

AZƏRBAYCAN
QIYMƏTLƏNDİRİCİLƏR
PALATASI

BQS 200
Biznes və Biznesdə
Payların
Qiymətləndirilməsi

BQS 2025 Standartı



10. Ümumi baxış

- ✓ **Tətbiq sahəsi:** BQS 200 müəssisənin davamlı fəaliyyəti əsasında biznes və biznesdə payın (biznes maraqları) dəyərinin qiymətləndirilməsini tənzimləyir. Fəaliyyətdə olan müəssisənin dəyəri onun tərkib hissələrinin bazar qiymətlərinin cəmi deyil, bütöv biznesin dəyəridir.
- ✓ **Əsas məqamlar:** Standart şirkətin tam biznesini və şirkətin kapitaldakı payını əhatə edir, dəyərin hesablanmasında müəssisənin gələcəkdə fəaliyyətini davam etdirəcəyi nəzərə alınır.
- ✓ **IFRS ilə əlaqələri:** Mühasibat və qiymətləndirmə anlayışları uyğunlaşdırılır. Məsələn, IFRS 13 (Ədalətli Dəyər) “Ədalətli dəyər” ölçümündə bazar dəyərini “aktivin satıldığı qiymət” kimi müəyyən edir, IFRS 3 (Müəssisələrin birləşməsi) isə alıcıya əldə olunan aktiv və öhdəlikləri ədalətli dəyər əsasında ölçməyi tələb edir. Bu baxımdan BQS 200-də istifadə edilən bazar dəyəri anlayışı IFRS prinsipləri ilə üst-üstə düşür.
- ✓ **Ümumi yanaşma:** Qiymətləndirici qiymətləndirmə məqsədini, təsbit edilmiş baza dəyərləri və xüsusi təhlil şərtlərini hesabatda açıq göstərməlidir. Əldə edilən nəticələrin etibarlılığını təmin etmək üçün zəruri olan məlumatlar (maliyyə hesabatları, bazar şərtləri, texnoloji göstəricilər və s.) toplanmalıdır.

20. Giriş

- ✓ **Standartın məqsədi:** Qiymətləndirmənin məqsəd və vəzifələrini müəyyən etməklə yanaşı, BQS 200 biznesi qiymətləndirərkən etibarlı, şəffaf metodologiya tətbiqini tələb edir. Qiymətləndirmə hesabatında məqsəd, dəyər bazası və məhdud şərtlər aydın şəkildə əks etdirməlidir.
- ✓ **Əsas anlayışlar:** Biznes (fəaliyyətdə olan müəssisə) bazar fəaliyyəti və gələcək perspektivləri ilə birlikdə qiymətləndirilir. “Biznes marağı” dedikdə müəssisənin kapitalında payı və ya şirkətin hüquqları nəzərdə tutulur. Bu baxımdan, nəzarət (control) marağı ilə sadə investor marağı arasında fərqlər nəzərə alınmalıdır (nəzarət paketinə görə mükafat və azlıq diskontları).
- ✓ **İntegrasiya:** BQS 200 digər BQS standartları ilə əlaqəlidir (məs., müəlliflik hüquqları üçün IVS 210), eyni zamanda maliyyə hesabatları standartlarına (IFRS) da uyğunlaşdırılır. Valyuta məzənnəsi, vergi siyasəti və qanunvericilikdəki dəyişikliklər kimi iqtisadi faktorlar qiymətləndirmə nəticəsinə təsir edən ümumi şərait elementləridir.
- ✓ **Etik tələblər:** Qiymətləndirici müstəqil və obyektiv davranmalı, maraqların toqquşmasını aradan qaldırmalı və hesabatının düzgünlüyünü təmin edən bütün materialları (əlavə sənədlər, məktublar) saxlamaqla hesabat tarixindən sonra ən az 5 il qorunmalıdır.

30. Dəyər bazaları

- ✓ **Bazar dəyəri:** Ən çox yayılan bazadır – sərbəst bazarda alıcı və satıcı arasındakı razılaşma əsasında formalaşan ən yaxşı məbləğdir. IFRS 13-ə görə ədalətli dəyər də “aktivin normal bazar şəraitində satılacağı qiymət” kimi müəyyən edilir.
- ✓ **Investisiya dəyəri:** Xüsusi investorun mövcud və ya potensial malik olduğu subyektiv üstünlükləri nəzərə alan dəyərdir. Bu qiymət adətən bazar dəyərindən yüksək ola bilər (məsələn, sinerji dəyərləri).
- ✓ **Sinergetik və digər xüsusi dəyərlər:** Strateji alıcılar əldə etdikləri sinergetik üstünlüklər (məs., nadir texnologiyalar, bazar payı) sayəsində bir müəssisə üçün bazar qiymətindən yüksək məbləğ ödəyə bilərlər (xüsusi/sinergetik dəyər). Əlavə dəyərin olub-olmaması qiymətləndirmə zamanı müəyyən edilməlidir.
- ✓ **Likvid və məcburi satış dəyəri:** Əgər müəssisə fəaliyyətini dayandırarsa, aktivlər arzuolunan vaxt məhdudunda satıla bilər. Belə halda dəyər adətən normativ bazar dəyərindən aşağı olur. Bu kimi alternativ bazalar (util dəyər, məcburi satış dəyəri) Fəaliyyətdə olan müəssisə dəyərindən fərqlidir.

40. Qiymətləndirmə yanaşma və metodları

- ✓ **Üç əsas yanaşma:** Üç əsas yanaşma və metodologiyalar mövcuddur: Gəlir yanaşmasında Diskontlaşdırılmış pul axını (gəlir yanaşması) – gələcək pul axınlarının cari dəyərinin hesablanması; Müqayisəli (bazar) yanaşma – oxşar şirkətlərin satış qiymətlərinin və ya bazar göstəricilərinin (məs., gəlir/EBITDA əmsalı) təhlili; Xərc yanaşması – aktivlərin bərpa və ya əvəzetmə qiymətinə əsaslanan dəyər hesablaması.
- ✓ **Metodların seçimi:** Qiymətləndirici işin mahiyyətinə və mövcud məlumatlara görə ən uyğun yanaşma və metod(lar)ı seçməlidir. Adətən bir neçə yanaşmadan hesablama aparılır və nəticələr müqayisə olunur. Yaxşı təcrübədə iki və ya daha çox metoddan istifadə edildikdə dəyərin səmərəliliyi təsdiqini əldə etmək mümkündür.
- ✓ **Bazar yanaşması:** Bu yanaşma oxşar müəssisələrin satışları və göstəricilərinə (multiplikatorlara) istinad edir. Qiymətləndirmə müddətində uyğun metodlar (Analoji (Müqayisə olunan) əqdlər, Analoji Açıq Səhmdar Cəmiyyətləri) istifadə edilə bilər. Bazar yanaşması real bazar əməliyyatlarına əsaslandığından qiymətləndirməni aparmaq asandır, lakin burada sinergetik amillər qiymətə təsir göstərə bilər (və nəticədə investisiya dəyəri əks oluna bilər).
- ✓ **Gəlir yanaşması:** Bu yanaşmada biznesin dəyəri proqnozlaşdırılan pul axınlarının cari dəyərini hesablayaraq tapılır. Proqnozlar və diskont faizi (məs., WACC və ya tələb olunan rentabellik) müəyyən edilir, sonra hər il üçün gözlənilən nağd axın cari dəyərə gətirilir. Bu metoda gəlirə əsaslanan DCF modeli deyilir. Üstünlüyü – müəssisənin fundamental göstəricilərinə söykənməsidir; çatışmazlığı – proqnozların subyektivliyi və diskont dərəcəsinin düzgün seçilmə zərurətidir.
- ✓ **Xərc yanaşması:** Biznesin dəyərini onun aktiv və öhdəliklərinin xalis bazar dəyəri kimi müəyyən edir. Burada müəssisənin balansındakı aktivlər (əməliyyat aktivləri) cari bazar qiyməti ilə və lazımi düzəlişlərlə qiymətləndirilir, öhdəliklər çıxdıqdan sonra qalan məbləğ əldə edilir. Bu yanaşma adətən aktivlərin (məs., daşınmaz və avadanlıq) diskontlaşdırılmış xərclərinə əsaslanır. O, əsasən müvafiq aktivlərin bazar qiyməti olmadığı zaman və ya aktivə qaytarma xərci kimi məlumat mövcud olduqda tətbiq edilir.

50. Bazar yanaşması

Bazar yanaşmasında müəssisənin dəyəri eyni və ya oxşar sahədə fəaliyyət göstərən şirkətlərin satış qiymətlərinə və ya əmsallarına görə müəyyənləşdirilir. Məsələn, EBITDA-multiplikator modeli belə işləyir: bir müəssisənin EBITDA-sı götürülür və oxşar satışlardan müəyyənləşdirilmiş əmsala vurulur. Bu yanaşmada iki əsas metod var – satış müqavilələri (guideline transaction) və KİV-də maliyyə hesabatları açıq şirkətlər (guideline public company) metodları. Bazar yanaşması faktiki əməliyyata əsaslandığı üçün nəticələri anlamaq asandır, lakin əməliyyatlardakı sinergetik əlavələr bazar dəyərini şişirdə bilər.

- ✓ **Müqayisəli göstəricilər:** oxşar şirkətlərin satış qiymətləri, gəlir, EBITDA və ya digər göstəricilərə bölünərək uyğun qiymətləndirmə əmsalları tapılır.
- ✓ **Obyektiv göstərici:** Bir sıra beynəlxalq təşkilatlarda bazar dəyərini “istəkli alıcı və satıcı arasında əmələ gələn və heç bir məcburiyyətdən asılı olmayan ən yaxşı qiymət” kimi müəyyən edir. Bazar yanaşması məhz bu prinsipi əks etdirir.
- ✓ **Məhdudiyyətlər:** Kifayət qədər oxşar əməliyyat tapılmaya və ya fərdi alıcı (strateji investor) yanaşması qiymətləndirməni dəyişdirə bilər. Başqa sözlə, bir satınalmada sinergetik üstünlüklər nəzərə alınıbsa, nəticə investisiya dəyərinə yaxınlaşa bilər, və ya bazar dəyərindən fərqlənə bilər.

60. Gəlir yanaşması

Gəlir yanaşmasında biznesin dəyəri proqnozlaşdırılan pul axınlarının cari dəyərinə gətirilməsi ilə təyin edilir. Adətən gələcək hər ildəki nağd pul axını ($CF_1, CF_2, \dots$) müəyyən diskont faizi (r) ilə indiki dəyəərə endirilir. Diskont faizi adətən müəssisənin WACC və ya sərmayəçi üçün tələb olunan rentabellik səviyyəsi kimi götürülür. Bu metod biznesin “intrinsik” (bir aktivin (şirkət, səhmdar payı, daşınmaz əmlak və s.) onun əsas, daxili iqtisadi göstəricilərinə əsasən hesablanmış nəzəri dəyəri) dəyərinə hesablanır. Onun üstünlüyü proqnozların əhəmiyyətini vurğulaması, zəifliyi isə proqnozların və faiz dərəcəsinin düzgün təyin edilməsi ilə bağlı subyektiv amillərin çoxluğuudur.



70. Xərc yanaşması

- ✓ **Ümumi baxış:** Bu yanaşma biznesin dəyərini onun aktivlərinin yenidən əldə olunma (və ya əvəzetmə) dəyərinə və oradan borclar çıxıldıqdan sonra qalan məbləğə əsasən müəyyənləşdirir. Bərpaetmə dəyəri və xalis aktiv dəyəri adətən əsas göstəricilərdir.
- ✓ **Aktiv bazası:** Qiymətləndirilmə üçün müəssisənin maddi (tikili, avadanlıq) və qeyri-maddi aktivləri (patentlər, lisenziyalar) müstəqil şəkildə ədalətli bazar dəyərinə çıxarılır. Passivlər çıxıldıqdan sonra qalan məbləğ – xalis varlıqların dəyəri – biznes dəyəri kimi götürülə bilər.
- ✓ **İstifadə sahəsi:** Xalis aktivlər yanaşması adətən aşağıdakı hallarda tətbiq edilir: müəssisə fəaliyyətdə deyil (bağlanır), mülkiyyət əksər hallarda aktivlərdən ibarətdirsə, və ya gələcəkdən əlavə qazanc gözlənilmirsə. Müqayisəli və diskont metodlarının tətbiqi mümkün olmadıqda xərc yanaşması alternativ yol ola bilər.
- ✓ **Çatışmazlıqlar:** Bu yanaşma gəlir potensialını və bazar tələbini nəzərə almır – o yalnız aktivlərin maya və bazar dəyərinə baxır. Ona görə də sağlam gəlir gətirən müəssisələrdə aktiv əsaslı qiymət ümumi biznes dəyərindən ciddi şəkildə aşağı ola bilər.

80. Xüsusi aspektlər (biznes maraqları və ya paylar)

- ✓ **Nəzarət və azlıq:** Biznes paylarının (payın) dəyəri onun təşkil etdiyi hüquqlara görə dəyişir. Nəzarət payı (biznesi idarə etmək hüququ) sahibinə əlavə üstünlüklər verir; ona görə də nəzarət marağı bazar dəyərindən yuxarı qiymətə qiymətləndirilə bilər. Azlıq payları isə idarəetmə hüququna malik olmadıqları üçün diskont tələb edə bilər.
- ✓ **Sinergetik dəyər:** Strateji alıcılar qazancların artırılması, xərclərin azaldılması və ya bazar payının böyüdülməsi üçün sinergetik üstünlüklər əldə edə bilərlər. Belə hallarda onlar müəssisəyə bazar dəyərindən yüksək məbləğ ödəməyə hazır ola bilərlər.
- ✓ **Məhdudiyyətlər və məhdud bazar:** Xüsusi bir alıcıya aid hüquqlar nadir aktivlərdə azad ticarət məkanından kənar qiymətlər təyin edilə bilər. Əksər halda qiymətləndirmə bazar dəyəri əsasında aparılır, lakin qiymətə əlavə faktorlar (fərdi şərtlər, məhdud paylar) təsir edə bilər.
- ✓ **Tərəflər arasındakı razılaşmalar:** İşdə iştirak edən tərəflər (məs., səhmdarlar, idarəçilər) arasında planlı razılaşmalar bazar dəyərindən fərqli qiymətləndirmə əsasları yarada bilər. Bütün hallarda qiymətləndirici xüsusi ehtimalları və məhdudlaşdırmaları hesabatda bildirməlidir.

90. Mülkiyyət hüquqları

- ✓ Qiymətləndirmənin nəticəsi mülkiyyət hüquqları çərçivəsində verilməlidir: tam mülkiyyət, ortaqlıq, lizing hüququ və s. kimi hüquqlar fərqlidir və biznes dəyərinə müxtəlif təsir göstərə bilər.
- ✓ Biznes mülkiyyət hüququ müəssisə üzərində olan bütün hüquq və məhdudiyyətləri ehtiva edir. Qiymətləndirmə zamanı müəssisədə pay sahibinə aid hüquqlar (səsvermə hüququ, dividendlər, informasiya əldə etmə və s.) və məhdudiyyətlər (səhmdar razılığı, satış məhdudiyyətləri və s.) qiymətlərə təsir etməlidir.
- ✓ Mülkiyyətin tranzaksiya tipi (məs. azlıq payı, oyuna gələn investor payı, şirkətin tam alınması) dəyər ölçüsü üçün vacibdir. Bazar dəyərinin hesablanması adətən rəqabətli bazarda tam mülkiyyət nəzərə alınır. Qeyri-adi hüquq və öhdəliklər ayrıca qiymətləndirilməlidir.
- ✓ Qiymətləndirici hüquqi sənədləri yoxlayaraq mülkiyyət hüquqlarını təsdiqləməlidir. Hər hansı şərt (lizing müqaviləsi, ipoteka, patent hüququ) dəyərə təsir edərsə, bu açıqca açıqlanmalıdır.

100. Biznes haqqında məlumat

- ✓ **Qiymətləndirmə üçün müəssisənin son maliyyə hesabatları** (balans, gəlir hesabatı, nağd pul axınları) və vergidən əvvəlki göstəriciləri analitik məqsədlə istifadə edilir. Bu məlumatlar habelə gələcək proqnozların hazırlanmasına əsas yaradır.
- ✓ **Rəqabət və bazar mövqeyi:** Şirkətin bazarda tutduğu pay, rəqibləri, sahəvi meyarları və tələbin təhlili qiymətləndirmə modelinin əsasında durur. Məsələn, sürətli böyümə sektorunda fəaliyyət göstərən şirkət üçün gəlir proqnozları daha nikbin ola bilər.
- ✓ **İdarəetmə və struktur:** Müəssisənin idarə heyəti, idarəetmə strategiyası, texnologiya səviyyəsi və işə götürmə potensialı işin gəlirliliyinə təsir göstərən amillərdir. Biznes planları, yeni məhsul buraxılışı, investisiya layihələri kimi məlumatlar nəzərə alınmalıdır.
- ✓ **Tarixi göstəricilər:** Keçmişdə şirkətin gəlirləri, mənfəət marjaları və dividend ödəmələri üzrə göstəricilər qiymətləndiriciyə gələcək proqnozlar üçün əsaslı baza yaradır. Eyni zamanda, əməliyyat xərclərinin vəziyyəti, mövcud borc yükü və maliyyə sabitliyi qiymətləndirmə riskini müəyyən edir.

110. İqtisadi və sahəvi amillər

- ✓ **Makroiqtisadi şərait:** Ümumi iqtisadi vəziyyət (inflyasiya, Mərkəzi Bankın faiz dərəcəsi, valyuta məzənnəsi) biznes dəyərinə təsir edir. Məsələn, yüksək inflyasiya xərcləri artırdığı üçün proqnozlaşdırılan pul axınlarını azalda bilər.
- ✓ **Sahəvi trendlər:** Müəssisə fəaliyyət göstərdiyi sektordakı inkişaf perspektivləri, texnoloji yeniliklər və tənzimləyici mühit (vergilər, subvensiyalar, lisenziyalar) qiymətləndirilmə zamanı nəzərə alınmalıdır. Rəqabət səviyyəsi, potensial yeni iştirakçılar və tələbat proqnozları dəyərin hesablanmasında rol oynayır.
- ✓ **Yerli amillər:** İstismar üçün xammal qiymətləri, əməyin qiyməti, tədarük zənciri şərtləri kimi spesifik faktlar müəssisənin xərclər strukturu və gəlirlilik perspektivlərinə təsir edə bilər. Ərazilə bağlı risklər (torpaq vergisi, ərazi siyasəti) qiymətə əlavə edilməlidir.
- ✓ **Regional və beynəlxalq iqtisadi əlaqələr:** İxrac-idxal balans, ticarət şəbəkələri və beynəlxalq ticarətdə iştirak müəssisənin gələcəyinə təsir göstərə bilər. Məsələn, sənaye parklarında vergi güzəştləri olan müəssisələrin dəyəri buna uyğun artırıla bilər.

120. Əməliyyat və qeyri-əməliyyat aktivləri

- ✓ **Əməliyyat aktivləri:** Müəssisənin əsas fəaliyyətində istifadə olunan aktivlər (istehsal avadanlığı, anbarları, işçi heyəti) bazarda davamlı gəlir mənbəyi sayılır. Qiymətləndirmədə bu aktivlərin dəyəri gəlir gətirən potensialları ilə əlaqələndirilir.
- ✓ **Qeyri-əməliyyat aktivləri:** Biznesin cari fəaliyyətinə daxil olmayan və artıq aktiv hesab olunan varlıqlar (satılacaq daşınmazlar, investisiya portfeli, brendlər və s.) ayrıca qiymətləndirilməlidir. Adətən bu aktivlərin bazar dəyəri əməliyyat aktivlərindən müstəqil götürülür.
- ✓ **Ayrırma prinsipi:** Qiymətləndirici hər iki kateqoriyanın aydın sərhədlərini təyin etməli, qeyri-əməliyyat aktivlərinin dəyərini hesabatda ayrıca təqdim etməlidir. Bu, həm müəssisə dəyərinin düzgün müəyyən olunması, həm də hesabat istifadəsinin dəqiqliyi üçün vacibdir.
- ✓ **Dəyərlərin bölünməsi:** Fəaliyyətdən gəlir yalnız əməliyyat aktivlərinin işindən əldə olunduğundan, müəssisənin ümumi dəyəri ilə qeyri-əməliyyat aktivlərinin bazar dəyəri toplanaraq ümumi biznes dəyəri çıxarılır. Bu məntiqə görə, hər iki kateqoriya ayrı qiymətləndirmə bazalarından istifadə etməklə müəyyənləşdirilir.

130. Kapital strukturunun xüsusiyyətləri

- ✓ **Borc və öz kapitalının rolu:** Qiymətləndirmə zamanı müəssisənin borc payı və özünün kapital tərkibi nəzərə alınır. Diskontlaşdırma üçün WACC hesablanarkən borcun gəlirliliyi, vergidən sonra faiz xərcləri və kapitalın qiyməti birgə götürülür. Müvafiq risk əlavə şərtləri sayəsində kapital quruluşu biznesin bazar dəyərinə təsir göstərir.
- ✓ **Maliyyə asılılığı:** Borc yükünün yüksəkliyi müəssisənin risk səviyyəsini artırır. Qiymətləndirmədə borcun dəyəri çıxıldıqdan sonra yalnız səhmdar kapitalı qalmalıdır. Yüksək borcluluq halda ödəniş qabiliyyəti riskləri qiymətə endirim kimi əks oluna bilər.
- ✓ **Pay bölgüsü:** Qiymətləndirmə apardıqda borc/kapital nisbəti nəzərə alınır. Bu, xüsusilə gəlir yanaşmasının tətbiqində vacibdir, çünki WACC borc/kapital çəki nisbətinə görə hesablanır.
- ✓ **Bazar dəyərinə fokus:** BQS 200 payların bazar dəyərinin müəyyənləşdirilməsinə yönəltdiyi üçün kapital strukturun təsiri diskont dərəcəsində gözlənilir. O, biznesin gələcək nağd axınlarını nəzarət edən risklər və borc maliyyələşməsinin geri qaytarılma şərtləri ilə hesablanır.

Bütün yuxarıdakı bölmələrdə müəyyən edilmiş yanaşmalar və təriflər əsasən Beynəlxalq Qiymətləndirmə Standartları ilə üst-üstə düşür. Məsələn, IFRS 13-ün ədalətli bazar dəyəri və Damodaranın təqdim etdiyi DCF/multiples üsulları BQS 200 prinsiplərinə uyğun gəlir.

Ziyanla işləyən və fəaliyyəti dayanmış müəssisələrin qiymətləndirilməsi.

1. Giriş

Ənənəvi qiymətləndirmə metodları (Diskontlaşdırılmış Pul Axını – DCF, bazar multiplikatorları, aktiv yanaşması) adətən sabit gəlir gətirən və fəaliyyətini davam etdirən müəssisələr üçün tətbiq edilir. Lakin praktikada çox vaxt iki xüsusi hal ilə rastlaşılır:

- a) Ziyanla işləyən müəssisələr – mənfəət deyil, itki yaradan, lakin potensial inkişaf imkanları olan şirkətlər;*
- b) Fəaliyyəti dayanmış müəssisələr – ya tam bağlanmış, ya da müflis elan olunmuş bizneslər;*
- c) Yeni dövlət qeydiyyatına alınmış, heç bir istehsal fəaliyyəti və əsas vəsaiti olmayan müəssisələr*

Bu hallarda ənənəvi yanaşmalar bəzən qeyri-adekvat nəticələr verə bilər. Məhz buna görə bu tip müəssisələrin qiymətləndirilməsinə dair xüsusi yanaşmalar irəli sürülmüşdür.

2. Zıyanla işləyən müəssisələrin qiymətləndirilməsi

2.1. Yanaşma

Bir şirkət hazırda ziyanla işləsə də, onun daxili dəyəri mənfi olmur. Çünki qiymətləndirmə biznesin gələcəkdə yarada biləcəyi pul axınları əsasında aparılmalıdır.

Əsas addımlar:

- ✓ **Cari zərəri gələcək proqnozlara köçürməmək:** Mövcud ziyan biznesin gələcəkdə də eyni şərtlərlə işləyəcəyi anlamına gəlmir. Qiymətləndirici səbəbləri təhlil etməlidir (məsələn, yüksək investisiya xərcləri, bazara yeni daxilolma, müvəqqəti tənəzzül).
- ✓ **Müvəqqəti dövrün proqnozlaşdırılması:** Şirkətin neçə ildən sonra mənfəətə keçəcəyi barədə ssenarilər qurulur. Bu müddətdə nağd axınlar mənfi ola bilər.
- ✓ **Diskontlaşdırma:** Mənfi axınlar da diskontlaşdırılır, lakin sonrakı dövrlərdə müsbət axınlar nəzərə alınır.
- ✓ **Multiplikatorların istifadəsi:** Zərərli şirkətlər üçün ənənəvi P/E əmsalı işləmir. Adətən EV/Sales və ya EV/EBITDA (proqnozlaşdırılmış) kimi çarpanların istifadəsini tövsiyə edilir.

2.2. IFRS ilə əlaqə

IFRS 36 “Aktivlərin dəyərsizləşməsi” standartı zərər edən müəssisələrin aktivləri üzrə dəyərdən düşmə (impairment) testi aparılmasını tələb edir. Bu testdə gələcək pul axınlarının diskontlaşdırılması – yəni DCF – əsas metoddur. Bu yanaşma IFRS prinsipləri ilə üst-üstə düşür.

2.3. Nümunə

Məsələn, startap hazırda ildə –2 milyon AZN zərər edir. Bu halda:

İlk 3 il mənfi axınlar davam edə bilər (–2m, –1m, 0).

4-cü ildən etibarən mənfəətə keçir və +3m, +5m axın yaradır.

Bu proqnozlaşdırılmış axınlar WACC ilə diskontlaşdırıldıqda biznesin daxili dəyəri müsbət ola bilər.

3. Fəaliyyəti dayanmış müəssisələrin qiymətləndirilməsi

3.1. Yanaşma

- Əgər müəssisə artıq fəaliyyətini dayandırılıbsa, biznesin “faydalı ömrü” bitmiş sayılır. Bu halda gələcək pul axınlarının dəyəri sıfırdır. Belə müəssisələrdə əsas diqqət aktivlərin xalis dəyərinə yönəldilir, **Xalis aktivlər yanaşması** tətbiq edilir.

Əsas meyarları:

- ✓ **Likvid dəyəri:** Aktivlərin tez satılacağı halda əldə ediləcək məbləğ.
- ✓ **Əvəzetmə/bərpa dəyəri:** Aktivlərin yenidən yaradılma və ya əvəz olunma xərcləri.
- ✓ **Borcların çıxılması:** Aktivlərin dəyərindən bütün öhdəliklər çıxıldıqdan sonra qalan məbləğ səhmdarlara aid olur.
- **“Real Opcion dəyəri” yanaşması:** Bəzən fəaliyyət dayansa belə, müəssisənin müəyyən hüquqları (lisenziya, brend, patent) gələcəkdə yenidən istifadə edilə bilər. Bu halda real opsiya qiymətləndirmə yanaşması tətbiq oluna bilər. Real opsiya yanaşması əsasən aktivin gələcəkdə dəyər yaratma ehtimalı varsa, lakin bu qeyri-müəyyən olduğu halda tətbiq edilir. (Müəllif: Avinaş K. Diksit və Robert S. Pindayk — “Qeyri-müəyyənlik şəraitində investisiya” (1994). Müəssisə investisiyalarında geri dönməzlik və qeyri-müəyyənlik şəraitində “gözləmə hüququ”nun dəyəri)

4. Real Option yanaşmasının qeyri-maddi aktivlərin qiymətləndirilməsində tətbiq nümunəsi (sadə formatda)

Bir şirkət müəyyən bir MB&A layihəsinə investisiya edə bilər. Amma bazar tam aydın deyil; uğur ehtimalı yüksəkdir, amma uğursuzluq riski də var.

- Əgər şirkət hazırda investisiya etsə, proqnozlaşdırılan $NPV = 0$ (yəni gəlirlər xərcləri tam ödəyir)
- Amma layihənin davamında yeni texnologiyalar ortaya çıxmağa bilər, bazarda tələbat dəyişə bilər
- Əgər layihə uğurlu olarsa, gəlirlər yüksək olacaq; əks halda, şirkət investisiyanı dayandıra bilər.

Belə vəziyyətdə real seçim yanaşması belə olar:

- Layihənin fərqli gələcək ssenariləri (məsələn, yüksək gəlir, orta gəlir, uğursuzluq) müəyyən edilir.
- Hər ssenari üçün gəlir və xərclər əsasında gələcək pul axını hesablanır.
- Simulyasiya və ya binomial metodla (risk, qeyri-müəyyənlik və investisiya qərarlarında alternativ ssenarilər) hər bir ssenari daxilində optimal qərar (investisiya et, dayandır, genişləndir və s.) seçilərək nəticə götürülür.
- Hər ssenari üçün “maksimum fayda” götürülərək orta dəyər çıxarılır.
- Bu real seçim dəyəri konvensional NPV-ə əlavə edilir.

Beləliklə, layihənin ümumi qiyməti = Ənənəvi NPV + Real seçimin gətirdiyi əlavə dəyər.

4. Real Option yanaşmasının qeyri-maddi aktivlərin qiymətləndirilməsində tətbiq nümunəsi (sadə formatda)

Hər hansı bir beynəlxalq investor Azərbaycanda yeni məhsul yaratmaq məqsədilə investisiyası barədə qərar vermək niyyətindədir. Layihə bu gün başlasa əldə ediləcək gözlənilən dəyərin bugünkü qiyməti: $S_0 = 3,0$ mln AZN. Lazımi ilkin sərmayə: $I = 2,6$ mln AZN.

1 il ərzində layihə dəyəri “yuxarı” və “aşağı” ssenariləri ilə dəyişir: $u = 1,5$, $d = 0,7$. Risksiz illik dərəcə: $r_f = 8\%$ (illik artım amili $R = 1,08$).

Şirkətin mövcud hüququ: bu gün yox, 1 il gözləyib yalnız o zaman sərmayə qoymaq (təxirə salma real opsiyonu).

1. Passiv (klassik) NPV

Əgər dərhal sərmayə qoyulsa: $NPV_{\text{passiv}} = S_0 - I = 3,0 - 2,6 = 0,4$ mln AZN.

2. Real Opsionun dəyəri

Gələcək mümkün dəyərlər:

$$S_u = S_0 \times u = 3,0 \times 1,5 = 4,5 \text{ mln AZN}$$

$$S_d = S_0 \times d = 3,0 \times 0,7 = 2,1 \text{ mln AZN}$$

Opsionun (1 il sonra) ödənişi:

$$C_u = \max(S_u - I, 0) = \max(4,5 - 2,6, 0) = 1,9$$

$$C_d = \max(S_d - I, 0) = \max(2,1 - 2,6, 0) = 0$$

Risk-neytral ehtimalı:

$$p = (R - d) / (u - d) = (1,08 - 0,7) / (1,5 - 0,7) = 0,475$$

Bu günkü opsiyon dəyəri:

$$C_0 = [p \times C_u + (1 - p) \times C_d] / R = (0,475 \times 1,9 + 0,525 \times 0) / 1,08 = 0,836 \text{ mln AZN.}$$

3. Nəticənin şərhı

Dərhal investisiya: 0,4 mln AZN.

Gözləmə hüququnun (real opsiyunun) dəyəri: = 0,836 mln AZN.

Menecmentin qərar verməkdə sahib olduğu çeviklikdən yaranan əlavə dəyəri: $0,836 - 0,4 = 0,436$ mln AZN.

Rasional qərar: bu gün sərmayə qoymaq əvəzinə gözləmə opsiyonunu saxlamaq.

4. Real Option yanaşmasının qeyri-maddi aktivlərin qiymətləndirilməsində tətbiq nümunəsi (sadə formatda)

Əldə olunan nəticələr

Gözləmə hüququnun (real opsiyunun) bu günkü dəyəri: $C_0 = 0,836$ mln AZN

Dərhal investisiya etsəydik, $NPV = 0,4$ mln AZN olardı.

Fleksibilliyin (əlavə çeviklik dəyəri) əlavə dəyəri: 0,436 mln AZN (yəni gözləmək 43,6% əlavə üstünlük verir).

2. İnvestisiyanın bazar dəyərinin müəyyən edilməsi

Real option modeli əsasında investisiyanın ümumi bazar dəyəri aşağıdakı kimi qəbul olunur:

$$V_{bazar} = C_0 + NPV_{klassik}$$

Burada:

$C_0 = 0,836$ mln AZN – gözləmə hüququnun dəyəri

$NPV_{klassik} = 0,4$ mln AZN – dərhal investisiya etsəydik dəyər

$$V_{bazar} = 0,836 + 0,4 = 1,236 \text{ mln AZN}$$

3. Nəticənin iqtisadi şərh

Bu o deməkdir ki, layihənin bazar dəyəri 1,236 milyon AZN-dir.

Bu dəyər klassik NPV nəticəsindən (0,4 mln AZN) daha yüksəkdir, çünki real opsiyon modeli layihəyə qərarvermə çevikliyinin iqtisadi faydasını da əlavə edir.

3.2. IFRS ilə əlaqə

IFRS 5 “Satış üçün saxlanılan uzunmüddətli aktivlər və dayandırılmış fəaliyyətlər” belə müəssisələrin aktivlərini bazar dəyərinə uyğun olaraq yenidən dəyərləndirməyi tələb edir. Əgər satıla bilən aktivlərin dəyəri balans dəyərindən aşağıdırsa, zərər tanınmalıdır. Bu yanaşma “likvid dəyəri” konsepsiyası ilə üst-üstə düşür.

3.3. Nümunə

Əgər bir müəssisə fəaliyyətini tam dayandırıb və onun aktivləri bazarda 8 mln. AZN-ə satıla bilərsə, öhdəlikləri isə 6 mln. AZN-dirsə, onda səhmdar kapitalının dəyəri 2 mln. AZN olacaq. Bu, artıq gələcək proqnoza yox, mövcud aktivlərin likvid dəyərinə əsaslanan qiymətləndirmədir.

4. Yanaşmaların xülasəsi

Hal	Əsas yanaşma	Nümunə metodlar
Ziyanla işləyən müəssisə	Gəlir yanaşması + çarpanlar (EV/Sales, EV/EBITDA)	DCF (uzunmüddətli proqnoz), multiplikatorları
Fəaliyyəti dayanmış müəssisə və ya fəaliyyətə başlamamış müəssisə	Aktivlərin xalis dəyəri, likvid dəyəri, Real opsiyon dəyəri	Xalis aktivlərin dəyəri, Ləğvetmə dəyəri, Real Opsionlar

5. Nəticə

Bu yanaşmalar göstərir ki:

- ✓ Ziyanla işləyən müəssisələrdə dəyər gələcəkdə mənfəətə keçid ssenarilərinə əsaslanaraq hesablanır. Bu, IFRS 36-nın Aktivlərin Dəyərsizləşməsi testləri ilə uyğun gəlir.
- ✓ Fəaliyyəti dayanmış müəssisələrdə isə dəyər artıq gələcək pul axınlarına deyil, aktivlərin ləğvetmə və ya xalis dəyərinə əsaslanır. Bu, IFRS 5 Satış üçün saxlanılan uzunmüddətli aktivlər və dayandırılmış fəaliyyətlər prinsipləri ilə paraleldir.
- ✓ Əgər müəssisə hələ fəaliyyətə başlamayıb, lakin gələcəkdə investisiya qoyuluşu ehtimalı mövcuddursa, real opsiyon yanaşması bu vəziyyətin qiymətləndirilməsi üçün ən uyğun metod sayılır. Bu halda ənənəvi diskontlaşdırılmış pul axını (DCF) yanaşması tətbiq oluna bilmir, çünki gələcək axınlar qeyri-müəyyən və şərtidir. Real opsiyon modeli isə bu qeyri-müəyyənliyi və qərarvermə fleksibilliyini (azad seçimi) nəzərə alır.
- ✓ Hər üç halda qiymətləndirici sadəcə mövcud mənzərəni deyil, potensial ssenariləri və hüquqları da nəzərə almalıdır.
- ✓ Bəzən fəaliyyət dayansa belə, müəssisənin müəyyən hüquqları (lisenziya, brend, patent) gələcəkdə yenidən istifadə edilə bilər. Bu halda real opsiyon qiymətləndirmə yanaşması tətbiq oluna bilər.

0. Hesabatın icmalı

1. Giriş

Hesabatın məqsədi və təyinatı

1.2. Hesabatın istifadəçiləri və məhdudiyyətlər

1.3. Qiymətləndirmə tapşırığının növü və sifarişin əsasları

1.4. Qiymətləndirmənin hüquqi bazası və istinad edilən normativ sənədlər

1.5. Qiymətləndirici təşkilat və mütəxəssislər haqqında məlumat

1.6. Məlumatların mənbələri və etibarlılıq səviyyəsi

1.7. Əsas ehtimallar və məhdudlaşdırıcı şərtlər

3. Qiymətləndirmənin hüquqi və normativ əsasları

3.1. “Qiymətləndirmə fəaliyyəti haqqında” Qanun və digər tənzimləyici aktlar

3.2. BQS 200 – Biznes və biznesdə payların qiymətləndirilməsi

3.3. IFRS 13 – Ədalətli dəyərin müəyyən edilməsi prinsipləri

3.4. Əlaqədar digər standartlar (IFRS 36, IVS 105, BQS 105 və s.)

3.5. Ədalətli dəyər və bazar dəyəri anlayışları

2. Qiymətləndirmə obyektı haqqında məlumatlar və əsas parametrləri

2.1. Qiymətləndirilən obyektin hüquqi statusu (müəssisə, pay, səhmdar cəmiyyəti və s.)

2.2. Mülkiyyət forması və pay strukturu

2.3. Müəssisənin fəaliyyət növü və təşkilati-hüquqi forması

2.4. Fəaliyyət tarixi və əsas mərhələlər

2.5. İdarəetmə strukturu və korporativ idarəetmə prinsipləri

2.6. Fəaliyyətin coğrafiyası və bazar mövqeyi

2.7. Maliyyə hesabatları və əsas göstəricilər (son 3–5 il)

2.8. Aktivlər, öhdəliklər və kapital strukturu

4. Qiymətləndirmə bazası və tarixi

4.1. Qiymətləndirmənin məqsədi (satış, birləşmə, restrukturizasiya və s.)

4.2. Qiymətləndirmənin bazası (bazar dəyəri, investisiya dəyəri və s.)

4.3. Qiymətləndirmə tarixi

4.4. Məlumat dövrü və hesabat tarixi

5. Bazar və sahəvi analizi

- 5.1. İqtisadi mühitin və makroiqtisadi amillərin təhlili
- 5.2. Sahə və sənaye üzrə bazar trendləri
- 5.3. Rəqabət mühiti və əsas oyunçular
- 5.4. ESG və dayanıqlılıq göstəriciləri
- 5.5. Xarici və daxili risklər

7. Qiymətləndirmə yanaşmaları və metodları

- 7.1. Gəlir yanaşması
 - 7.1.1. Diskontlaşdırılmış pul axını (DCF) metodu
 - 7.1.2. Kapitallaşma metodu
 - 7.1.3. Real opsiya metodu (əgər tətbiq edilsə)
- 7.2. Bazar (müqayisə) yanaşması
 - 7.2.1. Oxşar şirkətlərə əsaslanan müqayisə metodu
 - 7.2.2. Müqayisə olunan əməliyyatlar metodu
 - 7.2.3. Multiplikatorlar (EV/EBITDA, P/E, P/B və s.)
 - 7.2.4. ESG amilləri
- 7.3. Xərc yanaşması
 - 7.3.1. Bərpa dəyəri və ya əvəzetmə dəyəri
 - 7.3.2. İstismar və təşkilati xərclərin nəzərə alınması
- 7.4. Seçilmiş yanaşmanın əsaslandırılması

6. Müəssisənin daxili analizi

- 6.1. Ümumi fəaliyyət göstəriciləri
- 6.2. Maliyyə təhlili (likvidlik, rentabellik, dövriyyə, borclanma əmsalları)
- 6.3. Aktivlərin və öhdəliklərin struktur təhlili
- 6.4. Pul axınlarının dinamikası
- 6.5. İdarəetmə, strategiya və biznes modelin qiymətləndirilməsi
- 6.6. SWOT və ya PESTEL təhlili
- 6.7. ESG performansının daxili qiymətləndirilməsi

8. Qiymətləndirmənin hesablanması və nəticələr

- 8.1. Diskont dərəcəsinin (WACC) hesablanması
- 8.2. Xalis pul axınlarının proqnozu və diskontlaşdırılması
- 8.3. Terminal dəyərin hesablanması
- 8.4. Bazar multiplikatorlarının tətbiqi
- 8.5. Əlavə düzəlişlər və diskontlar
- 8.6. Eyni obyekt üzrə müxtəlif yanaşmaların nəticələrinin uzlaşdırılması
- 8.7. Nəticə: müəssisənin və ya payın bazar dəyəri
- 8.8. Nəticə cədvəlinə ESG düzəlişi üçün ayrıca sətir əlavə olunur

9. Risklərin təhlili və həssaslıq analizi

9.1. Əsas risk amilləri (iqtisadi, maliyyə, əməliyyat, reputasiya və s.)

9.2. Həssaslıq analizi (diskont dərəcəsi, proqnoz göstəriciləri üzrə)

9.3. Alternativ ssenarilər (optimist, pessimist, əsas ssenari)

9.4. ESG risklərinin dəyərə təsir analizi

10. Nəticə və yekun rəy

10.1. Qiymətləndirmənin yekun dəyəri (AZN və digər valyuta ilə)

10.2. Dəyərin interpretasiyası (hesablanmış yekun dəyərin mənasının, məzmununun və tətbiq şərtlərinin izahı) və məhdudiyyətləri

10.3. Qiymətləndirmə nəticələrinin istifadəsinə dair qeydlər

10.4. Nəticədə ESG-nin dəyərə təsir payı (ayrıca qeyd olunur)

11. Əlavələr

11.1. Sifariş məktubu və müqavilənin surəti

11.2. Maliyyə hesabatları və balans formaları

11.3. Diskontlaşdırma və multiplikatorların hesabat cədvəlləri

11.4. Fotoşəkillər, xəritələr, qrafiklər və diaqramlar

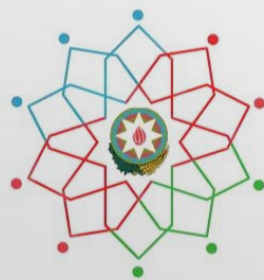
11.5. Qiymətləndirici mütəxəssislərin sertifikat və sığorta sənədləri

11.6. Qanunvericilik və normativ istinadların siyahısı

11.7. Əlavələr üçün QR kod bölməsi

11.8. ESG sənədləri və sübutedici materiallar

DİQQƏTİNİZƏ GÖRƏ TƏŞƏKKÜR EDİRİK!



**AZƏRBAYCAN
QİYMƏTLƏNDİRİCİLƏR
PALATASI**

Əlaqə: Səbail rayonu, Badamdar şossesi 27; mobil: 055 253 70 55 | 012 555 25 25

E-mail: info@aqp.az

Veb-sayt: aqp.az