**ŠTUDIJE O ODBITKIH ZA POMANJKANJE TRŽLJIVOSTI**

1. <https://www.researchgate.net/publication/46555514_The_Discount_for_Lack_of_Marketability_in_Privately_Owned_Companies_A_Multiples_Approach>

|  |
| --- |
| * Študija, ki primerja transakcije privatnega podjetja s transakcijami javnih |
| * v povprečju 65% do 70% odbitki, presegajo pa tudi 80% na nekaterih področjih ekonomije |
| * večja podjetja s pozitivnimi neto prihodki, in manjšimi tveganji imajo odbitke manjše |
| * v primerjavo zajeta javna in zasebna podjetja v letih od 1994 do 2008 |
| * 431 primerjav |
| * primerjava MVIC s prodajo in z EBITDA * ŠTUDIJE NA RESTRIKTIVNIH DELNICAH:   + Od 13 do 45 % odbitki   + Primerjava dveh cen delnic istega podjetja, ena je restriktivna in druga ne   + Definicija restriktivne delnice!   + V zadnjih letih odbitki upadli z uvedbo 1-letnega odloga prodaje delnice, namesto 2-letnega   + Velikokrat le manj kot 100 opazovanih transakcij – relevantni rezultati??   + Restriktivne delnice – lahko pomenijo plan pridobivanja kapitala v podjetje v prihodnosti   + Večkrat so zasebna podjetja lahko v lasti javnih podjetij z omejenimi sredstvi, v finančni stiski… njihov slab glas lahko še dodatno vpliva na odbitek zasebnega podjetja * ŠTUDIJE PRVIH JAVNIH PONUDB:   + Primerjava med ceno iste delnice pred in po prvi javni ponudbi te delnice na trgu   + Podjetja, ki postanejo javna, razkrijejo tri leta poslovanja in transakcij pred objavo delnic v javnosti   + Spet malo vzorcev pri študijah   + Lahko zelo subjektivne ocene, ker ne vemo kdo vse je bil stranka pri nakupu prvih delnic   + Triletje je dolga doba – podjetje se lahko v tem času precej spremeni   + V povprečju je odbitek znašal 44% * ŠTUDIJE PRIMERJAVE MED PODJETJI:   + Primerja se ceno pri nakupu javnih in zasebnih podjetij   + Študija temelji na primerjavi količnikov med javnim in zasebnim podjetjem   + Vzete transakcije se ujemajo v letih in industriji   + 15% do 25% odbitki   + Spet majhni vzorci * ZAKLJUČKI:   + Velja in profitabilnejša podjetja imajo manjše odbitke   + Industrija – merjenje preko prodaje – nižji odbitki pri industriji   + Odbitek je manjši pri zasebnih podjetjih z višjim količnikom profitno maržo (ebitda/sale) -> ena enota porasta tega količnika zniža odbitek za 20%   + V primeru upada trga za manjša podjetja z manjšo tržno kapitalizacijo, je odbitek za zasebna podjetja večji   + Spet v primeru porasta profitne marže za 1%, se odbitek zniža za 21 – 24 %   GLEJ SLIKE NA KONCU ČLANKA!  **KAM UVRSTIMO PODJETJE X?** |

DLOMSALE=(1-(MVIC/sale for private firm)(MVIC/sale for public firm))\*100

Najvišje sežemo v tej raziskavi do 66% odbitka, a ker je naše podjetje industrijsko, je odbitek nekoliko manjši. V letu 2007 je bil tovrsten odbitek glede na index Rusell 2000 izračunan na 60%, MVIC za privatna podjetja je ocenjen na 140164 milionov $, za javna pa na 493440 milionov $. Če gledamo količnik MVIC/net sale je ta za privatna podjetja ocenjen na 1161, za javna pa na 4685. Tu privat podjetja ocenjujemo preko ROA 0.033 – 0.045 in ROE od 0.267 – 0.169.

Industrija je ocenjena na 55,4% odbitek po dlomsale.

ZAKLJUČEK: glede na industrijo torej naše podjetje pade v rang 55% odbitka. ROA koeficient našega podjetja v povprečju petih preučevanih let znaša 0,101 %, kar je za omenjeno raziskavo zelo veliko, če vzamemo ROA koeficiente za zasebna podjetja. Zato bi sama vrednost odbitka še dodatno znižala.

Profitna marža za zasebna podjetja v raziskavi je ocenjena na 0,002 do 0,045, naše podjetje pa v povprečju v zadnjih 5 letih izpolnjuje 0,086. Če vzamemo v grobem izračunu povprečje zasebnih raziskovanih podjetij (0,0235), je to za 0,0452 več, kar pomeni, da bi po ugotovitvah raziskave našemu podjetju morali pripisati za okoli 0,0452\*22,5 nižji odbitek, če vzamemo dejstvo, da za en odstotek porasta profitne marže pade odbitek za 21 do 24%. Iz tega dobimo za 1,017 nižji odbitek, kar nam zaenkrat da vrednost 54,3%.

1. <https://dlomcalculator.com/wp-content/uploads/2019/07/Empirical-Research-Regarding-DLOM-with-Guide.pdf>
   * Stran 76
   * Neto profitna marža naj bi bila boljši indikator za oceno odbitka kot neto prihodki, saj se ti ne navezujejo na velikost podjetja
   * Naše podjetje spada v SIC klasifikacijo 31100 (proizvodnja elektromotorjev, generatorjev in transformatorjev), kar nas po raziskavi na strani 92 (slika 5.13) vodi do povprečnega odbitka slabih 20%
   * Po raziskavah Pratt in BIZCOMPS naše podjetje spada v skupino (po dejavnosti), pri kateri prodaja steče v povprečju v 225 do 240 dneh, z okoli 1000 transakcijami, pri preučevanju zasebnih podjetij

**KAM UVRSTIMO PODJETJE X?**

Ob upoštevanju kazalcev, uporabljenih v omenjeni raziskavi, smo preračunali vrednosti za naše podjetje:

1. <http://www.willamette.com/insights_journal/16/winter_2016_5.pdf>
2. <https://medium.com/@lotusamity/marketability-discounts-bd3d569bc9b8>

* ŠTUDIJE RESTRIKTIVNIH DELNIC:
  + SEC institutional investor study: preučuje newyorška podjetja na borzi, povprečen odbitek v raziskavah je 25,8% in še to za delnice, ki so tudi po prepovedi trgovanja težko prodajljive. Naše podjetje po prodaji in zaslužkih spada med 10 do 20% odbitek po tej raziskavi.
  + Gelman study: povprečen odbitek preučevanih 89 transakcij (nakupov restriktivnih delnic) je bil 33%
  + Moroney study: študija preučuje 148 restriktivnih delnic, odbitki so segali od 30 do 90 %, s povprečjem na 35%.
  + Trout study: študija sloni na principu Gelmana, vzetih je 6 skladov, 60 delnic je preučevanih (restriktivnih). Preučeval je nekaj glavnih dejavnikov in primerjal njihove vplive na cene delnic. Ugotovitev je, da delnice, ki so uvrščene na borzi, dosegajo v povprečju 8,5% manjši odbitek kot tiste, ki niso uvrščene. Poleg tega za vsak milijon več od 1,5 milijona povprečno izdanih delnic podjetij, je odbitek za 4% nižji. Podobno, za vsak 1% več izdanih delnic, od povprečja raziskave (7,4%), je odbitek za 0,87% nižji. Njegovo izračunano povprečje odbitka je namreč 33,45%.

Če zgornje ugotovitve prenesemo na naše podjetje, ki ima izdanih 99,87% delnic, če delež lastnih odštejemo, bo odbitek znašal za (99,87-7,4)\*0,87% \* 33,45 odstotnih točk manj kot 33,45%, kar je le še 6,67%.

* + Willamette Management associates: izračun povprečnega odbitka v višini 31,2%. Preučevane restriktivne delnice v letih 1981 do 1984.
  + Maher study: 33 transakcij opazovanih, povprečen odbitek je v višini 35,4%.
  + Silber study: 33,75% povprečen odbitek, preučevanih 69 delnic od 1981 do 1989 leta.
  + Dodatne študije, v knjigi understanding business valuation, ki ločijo 134 transakcij na 4 kvantile glede na različne vrednosti izbranih parametrov, so lahko kriterij za določanje odbitka pri našem podjetju. Prvi parameter je **delež dolga**, pri našem podjetju znaša delež dolžniškega kapitala 26%, po čemer pademo v prvi kvantil, posledično pa v povprečen odbitek višine 18,09%. Drugi parameter je **tržna kapitalizacija**, ki pri našem podjetju znaša dobra 2,1 milijona, spet pademo v prvi kvantil in na povprečni odbitek 20,74%. Po tretjem paramteru, **vrednosti sredstev**, se z dobrimi 76 milijoni uvrščamo na odbitek v povprečju 14,8%, v četrtem kvantilu.
* IPO ŠTUDIJE:
  + John Emory: pokriva obdobje 20 let in v njem preučuje več sto transakcij. Povprečen izračunan odbitek je 45%, a se ta razlikuje glede na tržne pogoje.

**ZAKLJUČEK:**

Izhajala bom iz povprečja odbitka pri vseh obravnavanih raziskavah, ki znaša 27%. To so vse raziskave na podlagi restriktivnih delnic in njihovega odklona od cene javno izdanih delnic. Na to ceno na podlagi nekaterih od izbranih raziskav prilagodila odbitek za naše podjetje. Povedali smo že, kam sodi podjetje po glavnih parametrih, in sicer nekje v slabih 20%.

Sedaj podrobneje preglejmo še nekaj ostalih dejavnikov, ki vplivajo na vrednost odbitkov zasebnih podjetij. To so velikost dividend, povprečna dolžina prilastitve papirja (kdaj lahko pričnemo prodajati), število potencialnih kupcev, tveganja pri oceni povratne dobe naše naložbe v delnico (inflacija, diskontna stopnja), rast podjetja v prihodnosti,…

Ker vseh raziskav, ki sem jih upoštevala v povprečju 27% ne morem vzeti v povprečnih ugotovljenih vrednostih odbitkov (specifične lastnosti našega podjetja), moramo 27% dodatno prilagoditi. Glede na to, da je naše podjetje dobro stoječe, da v prihodnosti napovedujemo rast prodaje, je tveganost povratne dobe naložbe v delnico majhna. Poleg tega so tudi dividende pričakovane, mogoče celo višje kot sedaj. To nam zniža odbitek. Po drugi strani pa za podjetje ni pričakovati, da bo pričelo kotirati na borzi, kar pomeni, da bo število potencialnih kupcev ostalo približno enako, povečevalo se bo le z dodatnim zaposlovanjem, ki pa je sicer kar precejšnje. A v grobem se skupina kupcev ne bo povečala toliko, da bi to konkretneje vplivalo na višino odbitka. Omenjali smo tudi dostopnost do informacij o podjetju in kako je le to transparentno. V primeru, da redno obvešča zaposlene, javnost in delničarje o svojem poslovanju, imajo delničarji večji nadzor nad gibanjem vrednosti naložbe in je želja po vključitvi večja. Naše podjetje ocenjujem za transparentno in dokaj odprto kar se tiče podatkov. Delnice podjetja imajo določene omejitve maksimalnega deleža, ki ga lahko posameznik poseduje, skupine ljudi, katerim lahko delnico proda,… Tu se odbitek ne bi znižal. Podjetje posluje v precejšnjem obsegu, njegov trg je velik in še raste, izdelujejo nove produkte in širijo svojo ponudbo. Poslovanje v zadnjih 5 letih je spodbudno za prihodnost, takšne pa so tudi moje napovedi. To bo spet pozitivno vplivalo na odbitek. V končnem bi sama glede na vse zgoraj naštete razloge odbitek ocenila na 20%.