. ეს თითქმის იგივეა, რაც 2023 წელს „სილქნეტის“ მიერ დეკლარირებული 66% და „მაგთიკომის“ მიერ დეკლარირებული 76%.

შემდეგ ვცდილობთ დავადგინოთ „მაგთიკომის“ ინტეგრირებული მიდგომის გავლენა, რის შედეგადაც მიღებულია იჯარისა და ტექნომომსახურების უფრო დაბალი ხარჯები. ზემოთ „სილქნეტისა“ და „მაგთიკომის“ შემთხვევაში ნაჩვენებია რიცხვების მიხედვით, მთლიანი დეკლარირებული იჯარისა და ტექნომომსახურების ხარჯები მობილურ ბიზნესზე ნაწილდება, „ჯგუფის“ შემოსავლების დაყოფების საფუძველზე. Cosmote-ს შემთხვევაში, იჯარისა და ტექნომომსახურების ხარჯებში მობილურის წილი საჭიროებს ერთობლივი ხარჯების განაწილებას, რასაც ჩვენ ვახორციელებთ მობილური შემოსავლების, როგორც ჯგუფური შემოსავლების, წილის საფუძველზე.

მიღებული EBITDA, რომელშიც არ შედის მობილური ტელეფონის გაყიდვები, იჯარისა და ტექნომომსახურების ხარჯები, თითქმის ანალოგიურია სამივე ოპერატორის შემთხვევაში. Cosmote-სა და „მაგთიკომის“ მობილური მარჟები თვალსაჩინოდ მსგავსია, ოდნავ აღემატება 80%-ს, რაც შეიძლება მოსალოდნელიც არის ბაზრის ლიდერი მობილური კომპანიის შემთხვევაში, ხოლო „სილქნეტის“ მაჩვენებელი ოდნავ უფრო დაბალია, 80%-ს ოდნავ ჩამოუვარდება.

ამ მონაცემებიდან გამომდინარე ერთ-ერთი დასკვნა არის ის, რომ „მაგთიკომის“ EBITDA მარჟები არის იმ დონეზე, რაც მოსალოდნელია იმ კომპანიის შემთხვევაში, რომელმაც ინვესტიციები წინასწარ განახორციელა, სწორი სტრატეგიული გადაწყვეტილებები მიიღო, და რომელსაც რაციონალური და კარგად მართული ქსელი აქვს. ამიტომ შეცდომაში შემყვანია „მაგთიკომის“ EBITDA მარჟების იმ სხვა ოპერატორების მარჟებთან შედარება, რომლებმაც შეიძლება განსხვავებული ბიზნეს-მოდელი აირჩიეს.

ბოლო 15 წლის განმავლობაში საშუალო უკუგება დაახლოებით 20% მოგების გადასახადამდე და 15% მოგების გადასახადების გამოქვითვის შემდეგ

ჩვენს მიერ ქვემოთ გაკეთებული ანალიზის საფუძველზე, ბოლო 15 წლის განმავლობაში „მაგთიკომს“ მიღებული აქვს დაახლოებით 20%-იანი უკუგება ჩადებულ კაპიტალზე (ROCE) გადასახადების გამოქვითვამდე და დაახლოებით 15%-იანი უკუგება (ROCE) გადასახადების გამოქვითვის შემდეგ, რაც ჩვენი აზრით გონივრული მაჩვენებელია მობილური ქსელის ოპერატორის საინვესტიციო უკუგებების განსახილველად.

კაპიტალზე უკუგებების გაანგარიშება მარტივი საქმე არ არის ისეთი მობილური ქსელის ოპერატორის შემთხვევაში, როგორც „მაგთიკომია.“ ჩვენი სასტარტო წერტილია საოპერაციო აქტივებზე უკუგების გამოთვლა, რომელიც შემდეგ შეიძლება შევადაროთ ამ აქტივების შესყიდვასთან ან შექმნასთან დაკავშირებულ შესაბამის კაპიტალის ღირებულებას. ამ მიზნით, ჩვენ გამოვიყენეთ ჩადებულ კაპიტალზე უკუგების (ROCE) მეთოდი და შესაბამის პერიოდში მოცემულ ყოველ წელს საოპერაციო მოგება შევადარეთ საოპერაციო აქტივებს.

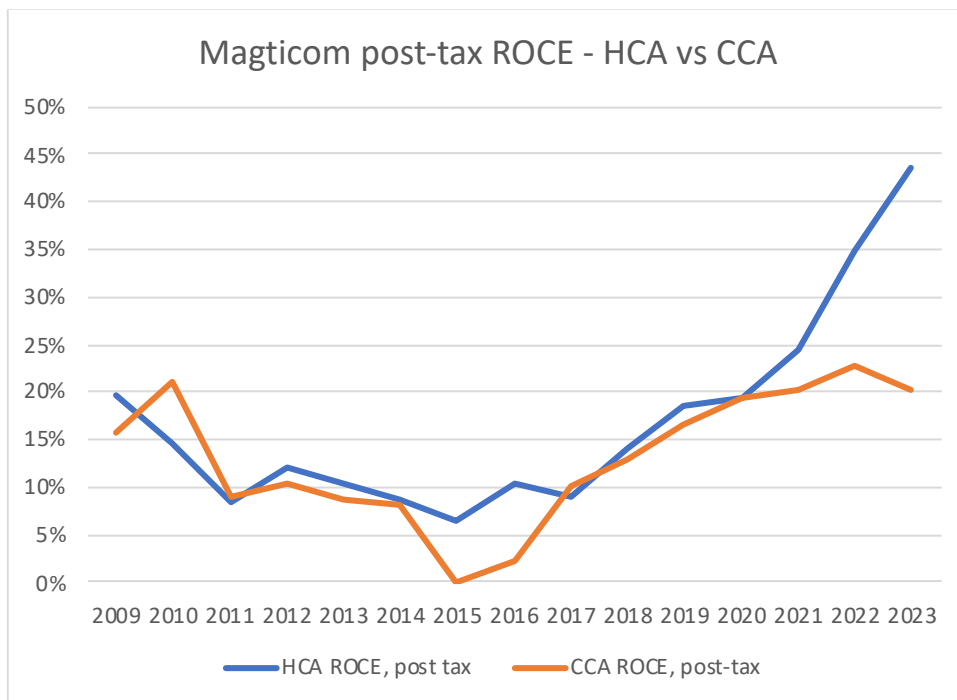
არის გარკვეული სირთულეები, რომლებიც საჭიროა გავითვალისწინოთ ჩვენს ანალიზში:

- ინტეგრირებული სატელეკომუნიკაციო კომპანიის შემთხვევაში, არის არაერთი აქტივი, რომლებიც სხვადასხვა მომსახურებისთვის გამოიყენება, მაგ., საბაზისო ქსელი გამოყენებული იქნება როგორც ფიქსირებული, ასევე მობილური მომსახურებების მისაწოდებლად, ან სატრანზიტო ქსელის განსაზღვრული ელემენტები შეიძლება გამოყენებული იყოს როგორც ფიქსირებული, ასევე მობილური მომსახურებების მიერ. შესაძლებელია მხოლოდ მობილურის კაპიტალზე უკუგების (ROCE) გაანგარიშება აქტივებისა და მოგებების დაყოფით, ან შეგვიძლია გამოვიანგარიშოთ „მაგთიკომის“ ჯგუფური ROCE. იმის გათვალისწინებით, რომ 2016 წლამდე „მაგთიკომი“ მხოლოდ მობილური ოპერატორი იყო და რომ მობილური ბიზნესი ამ ბიზნესის კვლავ უმეტეს ნაწილს შეადგენს, ავირჩიეთ ისეთი მიდგომის გამოყენება, რომელშიც ვითვალისწინებთ „მაგთიკომის“ მთელი ბიზნესის კონსოლიდირებულ აქტივებსა და კონსოლიდირებულ მოგებებს.
- ტელეკომ ოპერატორები, როგორც წესი, იყენებენ ცვეთის დაჩქარებულ მეთოდს, რომლის შედეგადაც დეკლარირებული აქტივების საბალანსო ღირებულება დაბალია. ეს ნიშნავს იმას, რომ დეკლარირებული (ისტორიული ღირებულების აღრიცხვა - HCA) აქტივების ბაზა შეიძლება არ ასახავდეს აქტივების საბაზრო/რეალურ ღირებულებას. „მაგთიკომის“ საოპერაციო აქტივების ღირებულების უკეთ გაანგარიშების მიზნით, ვიღებთ 2023 წელს მიმდინარე ღირებულების აღრიცხვით (CCA) შეფასებას მისი ქსელის აქტივებთან მიმართებით „მაგთიკომის“ საანგარიშო ჩანაცვლების ღირებულებით შეფასების საფუძველზე.
- „მაგთიკომის“ გაანგარიშებით, მისი მთლიანი ქსელის (ფიქსირებული ქსელის ბიზნეს მიმართულების ჩათვლით) მთლიანი ჩანაცვლების ღირებულება 2023 წლის ბოლოს შეადგენს 0,77 მილიარდ აშშ დოლარზე ოდნავ მეტს (გუდვილის გარეშე). ამაში გათვალისწინებულია ექსპლუატაციაში არსებული აქტივების მთლიანი საბალანსო ღირებულება, კომპანიაში შექმნილი აქტივების (მაგ., ბილინგის პროგრამული უზრუნველყოფის) ღირებულება, მიწის ნაკვეთების, შენობა-ნაგებობებისა და მობილური კავშირგაბმულობის ანძების გადაფასებით მიღებული ნამეტი.
- ამის შემდეგ, „მაგთიკომის“ 2023 წლის ჩანაცვლებადი ღირებულების - 0,77 მილიარდი აშშ დოლარის - გამოყენებით, აქტივების ბაზის წლიურ ღირებულებას ვანგარიშობთ 2023 წლის ღირებულების დეფლაციით და ვიყენებთ სამომხმარებლო ინფლაციას 2009 წლიდან. ასევე რეტროსპექტიულად დავითვალეთ მოცემული აქტივების ღირებულება 2015 წლისთვის, როდესაც მაგთიკომმა შეიძინა კომპანიები დელტაკომში და კავკასუს ონლაინი საცალო აქტივები. წინააღმდეგ შემთხვევაში მივიღებდით აქტივების უფრო მსხვილ მომცულობას ბიზნესის მოგებასთან მიმართებაში.
- მიღებული შეფასების ჯვარედინი შემოწმების გზით, მიმდინარე ღირებულების აღრიცხვით (CCA) მუდმივ ფასებში გადაფასებული 2009 წლის აქტივების ბაზის ღირებულებას ვადარებთ ისტორიული ღირებულების აღრიცხვით (HCA) აქტივების ბაზას. ვადგენთ, რომ ინდექსირებულ ფასებში 2009 წლის აქტივების ღირებულება არის დაახლოებით 3%-ით მეტი, ვიდრე ისტორიული ღირებულების აღრიცხვის მეთოდით (HCA) აქტივების ბაზა, რაც გონივრულია, რადგან კომპანიამ საქმიანობა 1996 წელს დაიწყო და საქმიანობის დაწყებიდან იყენებს დაჩქარებული ცვეთის ნორმას (ე.ი., ჩვენი მოლოდინით, 2009 წელს ქსელის აღდგენითი ღირებულება ერთგვარად უფრო მაღალი იქნებოდა, ვიდრე საბალანსო უწყისში ასახული მთლიანი აქტივები).
- მსგავსის მსგავსთან შესადარებლად, „მაგთიკომის“ კაპიტალზე უკუგების (ROCE) მიმდინარე ღირებულების აღრიცხვის (CCA) მეთოდით გაანგარიშებისას, პროცენტებისა და გადასახადების გამოქვითვამდე მოგების (EBIT) დეკლარირებულ ციფრებს აღმავალი მიმართულებით ვაკორექტებთ უფრო დაბალი წლიური ამორტიზაციის ფორმით „აქტივების ღირებულების მომატების“ გასათვალისწინებლად, ე.ი., მიმდინარე ღირებულების აღრიცხვის (CCA) მეთოდით EBIT მოგება

გამოითვლება დეკლარირებული EBITDA ალებით, მისთვის აქტივების ღირებულების ნამატის მიმატებით და ამისგან წლიური კაპიტალური დანახარჯების გამოკლებით.

- როგორც HCA მეთოდის, ასევე CCA მეთოდის გამოყენებით მიღებული კაპიტალზე უკუგება (ROCE) ნაჩვენებია ქვემოთ. მოცემულ პერიოდში კაპიტალზე საშუალო უკუგება (ROCE) შეადგენს დაახლოებით 15%-ს გადასახადების გამოქვითვის შემდეგ (HCA მეთოდის გამოყენებით ეს მაჩვენებელი შეადგენს საშუალოდ 17%-ს, ხოლო CCA-თი 15%).
- აქტივის ღირებულების გადასამოწმებლად, შეგვიძლია განვიხილოთ 2023 წლის შეფასების სენსიტიურობა. თუ 2023 წელს აქტივის სავარაუდო ღირებულება \$0.6 მილიარდი იქნებოდა (ნაცვლად \$0.77 მილიარდისა), მაშინ CCA ROCE-ს საშუალო მაჩვენებელი პერიოდში 18% იქნებოდა, და თუ აქტივის ღირებულება 2023 წელს \$1 მილიარდი იქნებოდა, CCA ROCE 13% იქნებოდა.
- ქვემოთ წარმოდგენილ ცხრილში ნაჩვენებია, HCA მეთოდის გამოყენებით მიღებული ROCE როგორ სცილდება CCA მეთოდის გამოყენებით მიღებული ROCE-ს საანალიზო პერიოდის ბოლო წლებში, ვინაიდან დაჩქარებული ცვეთის გავლენა კრებსითია, და პერიოდის დასასრულისთვის გვამღვეს აქტივების უფრო დაბალ ფარდობით ზომას.

სურათი 1: „მაგტიკომის“ კაპიტალზე უკუგება (ROCE) გადასახადების გამოქვითვის შემდეგ - HCA მეთოდით და CCA მეთოდით



ლურჯი ხაზით აღნიშნულია კაპიტალზე უკუგება (ROCE) გადასახადების გამოქვითვის შემდეგ, რომელიც გაანგარიშებულია HCA მეთოდით, ხოლო სტაფილოსფერი ხაზით - იგივე მაჩვენებელი, რომელიც გაანგარიშებულია CCA მეთოდით

წყარო: კომპანიის მონაცემები, „ფლინტის“ ანალიზი

შემდეგი კითხვა არის ის, შედარებით მაღალი EBITDA წარმოადგენს თუ არა სამართლიან საინვესტიციო უკუგებას ან 'სამართლიან ფსონს,' როცა ვითვალისწინებთ შესადარის კაპიტალის ღირებულებას იმ დროს, როცა ეს სტრატეგიული გადაწყვეტილებები იყო მიღებული. ამის შესაფასებლად, უკუგების დონე

უნდა შევადაროთ უკუგებების იმ შესაფერის დონესთან, რომლებსაც ინვესტორები მოითხოვენ. შემდეგ ნაწილში, 'სამართლიან ფსონის' ცნებას უფრო დეტალურად ავხსნი და „მაგთიკომის“ უკუგებებს შევადარებთ იმ უკუგებებთან, რომლებსაც ინვესტორები ინვესტირებისთვის მოითხოვენ.

5. საჭიროა, რომ ფინანსური უკუგებები არსებულ რისკებს ასახავდეს

წინა ნაწილებში განვიხილეთ გამოქვეყნებული საანგარიშო უკუგებების მხოლოდ ხანმოკლე ისტორიის განხილვის პოტენციური ნაკლოვანებები და შედარებისთვის არასწორი საზომის გამოყენების რისკები. ამ ნაწილში ყურადღებას გავამახვილებთ „მაგთიკომში“ ინვესტორების მიერ მიღებულ რეალურ ეკონომიკურ უკუგებებზე და განვიხილავთ, როგორ შეიძლება მოხდეს ამის დამადასტურებელი მტკიცებულებების განმარტება.

ჯერ ვისაუბრებთ რეგულაციაში არსებული მნიშვნელოვანი ცნების - 'სამართლიანი ფსონის' იდეაზე. შემდეგ განვიხილავთ შედარებით ანალიზთან დაკავშირებულ მტკიცებულებებს, რომლებიც გვეხმარება იმის დადგენაში, უკუგებების რა გონივრული დიაპაზონი შეიძლება იყოს მიღებული საქართველოში 'სამართლიანი ფსონის' პირობებში. ბოლოს, განვიხილავთ „მაგთიკომის“ რეალური უკუგებები როგორ შეედრება ამას.

'სამართლიანი ფსონი'

რეგულირებას დაქვემდებარებული კომპანიები ახორციელებენ ინვესტიციებს, რომლებსაც აქვს პოტენციური პლუსი და პოტენციური მინუსი. იმ შემთხვევაში, თუ ხარჯები მოსალოდნელზე მაღალია ან უკუგებები მოსალოდნელზე დაბალია, რეგულირებას დაქვემდებარებული კომპანიაში ინვესტორები ინვესტიციებიდან უფრო დაბალ უკუგებებს მიიღებენ, და პირიქით. გადამწყვეტი ფაქტორი არის ის, რომ მოსალოდნელი უკუგებები უნდა უდრიდეს ან აღემატებოდეს მოსალოდნელ ხარჯებს - წინააღმდეგ შემთხვევაში, კომპანია ინვესტიციას არ განახორციელებს.

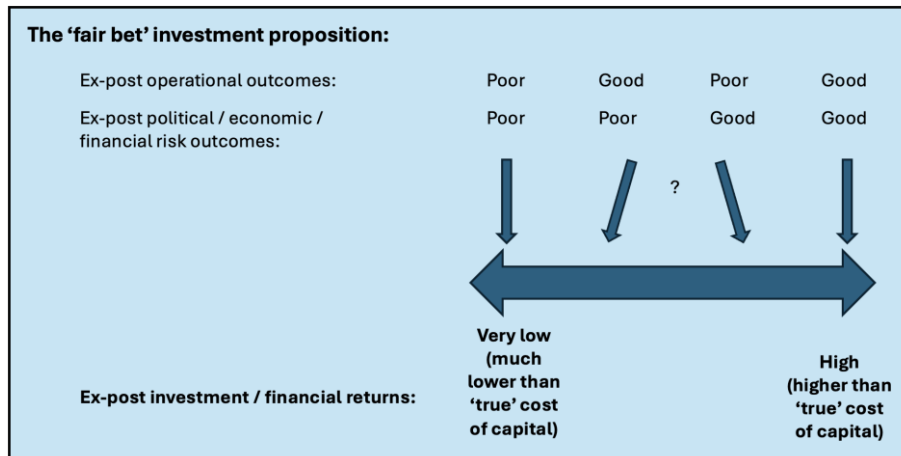
'სამართლიანი ფსონი' გულისხმობს მარეგულირებელი კონტრაქტის ან ჩარჩოს ისე შემუშავებას, რომ უზრუნველყოფილი იყოს ის, რომ - საშუალოდ, და ტიპურად რაციონალური ბაზრის ოპერატორის სახით საქმიანობის წარმართვის შემთხვევაში - რეგულირებას დაქვემდებარებულ კომპანიას ექნება მოლოდინი, საშუალოდ, მიიღოს თავისი კაპიტალის ღირებულება. 'სამართლიანი ფსონის' მარეგულირებელი ჩარჩო საჭიროა, რათა ინვესტორებს ჰქონდეთ რწმენა იმისა, რომ პლუსის [მოგების] მიღების ლეგიტიმური შესაძლებლობა (რაც შეესაბამება ინვესტიციის დროს არსებულ მინუსის [წაგების] რისკს) შემდგომ წლებში რეგულირების გზით არ იქნება წართმეული.

სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, თუ კომპანია იღებს იმ რისკს, რომ საქმეები მოსალოდნელზე ნაკლებად კარგად წარმართება, მას ასევე უნდა მიეცეს შესაძლებლობა ისარგებლოს პლუსიდან [წარმატებიდან] (რაც, თუ მოხდება, არ უნდა იყოს 'წართმეული'). თუ არ ჩანს, რომ 'სამართლიანი ფსონი' ძალაშია, მაშინ ინვესტორებს ექნებათ მოლოდინი - საშუალოდ - იმისა, რომ კაპიტალის ღირებულებაზე ნაკლებს მიიღებენ; ასეთ პირობებში, რაციონალური ინვესტორები ინვესტიციას უბრალოდ არ განახორციელებენ.

პრაქტიკაში, ეს ნიშნავს, რომ მარეგულირებელმა უნდა გაითვალისწინოს ინვესტიციების განხორციელებისას არსებული რისკები და უზრუნველყოს შემდგომი ეფექტიანობის შეფასება მოსალოდნელი უკუგებების შესახებ იმ სწორად ჩამოყალიბებული თვალსაზრისის მიხედვით, რომელიც

ასახავს აღნიშნულ რისკებს. ნებისმიერი მარეგულირებელი ჩარევა ამავე პრინციპს უნდა ითვალისწინებდეს.

- თუ რეალური საოპერაციო საქმიანობა კარგია, და შესაძლო უარყოფითი რისკები არ განხორციელდა, მაშინ დაკვირვებული უკუგებები გადააჭარბებს კაპიტალის ღირებულებას - მაგრამ ასეთ პირობებში ეკონომიკური უკუგებების შესამცირებლად განხორციელებული მარეგულირებელი ჩარევა ამ სამართლიან ფსონს ძირს გამოუთხრიდა. ინვესტორები წაგების რისკის წინაშე დადგებოდნენ, მაგრამ მოგების მიღების შესაძლებლობა წაერთმეოდათ.
- თუ ასეთ გარემოებებში მარეგულირებელი მაინც ჩაერია (შემდგომში - ex-post) ისე, რომ ზღუდავს უკუგებებს, მაშინ შესაძლო მომავალი ინვესტორებისთვის გაგზავნილი სიგნალი არის ის, რომ სამართლიანი ფსონი სანდო არ არის. იმ შემთხვევაში, თუ ინვესტორების საქმე კარგად წავა (ე.ი., საქმე მოსალოდნელზე უკეთ წავა), დადებითი მხარის სარგებელი ექსპროპრიაციის რისკის წინაშე დადგება (ან რეგულირებით იქნება წაღებული), ხოლო თუ ინვესტორების საქმე კარგად არ წავა (ე.ი., საქმე მოსალოდნელზე უარესად წავა), ისინი დაზარალდებიან. ასეთ სიტუაციაში, პერსპექტიული ინვესტორები ინვესტიციას უბრალოდ არ განახორციელებენ.



პრაქტიკაში ეს ნიშნავს იმას, რომ უნდა მოხდეს საორიენტაციო უკუგებების გაანგარიშება ისე, რომ ინვესტორების რეალურ გამოცდილებას ასახავდეს. თუ ინვესტორებს იმ მნიშვნელოვანი უარყოფითი რისკების მატერიალიზაცია არ განუცდიათ, რომლებიც მათ კონტროლს არ ექვემდებარება, მაშინ ისინი მიიღებენ უკუგებებს იმ უკუგებების შესაბამისად, რომლებიც საჭიროა ინვესტიციების განხორციელების მომენტში არსებული 'სამართლიანი ფსონის' პირობების შესაქმნელად. ეს საორიენტაციო უკუგებები – საქართველოში – მნიშვნელოვნად გადააჭარბებს კაპიტალის ნამდვილ ღირებულებას [მაგრამ არ ნიშნავს იმას, რომ ინვესტორები უკანონოთ იღებენ მაღალი დონის მოგებას].

გარდა ამისა, ნებისმიერი მარეგულირებელი ჩარევა, რომელიც საბოლოოდ შეიძლება აუცილებლად იყოს მიჩნეული, ასევე დაკავშირებული უნდა იყოს უკუგების იმავე საორიენტაციო კოეფიციენტებს, რომლებიც შეესაბამება თავდაპირველ 'სამართლიანი ფსონის' პრინციპს. ეს აუცილებელია იმისათვის, რომ პერსპექტიულ ინვესტორებს მიეცეთ ინვესტირებისთვის საჭირო მარეგულირებელი სიცხადე - რაც განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია, რადგან საქართველოში მობილური ქსელის ოპერატორები 5G ქსელებში ინვესტირებაზე გადადიან.

შედარებითი ანალიზი (ბენჩმარკინგი) სტაბილური ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში

სტაბილური ეკონომიკის მქონე ქვეყანაში – რაც დასავლეთ ევროპაში ჩვეულებრივი რამ არის – არსებული რისკები ძირითადად საოპერაციოა. ინვესტორებისთვის ფინანსური შედეგები ძირითადად დამოკიდებული იქნება რეგულირებას დაქვემდებარებული კომპანიის არჩევანებზე და საქმიანობაზე და მის მენეჯმენტზე. ნაკლებად სავარაუდოა, რომ ინვესტორები მეტისმეტ ზარალზე გავიდნენ, თუ კომპანიის საოპერაციო საქმიანობა ძალზე არაეფექტიანი არ არის.

ეს არის იმიტომ, რომ – ასეთ პირობებში – პოლიტიკა, ეკონომიკები და ფინანსური ბაზრები უფრო სტაბილური არიან და მეტისმეტი ეკონომიკური და ფინანსური სირთულეების ალბათობა შეზღუდულია. აქ, უკუგებების შედარება კაპიტალის 'ნამდვილ' ღირებულებასთან შეიძლება გასაგები იყოს იმის გათვალისწინებით, რომ სავარაუდოდ უფრო მცირე იქნება გავლენა ამ ('ექსოგენური') ფაქტორებისა, რომლებიც ხელმძღვანელობის კონტროლს არ ექვემდებარება. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ზემოთ წარმოდგენილი ცხრილის მარჯვენა მხარეს ნაჩვენები შედეგი ყველაზე სავარაუდო იქნება, 'ცენტრალური ქეისის' კაპიტალის ღირებულებასთან მიახლოებულ უკუგებებში უმნიშვნელო, მაგრამ მეტწილად სიმეტრიული ვარიაციით, რაც საოპერაციო არჩევანებსა და რაციონალურობას [ეფექტიანობას] უკავშირდება.

შედარებითი ანალიზი (ბენჩმარკინგი) საქართველოში

ინვესტორებისთვის საქართველოს რისკების პროფილი ძალზე განსხვავდება დასავლეთ ევროპის რისკების პროფილისგან. ისეთი ახლად ფორმირებული ეკონომიკის მქონე ქვეყანაში, როგორც საქართველოა, არსებობს დამატებითი და ძალზე მნიშვნელოვანი რისკები, რომლებიც დაკავშირებულია ეკონომიკასთან, პოლიტიკასთან და ფინანსურ ბაზრებთან.

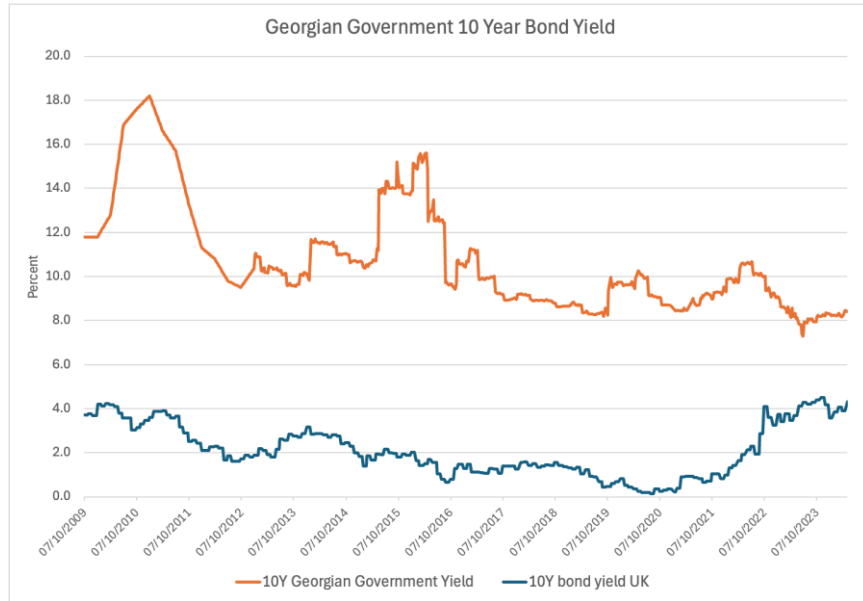
ეს რისკები დიდად ვრცელდება ინვესტორებისთვის შესაძლო შედეგების სპექტრზე და თითქმის სრულად ასიმეტრიულია - მიდრეკილია მინუსისკენ [უარყოფითისკენ]. კარგი საოპერაციო შედეგები შეიძლება მარგინალურად გაუმჯობესდეს კარგი პოლიტიკური, ეკონომიკური და ფინანსური შედეგებით. ამასთან, უარყოფითი პოლიტიკური, ეკონომიკური და ფინანსური რისკების გამოჩენას შესაძლოა - და უფრო სავარაუდოა - კატასტროფული გავლენა ჰქონდეს ინვესტორის უკუგებებზე.

რთულია ამ რისკებისა და მათი ასიმეტრიის დაზუსტებით დაანგარიშება, მაგრამ კაპიტალური ბაზრების შესახებ არსებული ზოგი მტკიცებულება შეიძლება ინფორმაციული იყოს - სახელდობრ, **სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებისა და კორპორატიული სესხების შემოსავლები**, აგრეთვე ის უკუგებები, რომლებსაც საერთაშორისო ინვესტორები მოითხოვენ ქართულ კომპანიებში ინვესტიციების ფლობისთვის (ბირჟაზე რეგისტრირებულ ქართულ ბანკებზე - თიბისი ბანკზე და საქართველოს ბანკზე წარმოდგენილი მოსალოდნელი უკუგებებით).

1. საორიენტაციო უკუგებები საქართველოში: სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლები

საქართველოში არსებული განსაკუთრებული რისკები ნაწილობრივ აისახება მნიშვნელოვან პრემიუმზე, რომელიც არსებობს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შემოსავალსა და იმ შემოსავალს შორის, რომელიც უფრო სტაბილური ეკონომიკის მქონე ქვეყანაში, მაგ., გაერთიანებულ სამეფოში ან გერმანიაშია. ილუსტრაციისთვის, ქვემოთ ნაჩვენებია 2019 წლიდან საქართველოსა და გაერთიანებული სამეფოს ფასიანი ქაღალდების 10-წლიანი შემოსავლების ერთმანეთთან შედარება. დასკვნები უმნიშვნელოდ განსხვავდება გაერთიანებული სამეფოსა თუ EU სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შემთხვევაში.

საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების 10-წლიანი შემოსავალი



ლურჯი ხაზი: ლარში დენომინირებული ფასიანი ქაღალდების საშუალო 10-წლიანი შემოსავლიანობა

სტაფილოსფერი ხაზი: ეროვნულ ვალუტაში მოკლევადიანი + გრძელვადიანი სესხების საშუალო საპროცენტო განაკვეთი

წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, Refinitiv / Bank of England, „ფლინტის“ მიერ ჩატარებული ანალიზი. 2013-2015 წლების 2წ/5წ/10წ სპრედები აიერთიანებდა 2012 წლამდე არსებულ ქართულ 10 წლიან შემოსავლებს.

ვაკეთებთ სამ მთავარ დაკვირვებას:

- პირველ რიგში, აღქმული რისკის მასშტაბი უზარმაზარია, რაც ინვესტორთა მნიშვნელოვან შესაძლო დანაკარგებს ასახავს საქართველოში (მაგალითად, დეფოლტის ან უკიდურესად მაღალი ინფლაციის რისკებს და ინვესტორთა დანაკარგებს). საშუალოდ, საქართველოს სახელმწიფო ვალი 9%-იან პრემიას აძლევს დიდ ბრიტანეთის სახელმწიფო ვალთან შედარებით. ზოგჯერ, ეს პრემია 14%-მდეა. სხვა ქვეყნებთან შედარებით, ამ ტიპის აღქმული რისკი საქართველოში ძალიან მაღალია.
- მეორე, ეს აღქმული რისკები დროთა განმავლობაში მცირდება. ეს შეიძლება ასახავდეს მომავალში უფრო დიდი სტაბილურობის მოლოდინებს, რაც შეიძლება უკავშირდებოდეს საქართველოს ევროკავშირში შესვლის სტატუსს. ამასთან, ეს ბოლოდროინდელი პერსპექტივა არ ცვლის იმ რისკებს, რომლებიც „მაგთიკომის“ ინვესტორებისთვის არსებობდა იმ დროს, როცა წარსულში ინფრასტრუქტურაში ინვესტიციები განხორციელდა.
- მესამე, სახელმწიფო ვალზე ეს პრემია ასახავს ეკონომიკის მქონე ქვეყნის რისკების მხოლოდ ქვესიმრავლესთან დაკავშირებულ სავარაუდო დანაკარგებს. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების უკუგების პრემია ძირითადად უკავშირდება სახელმწიფოს დეფოლტისა და სავალუტო რისკებს.

ჩვენ ამ მტკიცებულებასა და ‘სამართლიანი ფსონის’ პრინციპს შორის არსებული ერთი მნიშვნელოვანი კავშირიც უნდა გავარკვიოთ. სახელმწიფო ვალზე შემოსავალი ეკონომიკური უკუგებაა (რაც შიდა უკუგების განაკვეთის (IRR) ეკვივალენტურია), რომელიც იანგარიშება იმ დამზღვევის საფუძველზე, რომ ძირისა და პროცენტის გადახდა ხდება სრულად და დროულად. ის ალბათ უკეთ გადმოიცემა, როგორც ‘დაპირებული’ შემოსავალი.

ამიტომ სახელმწიფო შემოსავლები ასახავს შედეგს, რომელსაც ფასიანი ქაღალდების მფლობელებს მხოლოდ იმ შემთხვევაში ექნებათ, თუ ზემოხსენებული მინუსის/წაგების რისკები არ მატერიალიზდება. იმ შემთხვევაში, თუ ეს რისკები მატერიალიზდება, საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მფლობელების ეკონომიკური უკუგება შეიძლება ბევრად უფრო დაბალი იყოს, და პოტენციურად უკავშირდებოდეს მათი თავდაპირველი კაპიტალის მნიშვნელოვანი ნაწილის დაკარგვას.

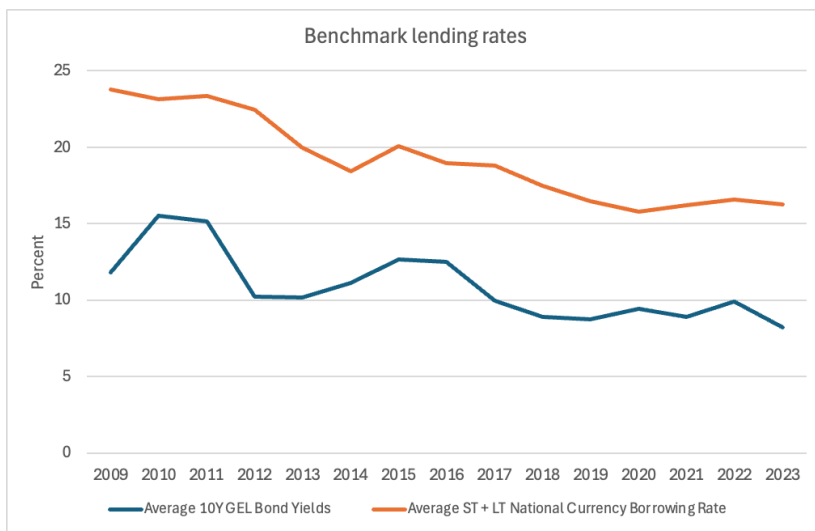
დავუკავშიროთ ეს ჩვენს მიერ ზემოთ წარმოდგენილ 'სამართლიანი ფსონის' ილუსტრაციას; საქართველოში დიაგრამის მარცხენა მხარეს წარმოდგენილი შედეგები სავარაუდოდ წარსულში განიხილებოდა და ასე რჩება, იმ მნიშვნელოვანი ალბათობით, რომ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებში ინვესტორებს შეიძლება დიდი დანაკარგები ჰქონდეთ იმ გადაჭარბებული რისკებიდან გამომდინარე, რომლებიც მათ (ინვესტორების) კონტროლს არ ექვემდებარება. ეს კომპენსირდებოდა/კომპენსირდება იმ ალბათობით, რომ მათ შეიძლება მიიღონ უკუგებები, რომლებიც უდრის (მაგრამ არ აღემატება) საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების კვოტირებულ შემოსავლიანობას.

ამრიგად, ამ მაგალითით, ადრე 2014 წელს საქართველოს 10-წლიანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებში ინვესტორებს დარიცხული ექნებათ იმ დროს არსებული შემოსავალი, რომელიც დაახლოებით 12% იყო. ეს არ წარმოადგენს იმ უკუგებას, რომლის მიღებასაც მოელოდნენ. არამედ, ეს წარმოადგენს იმ მოგებას, რომლის მიღებასაც ისინი იმედოვნებდნენ იმ შემთხვევაში, თუ უარყოფითი/წაგების რისკი არ მატერიალიზდებოდა (რომლებიც არ მატერიალიზდა). ინვესტორებს დაერიცხათ უკუგებები, რომლებიც უფრო სტაბილური ეკონომიკის ქვეყნებში დარიცხულთან შედარებით შეიძლება მაღალი ჩანდეს, მაგრამ ეს არ ყოფილა იმ ეკონომიკური გარიგების შედეგი, რომელიც სისტემატურად მათ სასარგებლოდ იყო გადახრილი.

2. საორიენტაციო უკუგებები საქართველოში: სესხის საპროცენტო განაკვეთები

კომერციული სესხების საპროცენტო განაკვეთები გვთავაზობს სასარგებლო ბენჩმარკს საქართველოში საორიენტაციო უკუგებების შესახებ:

დაკრედიტების საორიენტაციო განაკვეთები



ლურჯი ხაზი: ლარში დენომინირებული ფასიანი ქაღალდების საშუალო 10-წლიანი შემოსავლიანობა

სტაფილოსფერი ხაზი: ეროვნულ ვალუტაში მოკლევადიანი + გრძელვადიანი სესხების საშუალო საპროცენტო განაკვეთი

2009 წლიდან, საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ გამოქვეყნებული კომერციული სესხის განაკვეთები სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთებს საშუალოდ დაახლოებით 8%-ით აღემატება. კომერციული სესხის ეს განაკვეთები მოიცავს კორპორატიული სესხების მნიშვნელოვან მოცულობას, და ინდივიდუალურ 'მეწარმეებზე' გაცემულ სესხებს.⁶ შედარების მიხედვით, იმავე პერიოდში A/BBB კორპორატიული ფასიანი ქაღალდების შემოსავლებსა და გაერთიანებული სამეფოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებს შორის შემოსავლიანობის დიფერენციალი დაახლოებით 1,5%-ს შეადგენს.

ეს გვიჩვენებს, საქართველოში კრედიტორებისთვის რის 'დაპირება' იყო საჭირო იმისათვის, რომ ისინი აქტივების დაფინანსებაზე თანახმა ყოფილიყვნენ. 2009 წლიდან კრედიტორები სესხზე საშუალოდ 20%-იან უკუგებას ითხოვენ, ნაცვლად 3-4%-ისა გაერთიანებულ სამეფოსა თუ გერმანიაში იმავე პერიოდისთვის. ისეთი კაპიტალტევადი დარგისთვის, როგორც ტელეკომია, ასეთი სხვაობა ძალიან მატერიალურია.

3. საქართველოში საორიენტაციო უკუგებების განსაზღვრა: კაპიტალის ღირებულება და კაპიტალზე მოსალოდნელი უკუგება

საქართველოში ძალზე რთულია კაპიტალის საერთო ღირებულების (ან კაპიტალზე მოსალოდნელი უკუგების) განსაზღვრა. ტრადიციული „აქტივების შემოსავლიანობის შეფასების მოდელის“ (CAPM) პრინციპები თეორიაში შეიძლება ძალაშია, მაგრამ უაღრესად რთულია CAPM მოდელის შევსება ადეკვატური დაშვებებით მაშინ, როცა არ არსებობს განვითარებული ლიკვიდური კაპიტალის ბაზრები. ინვესტორებისთვის აუცილებელი უკუგებების გაანგარიშებისას ჭარბობს მრავალი მტკიცებულებითი სირთულე – სხვათა შორის, საქართველოს კაპიტალის ბაზარზე ლიკვიდობის მნიშვნელოვანი არარსებობაა. CAPM მართებულია მხოლოდ მაშინ, როდესაც ბაზრის მონაცემები მიმდინარე და სრულფასოვანია და წარდმოდგენილია ლიკვიდური აქტივებით. საქართველო ამ პირობებიდან ვერცერთს აკმაყოფილებს. შესაბამისად, უკიდურესი სიფრთხილით უნდა მოვეკიდოთ კაპიტალის ღირებულების შეფასებას, როგორც წარმოადგინა PWC-მ კომისიისთვის.

იყო მცდელობები, ახლად ფორმირებული ეკონომიკის მქონე ქვეყნებისთვის სანდრო საორიენტაციო უკუგებების განსაზღვრის⁷, მაგრამ ეს ფართო აკადემიური კონსენსუსის სფერო არ არის – ძირითადად იმიტომ, რომ ყოველთვის ცხადი არ არის, რას გვეუბნება აქედან გამომდინარე გაანგარიშებული კაპიტალის ღირებულებები. კაპიტალის ღირებულებების გაანგარიშებები, მნიშვნელოვანი რისკის არსებობისას, ვერ იქნება გამოყენებული დღევანდელი და ხვალინდელი უკუგებების ისე განსაზღვრისთვის და ჭარბი მოგების ისე შეფასებისთვის, რომ მარეგულირებელი გადაწყვეტილებებისთვის შესაფერისი იყოს. ანალოგიურად მნიშვნელოვანია კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრის თარიღი, როცა კაპიტალის ნამდვილი ღირებულება დროთა განმავლობაში სავარაუდოდ არამდგრადი იქნებოდა.

ეს იმიტომაცაა, რომ, წარსულში არსებული რისკებისა და იმ დროს მათი ალბათობის სრულად გაგების გარეშე, შეუძლებელია პოზიციის ჩამოყალიბება შემდეგზე: დღეს მოსალოდნელ კაპიტალის ღირებულებასთან მიმართებით, ან კაპიტალის ღირებულების წინანდელ გაანგარიშებასთან მიმართებით რაიმე ნამეტი - გამომდინარეობს თუ არა იმ მარეგულირებელ ზომებში არსებული მიკერძოებიდან

⁶ წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

⁷ ასეთი მონაცემებისთვის ხშირად მითითებული წყაროა Aswath Damodaran, NYU Stern, <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

[სუბიექტივიზმიდან], რომლებიც დარჩა, საბაზრო ძალაუფლება, კარგად მართვა, ან ილბლიანი წარმატებიდან მიღებული კანონიერი შემოსავლები ექსოგენურ რისკებთან დაკავშირებით.

ეს იმიტომ, რომ ინვესტირების განხორციელების დროს წარსულში, არსებული რისკების და მათი დადგომის ალბათობის სრულად გაცნობიერება ვერ განხორციელდება და დღევანდელი გადმოსახედიდან შეუძლებელია იმის განმარტება, რომ მიღებული შესაძლო ნამატი მოსალოდნელ კაპიტალის ღირებულებისასთან და ფაქტიურ შედეგებს შორის კონკრეტულად რისგან გამომდინარეობს: გადახრა მოსალოდნელ რეგულაციებთან, მიღებულ საბაზრო ძალაუფლებიდან, კარგი მენეჯმენტიდან, თუ მართლაც რომ სამართლიანად კარგი შედეგებიდან, რომელიც ექსოგენური რისკების არ რეალიზებიდან გამომდინარე დადგა.

ამის გათვალისწინებით, ეს აბსოლუტურად არ ნიშნავს იმას, რომ ამგვარად გაანგარიშებული რაიმე „ნამეტი“ რეგულირების გზით უნდა იყოს წართმეული. ამის ნაცვლად, მარეგულირებელმა უნდა აღიაროს, რომ ეს უკუგებები შეიძლება მეტყველებდეს სრულად კანონიერ და პრო-კონკურენტულ გარემოზე მარეგულირებელ ჩარჩოზე.

საქართველოში საორიენტაციო უკუგებების განსაზღვრა: რეტროსპექტული შეფასება და კაპიტალის ბაზართან დაკავშირებული მტკიცებულებები

ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, უკუგებების განხილვის უფრო საფუძვლიანი გზაა იმ ორიენტირებთან შედარება, რომლებიც უფრო პირდაპირ გამომდინარეობს კაპიტალის ბაზართან დაკავშირებით არსებული მტკიცებულებებიდან, რადგან ეს ნაკლებად სუბიექტური მსჯელობას საჭიროებს. ეს იძლევა უფრო ტრაქტირებად გზას იმისათვის, რომ რეტროსპექტულად შეფასდეს ის უკუგება, რომელსაც იმ მომენტში ინვესტორი იმედოვნებდა, 'სამართლიანი ფსონის' პრინციპით წარმატებული შედეგის შემთხვევაში. არსებული მტკიცებულებები ამ მიდგომას ბევრად უფრო ამყარებს.

ის, რაც დარწმუნებით შეგვიძლია ვთქვათ, არის შემდეგი:

- სხვა თანაბარ პირობებში, კაპიტალზე მოთხოვნილი უკუგებები მთლიანობაში უფრო მაღალი უნდა იყოს, ვიდრე სასესხო კაპიტალის რენტაბელობა. ეკვივალენტურ ბიზნესში სესხი ნაკლებად რისკიანია, ვიდრე კაპიტალი. ამგვარად, როგორც მინიმუმ, ჩვენი მოლოდინით, „მაგთიკომში“ ინვესტორებისთვის დაკვირვებული საინვესტიციო უკუგება (IRR) იქნებოდა (საკმაოდ) მაღლა, ვიდრე სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობისა და სესხების საპროცენტო განაკვეთებში ასახული პრემიის ჯამი.
- საქართველოს ინფრასტრუქტურაში ინვესტიციებზე მოთხოვნილი პრემია ტიპურად ბევრად დიდი იქნებოდა, ვიდრე კორპორატიულ ფასიან ქაღალდებზე არსებული პრემია, რაც მიუთითებს პირდაპირი ინვესტორებისთვის [კაპიტალში ინვესტორებისთვის] არსებული მომეტებული რისკების უფრო ფართო სპექტრზე და საკუთრებაში არსებული აქტივების ხასიათზე. მაგალითად, აქტივების აპროპრიაციის ან სხვა პოლიტიკური ინტერვენციის, ვაჭრობაზე დაწესებული შეზღუდვების, გადასახადებისა და პოლიტიკური არასტაბილურობის რისკები არათანაბარზომიერად გამოვლინდებოდა პირდაპირი ინვესტორებისთვის, რომლებიც ინვესტირებას ახორციელებენ ინფრასტრუქტურის კომპანიებში, რომლებსაც საკუთრებაში აქვთ აქტივები, რომლებიც - ხასიათიდან გამომდინარე - მნიშვნელოვანწილად უძრავია.
- ისიც სავარაუდოა, რომ სტაბილური ეკონომიკის მქონე ქვეყნებთან შედარებით საქართველოში სააქციო კაპიტალის საბაზრო რისკზე *მოსალოდნელი* პრემია უფრო დიდი იქნებოდა იმიტომ, რომ

საქართველოში სისტემატური რისკები სავარაუდოდ უფრო დიდია, ვიდრე სხვა ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში. უფრო მეტიც, თუ კომპანიის პოტენციური უარყოფითი რისკები არ მატერიალიზდა, სააქციონერო კაპიტალის რისკზე მოსალოდნელი ეს პრემია გაიზრდებოდა დღევანდელი დაკვირვებული უკუგებების ფარგლებში 'სამართლიანი ფსონის' პრინციპიდან გამომდინარე - ისევე, როგორც სახელმწიფო ვალის ღირებულება იზრდება 'დაპირებული' შემოსავლიანობის ფარგლებში, ნამდვილ მოსალოდნელ შემოსავლიანობასთან შედარებით.

- ქართულ აქტივებში ინვესტირებისთვის ინვესტორების მიერ მოთხოვნილი უკუგებების (შემოსავლიანობის) სასარგებლო ეტალონებად [პროქსებად] გვევლინებიან ქართული ბანკები - თიბისი ბანკი და საქართველოს ბანკი, რომლებიც ლონდონის საფონდო ბირჟაზე არიან რეგისტრირებული. 2024 წლის 27 ივნისის მდგომარეობით არსებული ფასების საფუძველზე, ეს აქციები იყიდება 4,2 და 2,9 ფასის/შემოსავალთან შეფარდების კოეფიციენტებით, ხოლო გაერთიანებულ სამეფოში არსებული ბანკების - HSBC-ის ან Barclays-ის - აქციები იყიდება 7,5 და 8,0 ფასის/შემოსავალთან შეფარდების კოეფიციენტებით. ვინაიდან თიბისი ბანკსა და საქართველოს ბანკს საქართველოს საბანკო ბაზრის დაახლოებით 75% უკავიათ და ყოველწლიურად მნიშვნელოვან ფულად შემოსავალს იღებენ, ისინი შეიძლება განხილული იყვნენ ეტალონად საქართველოს ბაზარზე ინვესტირებისთვის⁸. ეს ორი წარმოადგენს საქართველოს ყველაზე ლიკვიდურ აქტივს ინვესტორების რისკ პრემიუმის შესაფასებლად. აღსაღნიშნავია, რომ საქართველოში ტელეკომ კომპანიებში ინვესტირებისთვის, ინვესტორი დამატებით მოითხოვს არალიკვიდურობის პრემიუმს ლონდონის ბირჟაზე დალისტულ კომპანიებთან მიმართებაში.
- ის, რომ საქართველოს ბანკების აქციების ფასის/შემოსავალთან შეფარდების [P/E] კოეფიციენტები გაერთიანებული სამეფოს ბანკების აქციების ანალოგიური კოეფიციენტების დაახლოებით ნახევარია, მიუთითებს იმაზე, რომ ინვესტორებს სამიზნე უკუგებების [შემოსავლიანობის] სულ ცოტა ორჯერ უფრო მაღალი დონე ესაჭიროებათ იმისათვის, რომ დათანხმდნენ დასავლეთ ევროპულ აქციებთან შედარებით ქართული აქციების ფლობასთან დაკავშირებულ რისკებს. ამ ეტალონების [პროქსების] საფუძველზე, საქართველოში 'სამართლიანი ფსონის' შესაბამისი საკონტროლო შემოსავლიანობის დონე იქნებოდა ევროპის ნებისმიერ ქვეყანაში არსებულზე სულ ცოტა ორჯერ უფრო მეტი.

ამ მონაცემების გამოთვლა და ზუსტი კაპიტალის ღირებულების მიღება ადვილი არ არის, თუმცა, ჩვენ ვცდილობთ ისინი საორიენტაციო შემოსავლიანობის გონივრულ შეფასებაში ავსახოთ შემდეგნაირად:

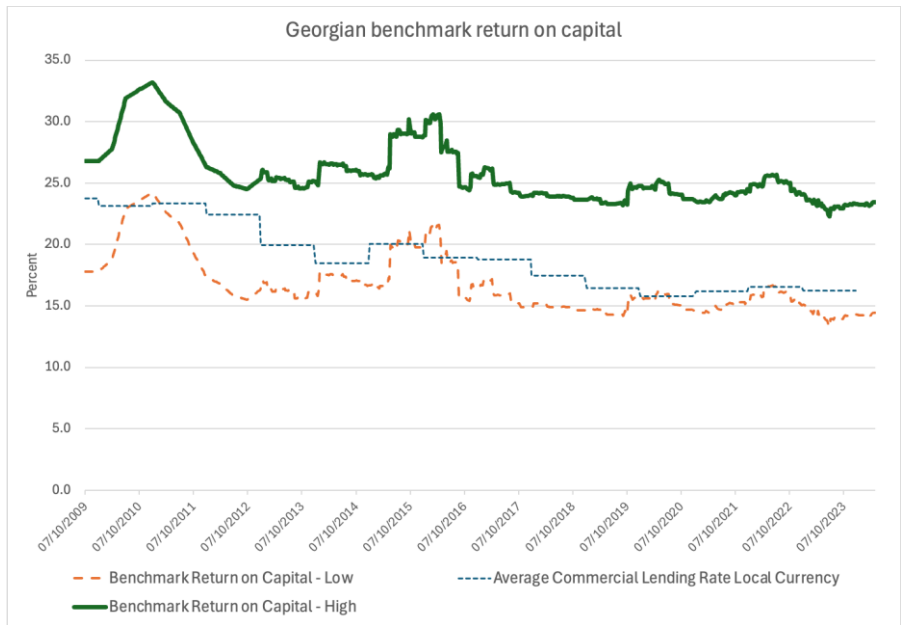
- ილუსტრაციისთვის, ჩვენ ვაჩვენებთ საორიენტაციო კაპიტალზე უკუგების 'ქვედა ზღვარს', რომელიც ასახავს საქართველოს სახელმწიფო ფასიან ქალაქებზე 10-წლიან 'დაპირებულ შემოსავლიანობას პლუს 6%-იან საბაზრო რისკის პრემიას. საბაზრო რისკის პრემიის ეს გაანგარიშება მთლიანობაში თანხვედრაშია განვითარებულ ქვეყნებში გრძელვადიან პერსპექტივაში კაპიტალის ისტორიულ საბაზრო შემოსავლიანობასთან. ის ზოგადად გამოიყენება მომავალი მოსალოდნელი

⁸ ვაღიარებთ, რომ საბანკო საქმიანობა და ტელეკომუნიკაციები ძალზე განსხვავებული დარგებია, აქტივების ინტენსივობის ძალზე განსხვავებული დონეებითა და სახეებით. არ ვაცხადებთ, რომ ისინი მსგავსია, მაგრამ ვაცხადებთ, რომ გაერთიანებული სამეფოს ბანკების აქციებთან შედარებით, შედარებით 'უსაფრთხო' ქართული ბანკების აქციებში ინვესტორების მიერ მოთხოვნილი პერსპექტიული შემოსავლიანობის უფრო მაღალი დონე იძლევა სასარგებლო ორიენტირს იმ სახის შემოსავლიანობისთვის, რომელსაც ინვესტორები მოითხოვდნენ ქართული სატელეკომუნიკაციო კომპანიების აქციებიდან და ევროკავშირის ან გაერთიანებული სამეფოს სატელეკომუნიკაციო კომპანიების აქციებიდან.

შემოსავლიანობის (და არა კარგ ქვეყნებში 'სამართლიანი ფსონის' პრინციპით 'მოთხოვნილი' შემოსავლიანობის) გაანგარიშების სახით.

- როგორც ვხედავთ, ამით მიიღება რიცხვები, რომლებიც ხშირად სესხის განაკვეთზე დაუჯერებლად დაბალია. მიუხედავად ამისა, ვაჩვენებთ, როგორც მარტივ საილუსტრაციო ქვედა ზღვარს - თუმცა ვაღიარებთ პოტენციურ შეუსაბამობას მოსალოდნელი საბაზრო შემოსავლიანობის კომბინირებისა 'დაპირებულ' სახელმწიფო შემოსავლიანობასთან.
- ჩვენი საორიენტაციო შემოსავლიანობის ზედა ზღვარი ასახავს პროპორციულ კორელაციას საქართველოს 'დაპირებულ' სახელმწიფო შემოსავლიანობასა (რაც ბოლოდროინდელ პერიოდში ტიპურად 10%-ს შეადგენს) და ევროპაში, აშშ-ში და გაერთიანებულ სამეფოში დაკვირვებულ ტიპურ ნომინალურ შემოსავლიანობას (c.4%) შორის. ის [ზედა ზღვარი] იყენებს ამ ქვეყნებში დაკვირვებული სააქციო კაპიტალის საბაზრო რისკის პრემიის იმავე 6%-იან განაკვეთს, რაც ითარგმნება საქართველოში 'დაპირებულ' 15%-იან საბაზრო რისკის პრემიად, და ისევე ემატება ძირითად ქართული ფასიანი ქაღალდის 'დაპირებულ' შემოსავლიანობას.
- საერთო ჯამში ჩვენი ზედა ზღვარის მიზანია კაპიტალის იმ საერთო 'დაპირებული' უკუგების [შემოსავლიანობის] სარწმუნო შეფასება, რომელიც ინვესტორებს დაერიცხებოდა, თუ უფრო მძიმე უარყოფით რისკები თავიდან იქნებოდა აცილებული. ის ასახავს ინვესტორებისთვის პერსპექტიული 'მაღალი' უკუგების [შემოსავლიანობის] დიაპაზონს, რაც სარწმუნოდ საჭირო იქნებოდა იმ მნიშვნელოვანი რისკების კომპენსირებისთვის, რომლებიც შეიძლება არ მატერიალიზდა, მაგრამ ყველა ინვესტორისთვის დიდ, უარყოფით უკუგებებს გამოიწვევდა, მათ რომ ასე გაეკეთებინათ. მასში ივარაუდება, რომ რისკების/უკუგების შეფარდება ანალოგიურად პროპორციული იქნებოდ სააქციონერო კაპიტალში [ანუ პირდაპირი] ინვესტორებისთვის, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებში ინვესტორებთან შედარებით, როგორც ეს განვითარებული ეკონომიკის მქონე ქვეყნებშია.
- დასავლეთის ბანკებთან შედარებით ქართული ბანკების ფასის/შემოსავალთან შეფარდების [P/E] კოეფიციენტების ჩვენს მიერ ჩატარებული ანალიზი მიუთითებს პრემიის იმ დონეზე, რომელიც შეესაბამება ჩვენი საორიენტაციო შემოსავლიანობის ზედა ზღვარს.
- თუ ქართული და დასავლური ბანკების შემთხვევაში საპროგნოზო ზრდის ანალოგიურ დაბალ ერთციფრიან კოეფიციენტებს დავუშვებთ (სხვა თანაბარ პირობებში), მაშინ დასავლური ბანკის 7.5 – 8 P/E კოეფიციენტთან შედარებით ქართული ბანკის 3 – 4 P/E კოეფიციენტი გულისხმობს საქართველოს შემთხვევაში დაახლოებით 30%-იან დისკონტირების განაკვეთს, ხოლო დასავლური ბანკების შემთხვევაში - დაახლოებით 15%-იან განაკვეთს. ეს ციფრები მიახლოებითია, და არა საბოლოო, მაგრამ ქართულ ბაზარზე ინვესტორების მიერ მოთხოვნილი უკუგების ფარდობითი დონე აშკარად მნიშვნელოვანი ჯერადია უკუგების იმ დონისა, რომელიც გაერთიანებულ სამეფოში ან სხვა დასავლური ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში მოითხოვება.
- მიგვაჩნია, რომ ჩვენი ზედა ზღვარი უფრო სარწმუნო ორიენტირია, რომელიც საფუძვლად უნდა დაედოს „მაგთიკომში“ ამჟამად დაკვირვებული უკუგების [შემოსავლიანობის] ინტერპრეტაციას, ვინაიდან ჩვენი ქვედა ზღვარი სავარაუდოდ არასაკმარისად შეაფასებს სააქციო კაპიტალის საბაზრო რისკზე პრემიას. თუმცა, შედარების მიზნებისთვის ჩვენს მიერ ქვემოთ ნაჩვენებია სრული სპექტრი, რაც შეფასების აღნიშნულ მეთოდთან დაკავშირებულ გაურკვევლობებს ასახავს.

სურათი 2: საქართველოს კაპიტალის საორიენტაციო შემოსავლიანობა



-- კაპიტალის საორიენტაციო შემოსავლიანობა - დაბალი

---- კომერციული სესხის საშუალო საპროცენტო განაკვეთი ადგილობრივ ვალუტაში

___ კაპიტალის საორიენტაციო შემოსავლიანობა - მაღალი

- აქედან გამომდინარე, ორიენტირების ეს სიმრავლე შესაძლოა გამოყენებული იყოს იმ სარწმუნო ორიენტირებად, რომელთა მიხედვითაც შეიძლება მოხდეს სააღრიცხვო და ეკონომიკური უკუგებების შედარება.

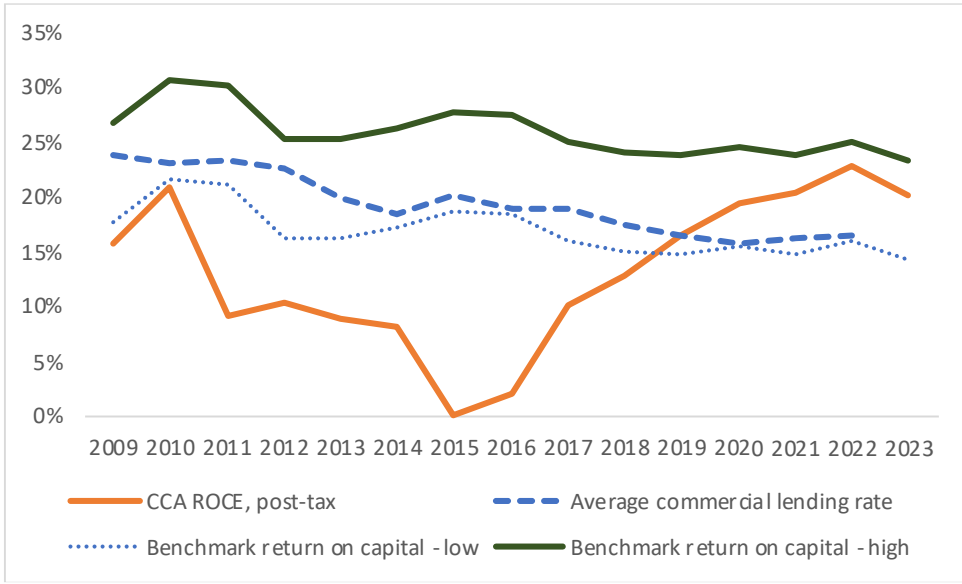
„მაგთიკომის“ რეალური უკუგებების შეფასება

ახლა „მაგთიკომის“ უკუგებები შევადაროთ ამ ორიენტირებთან. ამისათვის, ჩვენ ვაჩვენებთ მიმდინარე ღირებულებით აღრიცხულ (CCA) გამოყენებულ კაპიტალზე საანგარიშო უკუგებას (ROCE) გადასახადების გამოქვითვის შემდეგ (განმარტებულია წინა ნაწილში) ზემოაღნიშნული კაპიტალის შემოსავლიანობის ორიენტირებით.

ქვემოთ წარმოდგენილ ცხრილში ნაჩვენებია საანგარიშო CCA ROCE გამოქვეყნებულ სესხის საპროცენტო განაკვეთთან შედარებით, და ჩვენი კაპიტალის საორიენტაციო შემოსავლიანობის დიაპაზონი. ეს აჩვენებს, რომ წლიური შემოსავლები სესხის საანგარიშო ღირებულებაზე დაბალი იყო 2019 წლამდე, და რომ ამ შემოსავლებმა მხოლოდ ბოლო წლებში გადააჭარბა ამ დონეს.

დაკვირვებული შემოსავლიანობის ჩვენს საორიენტაციო შემოსავლიანობის დიაპაზონთან შედარება აჩვენებს მნიშვნელოვან ჩამორჩენას 2018 წლამდე, სანამ ROCE ოდნავ გადააჭარბებს ამ დიაპაზონის ქვედა ზღვარს. გადასახადების გამოქვითვის შემდეგ „მაგთიკომის“ მთელ შესაბამის პერიოდში ამ დიაპაზონის ზედა ზღვრის ქვემოთ რჩება.

სურათი 3: „მაგთიკომის“ ROCE (CCA) და კაპიტალის საორიენტაციო შემოსავლიანობა



- მიმდინარე ღირებულებით აღრიცხულ (CCA) კაპიტალის შემოსავლიანობა (ROCE) გადასახადების გამოქვითვის შემდეგ
- კომერციული სესხის საშუალო საპროცენტო განაკვეთი
- კაპიტალის საორიენტაციო შემოსავლიანობა - დაბალი
- კაპიტალის საორიენტაციო შემოსავლიანობა - მაღალი

წყარო: კომპანიის მონაცემები, საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს (MOFGE) მონაცემები

ROCE-ს საშუალო წლიური ჩამორჩენა კაპიტალის უკუგების მაღალი ბენჩმარკის მიმართ არის 11%. 15-წლიანი პერიოდის განმავლობაში ეს ეკვივალენტურია დაახლოებით \$0.6 მილიარდისა ბენჩმარკთან შედარებით.

საქართველოს სატელეკომუნიკაციო ბაზარზე ბოლო წლებში ინვესტორების მიერ მიღებულ უკუგების განიხილვისას, გასათვალისწინებელია Veon-სა და TeliaSonera-ს შემთხვევები. ეს საერთაშორისო სატელეკომუნიკაციო ჯგუფები ფლობდნენ მობილურ ბიზნესებს საქართველოში, მაგრამ 2022 და 2018 წლებში მნიშვნელოვანი დანაკარგებით გაყიდეს თავიანთი აქტივები (ამჟამად Cellfie და Silknet, ადრე Beeline და Geocell). ამ საერთაშორისო ინვესტორებმა არ მიიჩნიეს, რომ მათ შეეძლოთ საკმარისი უკუგების მიღება არსებული რისკების კომპენსაციისთვის, მიუხედავად კომისიის მიერ აღქმული მაღალი EBITDA მარჟებისა. ეს არ მიაჩნდა ისეთი ბაზრის არსებობაზე, სადაც ოპერატორები იღებენ კაპიტალის ღირებულებაზე მაღალ უკუგებას.

დასკვნები დაკვირვებული შემოსავლიანობის შესახებ

საგულისხმოა ფაქტიური კაპიტალის უკუგების შედარება ბენჩმარკებთან. საბოლოო ჯამში, ინვესტორებმა, რომლებიც ბოლო თხუთმეტი წლის განმავლობაში „მაგთიკომის“ საქმიანობას მხარს უჭერდნენ და მასში ინვესტიციებს დებდნენ, არსებითად უფრო დაბალი უკუგება მიიღეს, ვიდრე მათ გონივრულად შეიძლებოდა მოლოდინი ჰქონოდათ ‘სამართლიანი ფსონის’ პრინციპიდან და

გარემოებებიდან გამომდინარე, რომლებიც დადგა. ამ დეფიციტის აბსოლუტური მოცულობა მნიშვნელოვანია.

მომავალი ჩარევების განხილვისა და საბაზრო ძალაუფლების შეფასებებზე დასკვნების გამოტანისას მოყვანილი მტკიცებულებები სათანადოდ უნდა იქნას მხედველობაში მიღებული. ინვესტორებმა სამართლიანი უკუგებები ვერ მიიღეს. „ჭარბ“ უკუგებებზე აპელირების ნაცვლად, მომგებიანობის დღევანდელი მაჩვენებლები მაღალი უნდა იყოს არაერთი წლის განმავლობაში, რომ ზემოთხსენებული აკუმულირებული დეფიციტი დააკომპენსიროს.

კომისიამ მომავალ ინვესტიციებს ხელი უნდა შეუწყოს 'სამართლიანი ფსონის' პრინციპის მიღებით და მისი დაცვით.