

MASTEROPPGAVE

Emnekode: BE305E

Navn / kandidatnr.:17

Verdsettelse og strategisk analyse av Mack Ølbryggeri AS

Av Martin Rustad Olsen og Markus Solvang Aleksandersen

Dato: 20.05.2019

Totalt antall sider: 76

Sammendrag

Vi har gjennomført en verdsettelse av selskapet Mack Ølbryggeri AS, på grunnlag av våre analyser av strategi, konkurrenter, historiske regnskap og fremtidige regnskap. Mack Ølbryggeri hovedaktivitet er produksjon av øl og mineralvann for B2B markedet. Ved siden av har konsernet en pub (ølhallen).

Oppgaven er basert i hovedsak på offentlig tilgjengelig data hentet fra Proff.no og Brønnøysundregistrene og andre kilder

Som en del av en etablert bransje, som produserer produkter som karakteriseres som kortsiktige konsum varer, etterspørselen etter Macks produkter skulle være antatt var stabil, med lav eksponering mot endringer i økonomien. Likevel har en synkende etterspørsel av øl, kombinert med høyere konkurranse har utfordret den.

Basert på den analyserte dataen vi har gjort, noen av hovedproblemene til selskapet er; Økte råvare priser, høyere konkurranse om salgssteder og varesynlighet, høy forhandlerkraft av kundene og endrede preferanser hos konsumentene. De har likevel hatt suksess i fokuset sitt og hatt høyere salgsinntekter de senere årene og hatt gode driftsresultater, men mange av årene har gått i minus likevel.

Basert på informasjonen fra den strategiske analysen og den finansielle analysen har vi budsjettert med en antatt framtidig kontantstrøm for selskapet. Disse har så blitt diskontert tilbake til dagens verdi ved vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad ved å bruke diskonteringsmodellen.

Basert på analysene våre har vi kommet frem til at Mack Ølbryggeri har en verdi på 603.781 millioner, eller 19 861 per aksje.

Forord og motivasjon

Denne avhandlingen markerer slutten på vårt 2-årige studieløp på handelshøyskolen ved Nord Universitet og er den avgjørende brikken for å fullføre studieprogrammet «Master of Science in business».

Dette har uten tvil vært en veldig givende prosess for vår del. Vi har fått muligheten til å bruke svært mye av kunnskapen vi har tilegnet oss gjennom studieløpet. Det har også gitt kunnskap underveis. Spesielt kunnskapen om verdsettelse har blitt flittig brukt. Dette var også motivasjonen for oppgaven. Etter å ha verdsatt offentlige selskaper med aksjer på børs, tenkte vi at dette kunne vært noe å ta videre, men da med privat selskap utenfor børsen. Ved å kunne dykke enda dypere inn i ett selskap og samtidig stå på utsiden som en eventuell oppkjøper har prosessen blitt meget interessant for vår del. En slik verdsettelse dekker et bredt spekter av akademiske disipliner og krever både analytiske og strategiske ferdigheter. Arbeidet har vært lærerikt, men samtidig til tider utfordrende, noe det skal være.

Valget av selskap å skulle verdsette, ble en lang prosess og mange diskusjoner. Vi ville gå en annen vei en tidligere og falt da på å verdsette et privat selskap. Ved å starte etter å lete med et veldig åpent sinn, tok vi avgjørelsen om at ville at selskapet skulle ha tilknytning til vår egen region, noe som passet perfekt med et av de mest kjente nordnorske mervarene.

Vi vil gjerne takke vår veileder Frode Kjærland og alle på handelshøyskolen i Bodø for gode råd og innspill hvis vi trengte.

Innholdsfortegnelse

Sammendrag.....	i
Forord og motivasjon	ii
Innholdsfortegnelse	iii
1.0 Problemstilling	2
2.0 Mack og ølbransjen	3
2.1 Øl-markedet	4
2.2 Mineralvann markedet.....	5
3.0 Metode.....	6
3.1 Verdsettelsesmetoder	7
3.2 Valg av verdimetode	13
4.0 Analyse.....	15
4.1 Strategisk analyse	15
4.1.1 PEST – Analyse	15
4.1.2 Porters 5 konkurransekrefter	20
4.1.3 SWOT - Analyse	24
4.2 Regnskapsanalyse.....	25
4.2.1 Presentasjon av regnskapet.....	26
4.2.2 Omgruppering av regnskapet	33
4.3 Nøkkeltallanalyse	37
4.4 Lønnsomhetsanalyse	41
5.0 Fremtidsprognoser.....	45
5.2 Estimert fri kontantstrøm og ROIC.....	50
6.0 Verdsettelse	55
6.1 Verdsatt kontantstrøm	55
6.2 Verdsettelse basert på multiplikatorer.....	56
7.0 Konklusjon	58
8.0 Litteraturliste	59
8.1 Internetkilder	60
9.0 Vedlegg	62

Figurliste:

Figur 1: Avgift.....	4
Figur 2: PEST.....	16
Figur 3: Porters konkurranse modell.....	20
Figur 4: justert og ujustert ROIC.....	36
Figur 5: Likviditetsgrad 1.....	38
Figur 6: Egenkapitalprosent	39
Figur 7: Gjeldsgrad.....	40
Figur 8: Totalkapitalrentabilitet	42
Figur 9: Egenkapitalrentabilitet.....	43
Figur 10: Resultatgrad.....	44
Figur 11: Salgsutvikling	47

Tabelliste:

Tabell 1: Justert og ujustert ROIC.....	35
Tabell 2: Salgsvekst i prosent.....	47
Tabell 3: Statsobligasjon	51
Tabell 4: CAPM	53
Tabell 5: Gjeldsrente	54
Tabell 6: Verdi av Mack Ølbryggeri AS	56
Tabell 7: P/E metoden	57
Tabell 8: EV/EBITDA ratio	57

1.0 Problemstilling

Formålet med oppgaven er å presentere en verdsettelse og en strategisk analyse av bedriften Mack Ølbryggeri AS.

Hva er verdien på selskapet Mack Ølbryggeri AS?

Svaret vil komme på bakgrunn av flere analyser fra situasjon og historiske tall for estimere de fremtidige.

2.0 Mack og ølbransjen

Noen ting er rett og slett bedre på nordnorsk. Det gjelder også øl. De første edle dråpene av Mack ble brygget og tappet i 1877 og det ble starten på et industrieventyr i den nordlige delen av landet. Dette holdes vedlike 142 år senere, og de står fortsatt som ett av de sterkeste merkevarene i nord.

Bryggeriet ble grunnlagt av Ludwig Mack, og hans første ølsort ble kalt "Potøl". Driften utvides også i 1895 til å omfatte brus og mineralvann og de kommer med brusen som i dag er kjent som "Fruktsjimpanse". Utover 1900, kommer det ny direktør på plass og en modernisering og ombygging av bedriften settes i gang i 1920, omsetningen firedobles. Det som i dag er en av de største turistattraksjonene i Tromsø "Ølhallen", åpner dørene i 1928 og blir innbyggernes nye tilholdssted.

I femti år fra 1935 tiden var det øl kartell i Norge og hvert bryggeri hadde sin egen sone å selge i, og Mack hadde Troms og Vest-Finnmark. Dette kan ha hatt en innvirkning på Macks muligheter til å vokse, de er i dag også helt klart kjent i den nordre delen av landet, men blir stadig mer populær lengre sør. Mack har også hatt noen markedsføring stunt, som da de tok sitt nye isbjørn-øl til både Nordpolen og Sydpolen. Isbjørn ble tatt av markedet en stund før det ble gjenintrodusert og ble veldig kjapt Macks mest populære produkt, noe som det er i dag også. Mack holder i dag til i helt nye moderniserte bryggerilokaler utenfor Nordkjosbotn. I nyere tid har bryggeriet begynt med andre produkter også. For å utvide markedet og sortimentet sitt har de begynt å produsere energidrikker og diverse andre drikkevarer.

Selskapet har helt siden oppstarten i 1877 økt i omsetningen, uten store problemer. Noen problemer har det hatt, der blant hvor bryggeriet brant ned i 1939. Også når Rema 1000 begynte med sin nye bestevennstrategi i 2016, ble det problemer. Bedriften måtte nedbemanne da Rema ikke ville distribuere Mack produkter nasjonalt. Av dette dannet det seg et nasjonalt opprør av Mackelskere bosatt i både denne delen av landet, men også i nord. Etter hvert kom en avtale på plass om å fortsette å distribuere Mack i Nord-Norge. Som verdens nordligste bryggeri

Bedriften er fortsatt familieeid, noe som den har vært helt siden starten. Det er også delt inn i ett konsern, bestående av 3 selskap, hvor Ludwig Mack AS eier 100% av Mack Ølbryggeri AS.

2.1 Øl-markedet

Det norske øl-markedet er preget av at norske myndigheter fører en meget restriktiv alkoholpolitikk. Det er forbud mot alkoholreklame, høye avgifter og begrenset tilgjengelighet i Norge. Av disse er det bare tilgjengeligheten som har bedret seg de senere årene. Avgiftene er skyhøye og de har steget jevnt og trutt gjennom årene. Begrensningene er slik på grunn av at norske myndigheter mener det begrenser alkoholinntaket, og for at det skal redusere de samfunnsmessige og individuelle skader som alkohol påfører. Alle tiltak som blir satt i aksjon er for å gjøre det dyrere for forbrukeren. Derfor ser vi også at prisene på øl er høye og er på akkurat nå på et toppnivå i literpris. Det var i 2017 21,72 kr i avgift per liter vanlige øl, det er høyt. Uten avgiften hadde noen ølmerker vært halvert i pris.



Figur 1: Avgift

Mack som bryggeri har også produkter i hele prissegmentet i ølmarkedet. De har både i den nedre delen av skalaen, den midtre delen, men også i den øvre Premium klassen. Dette gjør at de når ut til veldig mange forskjellige typer øldrikkere, studenter som gjerne vil ha billigere øl, og kanskje den mer kresne typen som vil ha Premium.

Reklame for alkohol er strengt forbudt, og alkoholloven stiller strenge krav til alle som skal brygge alkoholholdige drikker i landet. Dette gjelder all mulige markedsføring, fra prat til sosiale medier. Det eneste som er lov er redaksjonell uavhengig omtale om selskapet, på grunn av dette ikke har til hensikt å fremme salg av produkter. Helt til 2015 var det også helt forbudt å informere om produkter på egne hjemmesider.

Markedet domineres stort sett av Ringnes, Mack, Aass og Grans. Men mange mikrobryggerier har også de senere årene kommet opp og fram, som for eksempel Nøgne Ø. Disse kommer mer og mer fram i utsalgssteder, og kan endre markedet i framtiden. Ringnes ble nylig solgt til det danske selskapet Carlsberg, og det norske markedet preges mye av importerte internasjonale øltyper. Ringens som har vært ute og fått kritikk flere ganger også av konkurransetilsynet, som etterforsket de for maktmisbruk. Sånn sett kan vi si at markedet er ganske konsentrert, da det bare er noen få store aktører, som også handler som agenter for utenlandske selskaper.

Noe av problemet til det norske markedet er handelslekkasjen til våre naboland. De aller fleste har et mye lavere avgiftsnivå og håndhever helt andre lover en oss. Dette har gjort at mange handler stort i både, Sverige, Danmark og Tyskland. Dette gjør at inntektene for norske bryggerier faller stort og mange mener at avgiftene må kraftig ned for å stoppe lekkasjen. Det er ikke bare tapte inntekter man må tenke på, antall liter øl-beslag har ellevedoblet seg de siste femten årene. Dette er kanskje et enda større problem for det gir både, tapte arbeidsplasser, tapt inntekt og økt organisert kriminalitet. Argumentene for å kutte i avgiftene er derimot mange.

2.2 Mineralvann markedet

Når det gjelder markedet for mineralvann (brus, energidrikk, diverse vann). Stiller markedet seg noe annerledes. Dette domineres fullstendig av to selskaper, Coca-Cola og Ringnes, som leverer for Pepsi. Et marked hvor det er ekstremt vanskelig å komme inn på for små bedrifter, fordi de store kjøper opp alt av plass og er så store internasjonalt at markedsføringen av disse er i en egen klasse.

Også et marked som er høyt priset i form av avgifter i akkurat samme grad som alkohol, og for nesten av de samme samfunnsnyttige grunnene. Her gjelder ikke de samme lovene som i ølmarkedet, og markedsføring for slike produkter er stort sett overalt. Spesielt er det på sosiale medier. Noen lover er det og, helt til 2009 var blant annet Red Bull ulovlig i Norge, det fikk også 18års aldersgrense når det kom, men dette har også senere blitt opphevet. I dag er det ikke noen regler i forhold til salg av mineralvann, energidrikker. Det er opptil hvert enkelt utsalgssted/selskap å bestemme disse. Noen mener at energidrikker burde ha en nedre aldersgrense.

3.0 Metode

Metodevalget setter grunnlaget for utvelgelsen av data og reflekterer fremgangsmåten for å finne svar på belyst problemstilling (Dalland, 2000). Formålet med oppgaven er å svare på problemstillingen i kapittel 1 som går ut på å beregne verdien til Mack ølbryggeri AS.

For å besvare problemstillingen benytter vi case-studie som metode. Case-studie er en utbredt metode innenfor samfunnsvitenskapen og metodens formål er å analysere en konkret case, ofte en bestemt virksomhet eller organisasjon (Lars Fuglesang, et al., 2007). Vi bruker hovedsakelig kvantitativ data, men tar også i bruk kvalitativ data og ser da disse opp mot hverandre for å besvare problemstillingen.

Vi har en induktiv fremgangsmåte, hvor vi tar utgangspunkt i eksisterende teori. Historisk data analyseres for å si noe om fremtiden. Vi benytter hovedsakelig sekundærdata som er innsamlet av andre, da snakker vi regnskap, rapporter, fagbøker og lignende. Der sekundærdata ikke strekker til vil vi bruke primærdata gjennom intervjuer med selskaper og fagpersoner. Regnskap for selskapet og de selskapene vi sammenligner med blir hentet fra proff.no. All data utenom primærdata er offentlig tilgjengelig noe som tyder på høy validitet.

Vi vil gjennomføre en strategisk analyse og en regnskapsanalyse for å kartlegge eksterne og interne faktorer som spiller inn på verdivurderingen. De interne faktorene skal identifisere selskapets nåværende finansielle situasjon og framtidsutsikter, mens de eksterne skal identifisere mikro- og makro-variabler som kan påvirke verdiestimeringen.

Regnskapsanalysen består av en omgruppering av regnskapet, en lønnsomhetsanalyse og en risikoanalyse. Formålet er å vinne innsikt i fortiden for å få et bedre grunnlag til å si noe om fremtiden.

3.1 Verdssettelsesmetoder

Det er flere metoder som kan brukes til å verdsette et selskap. Noen krever flere antagelser og dermed følger høyere usikkerhet med også. Det som byr på mest problemer for en verdsettelse av Mack Ølbryggeri AS er det at er privat, og dermed ikke børsnotert. Vi vil da ikke kunne finne noen form for markedsvurdert pris, ettersom det ikke finnes noen aksjer i salg. Med dette grunnlaget vil vi ikke kunne sammenligne prisene vi kommer fram til mot markedsvurdert aksje, og dermed heller ikke vite om den er underpriset eller overpriset. Dette er indikatorer på om man har gjort feil i beregningene eller brukt informasjonen tilgjengelig feil.

Multiplikatorer

Bruk av multiplikatorer ved verdsettelse av selskaper er mye anvendt. Det betraktes som en relativ enkel og tidseffektiv måte å gjøre verdsettelsen på. Bruk av multiplikatorer er ikke absolutt, og bruken av de krever at evnen til å vurdere hvilke man skal ha er til stede.

Multiplikatorene deles opp i tre forskjellige klasser, resultat- og kontantstrømorienterte, balanseorienterte og ikke-finansielle. Felles for alle er at markedsverdien på egenkapitalen står sentralt. Kategori 1, resultat- og kontantstrømorientert er multiplikatoren vi kommer til å fokusere på gjennom verdsettelsen. Denne brukes til å finne raten mellom EV (Enterprise value) og utvalgte tall fra resultatregnskapet. Mack Ølbryggeri AS er et ikke børsnotert selskap kan vi ikke finne noen markedsverdi på egenkapitalen. Samtidig er heller ikke noen av bedriftens konkurrenter børsnotert, så å finne en gjennomsnittlig multiplikator blir vanskeligere.

P/E metoden –

$$\frac{\text{Price}}{\text{Earnings}} = \frac{\text{Markedsverdi av EK}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

P/E metoden er en av mest brukte multiplikatorene. Den er relativt lett å regne ut og lett å forstå. Den kan brukes for de fleste bransjer, men kan kun brukes til å sammenligne bedrifter i samme bransje, som bryggeribransjen. Hvis vi skal forklare hva modellen viser, kan vi si at

dersom selskapet har en verdi på 5, indikerer dette at investorer er villig til å betale kr. 5 for hver krone i resultatet etter skatt.¹

Ulempene med denne modellen er at den bruker resultat etter skatt og dermed tar med unormale inntekter og kostnader, noe som kan gi en overvurdert ratio i fremtiden. Den andre ulempen er at modellen påvirkes av kapitalstruktur, hvilket sier at to selskaper med likt driftsresultat vil få forskjellig ratio på grunn av forskjellig finansiering.

EV/Salg –

$$\frac{\textit{Enterprise Value}}{\textit{salg}}$$

Med denne metoden vil vi kunne sammenligne selskaper som går i underskudd, noe P/E metoden ikke kan. Det forventes derimot at selskapene har samme margin, noe som igjen forventer at man har satt seg inn i bransjen.²

EV/EBITDA

$$\frac{\textit{Enterprise Value}}{\textit{Resultat før renter,skatt,avskrivning og amortisering}}$$

En av de store fordelene med modellen sammenlignet med andre er at den ser bort i fra poster som er veldig forskjellige fra hverandre i selskaper, som: avskrivninger, behandling av goodwill, og unormale inntekter og kostnader. Samtidig kan denne også sammenligne selskaper i underskudd.

Minuset med modellen er at den ikke tar hensyn til investeringer. Selskaper uten investeringer vil fremstå som dyrere enn det andre.

EV/EBIT –

¹ Kaldestad og Møller, Verdivurdering, 2011. Kapittel 7, side 159.

² Kaldestad og Møller, Verdivurdering, 2011. Kapittel 7, side 159.

Veldig lik modellen ovenfor, men denne tar med investeringsbehov ved å inkludere avskrivninger for investeringene. Selv om den tar med avskrivninger, vil det kunne bli et gap mellom disse og fremtidige investeringer.

Kontantstrømbasert verdsettelse

Diskontert kontantstrøm –

Modellen er kjent som Discounted Cash Flow (DCF) og går ut på å lage et estimat av fremtidige kontantstrømmer og dermed seg hvor mye kontanter selskapet genererer.

Utfordringene med denne er å få laget et realistisk estimat av den fremtidige kontantstrømmen. Hvert fall når man ikke har tilgang på selskapets budsjetter. Vi har estimert kontantstrømmer 10år frem i tid, noe som er innenfor Boye og Meyer sine anbefalinger.³

Ved å estimere kontantstrømmen til selskapet har vi et grunnlag for å uttale oss om verdien til selskapet, men på grunn av inflasjon må denne verdien også vurderes. Ettersom inflasjon gjør slik at pengene er mer verdt i dag enn de er i fremtiden, pga økning i pris, må vi diskontere med en rente som passer metoden vår.

Før vi kan beregne kontantstrømmene må vi omorganisere regnskapet for å skille alt driftsrelatert fra alt som ikke er det. Dette gjør vi for å finne NOPLAT (Driftsrelatert resultat justert for skatt). Vi legger så til den terminale verdien (TV) til det siste året i kontantstrømmen.

Vi har varianter av kontantstrømbasert verdsettelse; egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. Disse skal vi ta en titt på nå.

³ Boye og Meyer. Fusjoner og oppkjøp. 2008. Side 144.

Figur Egenkapitalmetoden og Totalkapitalmetoden.

Egenkapitalmetoden	Totalkapitalmetoden
Resultat etter skatt	Driftsresultat
+ Avskrivninger	- Skatt av driftsresultat
- Anleggsinvesteringer	+ Avskrivninger og nedskrivninger
- Økning i omsetningsavhengig OM	- Investeringer
+ Økning i omsetningsavhengig KG	- Økning i OM
+ Økning i rentebærende gjeld	+ Økning i rentefri gjeld
= Kontanttilskudd til EK	= Kontanttilskudd i totalkapitalen (TK)

Hvis vi ser på begge modellen vil de begge føre til samme resultat hvis avkastningskravet til totalkapitalen og egenkapitalen beregnes med samme faktor. Egenkapital metoden har samme oppbygging som totalkapitalmetoden, men den tar ulikt hensyn til behandling av gjeld. Den brukes også avkastningskravet til egenkapitalen ved diskonteringen av kontantstrømmene. Siden denne metoden ikke forsøker å verdsette driftsuavhengige eiendeler, gjeld etc. Men inkluderer disse som en del av kontantstrømmen til egenkapitalen vil metodene kommer fram til forskjellige verdier på egenkapitalen og gjelden.

Egenkapitalmetoden er vanskeligere å gjennomføre ettersom det er en reell utfordring å klare å matche kontantstrømmene til egenkapitalen med den korrekte avkastningen på egenkapitalen.⁴ Dette støttes av flere blant annet Boye og Meyer, som anbefaler bruk av totalkapitalmetoden i de fleste tilfeller, med unntak av noen bransjer som banker for eksempel.

Economic value added (EVA)

Både gode eller dårlige kontantstrømmer sir noe om kontantaktiviteten i selskapet. Det den derimot ikke forteller noe om er selskapets evne til å generere resultater. Denne modellen vil gå ut ifra at investeringene går utover overskuddet i år null, men at det vil så føre til økte innskudd i årene etter. Ulempen her er at dersom investeringen ikke går som den skal vil vi

⁴ Koller, Goedhart og Wessels. Valuation fifth edition. 2010. Side 104

uansett få et feil inntrykk av kontantstrømmen og dermed verdi av selskapet. Før å løse dette kan vi bruke modellen som måler økonomisk profitt i stedet for kontantstrøm.

$$\text{Økonomisk profitt} = \text{NOPLAT} - (\text{investert kapital} * \text{WACC})$$

Modellen forteller om forhold mellom utbytte på investert kapital og WACC. Dette er det eneste som en investor bryr seg om når han skal investere i et selskap.

$$\text{Verdi}_0 = \text{Investert kapital} + \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{\text{Investert kapital}_{t-1} * (\text{ROIC}_t - \text{WACC})}{1 + \text{WACC}} \right)^t$$

En investor er etter denne formelen interessert i en så høy ROIC som mulig og så lav som mulig WACC. ROIC vil også være høy dersom selskapet har en sterk posisjon i markedet. Motsatt hvis markedet er lett gjennomtrengelig og kommer til. Ved å studere formelen vil vi kunne se at dersom ROIC er lik WACC vil verdi være lik investert kapital.

Nøkkelparametere for DCF – metoden.

Vi har snakket om formler i det seneste kapitlet, og disse har inneholdt et par nøkkelparametere som vi føler trenger en litt kort utredning.

WACC – Weighted average cost of capital

WACC er en kalkulasjon av et selskaps kapitalkostnad, hvor hver kategori kapital er lagt like stor vekt på. Alle former for kapital er inkludert. Vi kan si at kapitalkostnaden er den avkastningen selskapet må oppnå for å tilfredsstille både investorer og kreditorer. For å kunne regne ut WACC må vi først beregne, gjeldskostnaden etter skatt, egenkapitalkostnad og budsjettert kapitalstruktur (total kapital i gjeld eller egenkapital). En av forutsetningene for en riktig beregning av WACC er at kapitalstrukturen ikke endrer seg. Dette kan være med å betale ned på mye gjeld på en gang. Dette er ikke sannsynlig i vårt tilfelle så vi kan bruke parametere. WACC regnes ut på følgende måte⁵:

⁵ Kaldestad og Møller. Verdivurdering, teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper. 2011. Side 106

$$WACC = \frac{D}{D+E} * k_g(1 - T_m) + \frac{E}{D+E} * k_e$$

Capital asset pricing model (CAPM) -

Ved å bruke denne kapitalverdimodellen kan vi beregne prisen på egenkapital. Dette er den mest normale måten og gjøre dette på. Utenforstående investorer står alltid ovenfor to ulike typer risiko; markeds og bedriftsspesifikk risiko. Markedsrisikoen kan ikke investoren gjøre noe med, da dette er endringer i markedet. Men man kan redusere den andre risikoen ved å spre sine investeringer over flere selskaper.

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

Formelen forteller oss at hele alt er felles for markedet utenom beta. Noe som vil si at vi skiller bedriften/bransjen fra resten av markedet. Beta er definert som hvilken grad selskapets risiko har samsvar med markedsrisikoen. En beta på 1, er lik at egenkapitalens risiko er lik markedsrisikoen. Ved en beta over en vil avkastningen være mer variabel enn markedets.

Ser vi på risikofri rente vil vi få vite hvor god avkastning det er mulig å få i markedet uten å ta store risikoer.

3.2 Valg av verdimetode

«Valuation is the estimation of an asset's value based on variables perceived to be related to future investment returns, on comparisons with similar assets, or, when relevant, on estimates of immediate liquidation proceeds». (Equity assets valuation)

Hensikten mer å estimere en pris som er realistisk i markedet, og kan gjenspeile hva en kjøper er villig til å betale for aksjer i selskapet.

Hvordan vi skal verdsette selskapet riktig skal vi ta stilling til nå.

Verdsettelsesmetoder for private selskaper er konseptuelt lik de som brukes for børsnoterte selskaper, selv om navnene eksperter bruker i hvert felt og detaljene for hvordan de blir brukt kan variere. Inntektsmetoden tilsvarer det samme som diskonterte kontantstrømmodeller eller nåverdimodeller av offentlige aksjeanalytikere. Sammen med eiendelsbaserte modeller klassifiseres diskonterte kontantstrøms modeller som absolutte verdsettelsesmodeller.

Analytikere bruker derimot en relativ verdsettelsesmodell når de bruker en markedsbasert tilnærming i evaluering av pris- og bedriftsmultipler i forhold til verdien av sammenlignbare.

Størrelse er et viktig kriterium ved vurdering av verdsettelsesmetoder. Multipler fra offentlige selskaper kan være lite hensiktsmessig for et lite, relativt modent privat selskap med svært begrensede vekstutsikter. Sammenligninger med offentlige selskaper er ikke et godt grunnlag for verdsettelse av et privat selskap dersom risiko- og vekstutsikter er vesentlig forskjellige. Offentlige og private selskaper kan bestå av ulike drifts- og ikke-driftsmessige eiendeler. Ikke-driftsmessige eiendeler er definert som eiendeler som ikke er nødvendige for den pågående driften av et foretak. Kontantoverskudd og investerings balanser er typiske eksempler på ikke-driftsmessige eiendeler. I prinsippet er verdien av et selskap summen av verdien av driftsmidler og verdien av ikke-driftsmessige eiendeler. Dermed skal ikke-driftsmessige eiendeler inngå i verdsettelsen av et foretak uavhengig av verdsettelsesmetoden som benyttes.

Vi har nå undersøkt to hovedmodeller for verdsettelse, både; multiplikatorer og kontantstrømmer. Etersom vi ser på det som lite sannsynlig at det skjer noe som tvinger Mack Ølbryggeri AS til å endre driften sin vil vi gå før DCF-metoden. Skulle dette skje vil våre beregninger kunne bli feil, ettersom metoden har liten fleksibilitet i seg. Etersom alle de tilgjengelige modellene ofte krever grove antagelser om fremtidige kontantstrømmer og er følsomme for veldig små endringer i underliggende forutsetninger er det vårt beste valg.

Kaldestad og Møller mener at man burde velge metoder på grunnlag av hvordan bransjen er og i hvordan fase den er i livssyklusen sin.⁶ Vi setter til grunnlag at Mack Ølbryggeri AS fremtidige kontantstrømmer kommer til å være stabile, noe som man selvfølgelig ikke kan si med sikkerhet. Selskapet har en bra posisjon i markedet og er veletablert i bransjen. Så dette ser vi ikke på som urimelig.

⁶ Kaldestad og Møller. Verdivurdering, teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper. 2011. Side 34

4.0 Analyse

I dette kapitlet skal vi gjennomføre en strategisk analyse, regnskapsanalyse, nøkkeltallsanalyse og en lønnsomhetsanalyse. Dette gjør vi får å gi oss selv så mye informasjon som mulig før vi skal estimere verdien til Mack.

4.1 Strategisk analyse

I relasjon til verdsettelsen, den strategiske analysen søker etter å identifisere de ikke-økonomiske verdiskapende driverne som ligger til grunn for de anvendte budsjettforutsetninger og videre å kritisk vurdere handlingene som selskapet gjør for å oppnå konkurransefortrinn og skape en høyere økonomisk gevinst. Denne strategien anvendes slik at vi kan til slutt sette opp selskapets styrker og svakheter, samt muligheter og trusler.

4.1.1 PEST – Analyse

PEST-analysen som vi gjør tar for seg faktorene: Politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske forhold. Ved å bruke denne modellen man kunne identifisere de aller viktigste makroøkonomiske faktorene som vil påvirker selskapet, men som de kan gjøre lite med.

Figur PEST - Analyse



Figur 2: PEST

Politiske forhold –

Norge har en restriktiv alkoholpolitikk for å prøve å begrense misbruk av alkoholholdige drikker, men dette gjelder også blant annet Ølsorter som er betegnet som alkoholfrie. Politikken har ført til en av verdens høyeste avgifter og en veldig begrenset tilgjengelighet av alkoholholdige produkter. Dette fører med seg konsekvenser for bedriften i form av lavere salgsvolum. Samtidig viser tall fra tollvesenet at dette fører til mer smugling av blant annet øl. Noe som både fører til tapte inntekter for bransjen, men også for staten i form av avgifter. I tillegg kan det tenkes at samfunnets generelle syn på alkoholkonsum i relasjon til helsemyndighetenes råd har en innvirkning på salgsinntekt.

Produkter i bryggeribransjen får ofte negativ oppmerksomhet i politikken og i media, da de nevnes i sammenhenger med alkoholpåvirket bilkjøring, vold og fedme. En vanlig uttalelse er at disse problemene skal bli møtt med endringer som, å øke aldersgrensen for å kjøpe alkohol/energidrikker, redusere tilgjengeligheten og å gjøre det dyrere å kjøpe usunne varer.

Økonomiske forhold –

Det meste av råvarer som Mack benytter seg av blir importert fra utlandet. Konsekvensene av dette vil være at bedriften er eksponert for svingninger i kurser og priser på råvarene. Som alle bedrifter er også Mack utsatt for lokale og globale økonomiske sykluser, som kan sette sitt preg på produktene og på resultatet. Siden Mack er en lokal/nasjonal bedrift og ikke er en internasjonal bedrift er det mest på råvarene bedriften kan få kjenne på globale virkninger. Bryggeriindustrien som bransje er heller ikke veldig berørt av økonomivariabler, som synkende disponibel inntekt, da bransjen består av produkter som er såkalte raske forbruksvarer. Før kunne man si konsumenter ble mer og mer prisbevisste, og konsumentene så mer på fordelene med produktet enn på andre attributter, som utseende, osv. Dermed, kunne vi si at ut av de fem P' i markedsmiksen – produkt, pris, plass, påvirkning og personale, pris var den viktigste for de fleste kundene. Men dette har endret seg etter at håndverksøl ble populært. Mange handler nå såkalte premium sorter. Det er selvfølgelig enda mange som kjøper Øl etter pris, som studenter og andre. Mack har som sagt produkter i alle klassene, billig, middels og Premium.

Sosiale forhold –

Trenden i Norge var at det drikkes mindre og mindre øl, hvis vi ser på konsumet uten grensehandel, men dette har snudd de senere årene og nå stiger konsumet av øl igjen. Det er grunn til å tro at disse tallen kan være noe feil, ettersom grensehandelen øker hvert år, hvis vi da skal se disse to sammen.

Endringer i konsumet, livstil etc. er viktige faktorer for selskapet og kundeoppførsel og trender er påvirket av media og publisitet. Vi har sett en endring i øl konsumet blant yngre mennesker. Vi har også sett en økende interesse i en sunnere livsstil, en utvikling som er kommer av høyere inntekt og utdanning.

Drikkevarer er ofte konsumert i sosiale sammenhenger og kravet etter utseende og image på produktene som nytes har blitt høyere. Dette har tvunget mange industrier til å tenke annerledes, dermed har markedsføring og utseende blitt mer sentral part av forretningsmodellen. For denne øl bransjen var dette synlig når håndverksølene begynte å komme på markedet. De var dyrere og hadde et større sosialt aspekt med seg. Disse var noe

som skulle nyttes, ettersom prisen var høy. Den store økningen i mikrobryggerier vi så for bare noen år siden har avtatt, og flere har blitt borte.

Går vi tilbake og ser på den sunnere livstilen og økt fokus på barns sukkerinntak, kan vi sette denne i sammenheng med at salget og fremveksten av produkter uten sukker i mineralvannmarkedet har vært ekstrem. Produsentene på mineralvannmarkedet har hatt kraftig fokusert på markedsføring og salg av disse produktene, for at de skal ta over for de sukkerbaserte drikkene. Fortsatt selges det mest av sukkerbaserte mineralvann.

Etter at aldersgrenselovene om energidrikker ble tatt bort har også dette markedet økt kraftig. Kan gå mot en dobling av omsetning i dette markedet i forhold til året 2016. Dette markedet domineres fullstendig av to aktører, Monster og Red Bull.

Teknologiske forhold –

Da Mack flyttet produksjonen til sine nye lokaler i Nordkjosbotn endret de samtidig emballasjen på produktene sine fra gjenbruks- til gjenvinningsemballasje som første bryggeri sammen med Coca-Cola. Dette grepet er var helt klart bedre for miljøet og viser at Mack tar samfunnsansvar hvor de kan. Det er også en kontinuerlig utvikling av nye produkter, og dette er viktig med konkurransen i markedet.

Oppsummering -

For å oppsummere analysen, kan vi trekke frem de viktigste utviklingene i bransjen, disse var: Nedgang i øl konsumet i hele vesten, men en økning i ølsalget i liter de siste årene. Endringer i drikkemønstret for øl og andre drikker, høyere avgifter.

Bryggeribransjen blir til stadighet truffet av diverse reguleringer, sist sukkeravgiften på mineralvann, men også alkoholavgiften økes. Dette er drevet av et forsøk på å øke inntekten for å dekke kutt andre plasser i det nasjonale budsjettet. Det samme vi for eksempel når røykeloven ble satt inn, den hadde en klar innvirkning på ølsalget i offentligheten og denne delen av markedet.

Kritikk av PESTEL –

Modellen er helt klart ikke perfekt og noe av problemene er at den gjerne ikke forteller hele sannheten, men forteller bare halve. Dette kan føre til at resten fylles med antagelser. Dette er hvor SWOT-analysen kommer på sin plass.

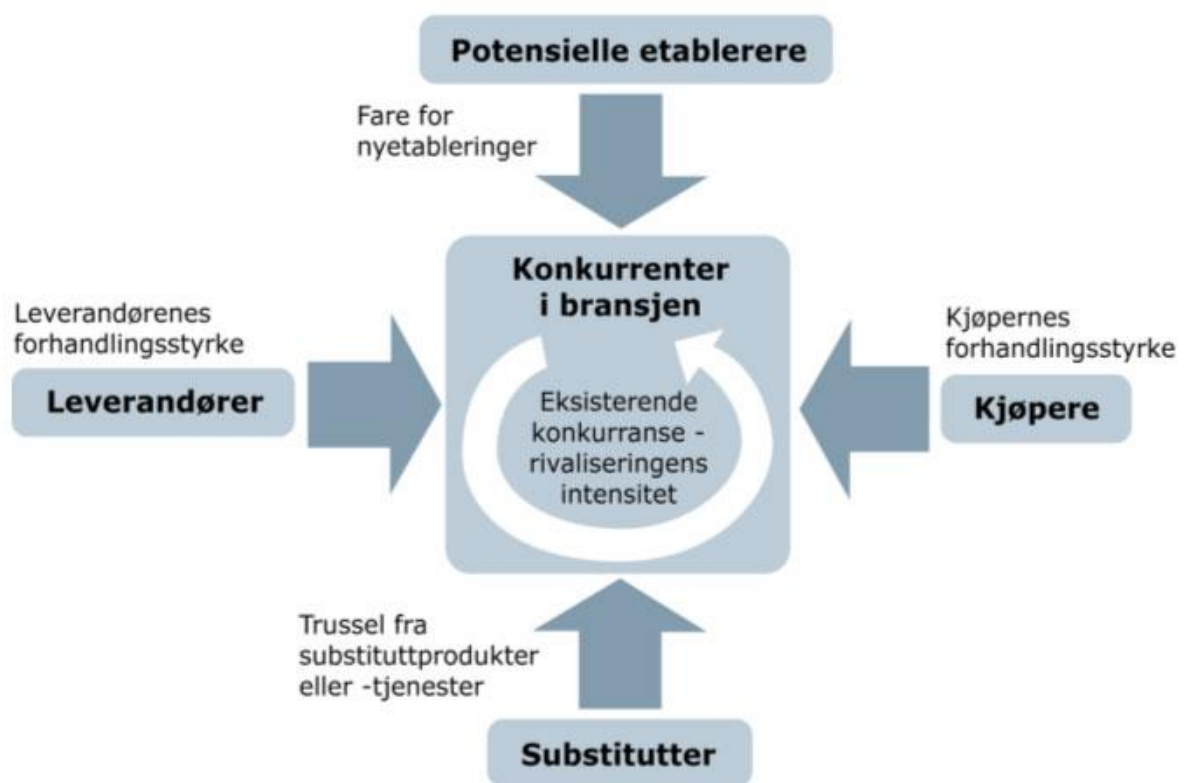
Faktorene i modellen kan endres kjapt, noe som gjør det vanskelig å se framtiden for bedriften, noe som er det motsatte av hva modellen skal gjøre.

Informasjon er veldig vanskelig å få tak. Det flyter gjerne også over av informasjon og man vet gjerne ikke hvor man skal ta fra, da mye ikke stemmer med sannheten. For å unngå å bruke all denne misinformasjonen må man bruke mye unødvendig tid.

4.1.2 Porters 5 konkurransekrefter

I tillegg til faktorer fra utsiden som påvirker Mack, kommer også selskapets evne til å skape verdi ann på bransjens spesifikke kjennetegn. Porters konkurransemodell sier at det er fem markedskrefter som bestemmer potensialet et selskap har til å skape verdien i en bestemt bransje. Disse fem er: Rivaliseringen mellom aktører, faren for nye etablerere, faren for like produkter, og forhandlingsstyrken til både kjøpere og leverandører. Desto svakere effekten av disse er, jo letter er det for et selskap å skape verdi i form av gode resultater.

Figur Porters 5 konkurransekrefter -



Figur 3: Porters konkurranse modell

Potensielle etablerere –

Vi kan karakterisere markedet Mack er i som et oligopolists marked, da det er noen få store bryggerier og mange små mikrobryggerier. Mikrobryggerier er som kjent i super-premium segmentet, hvor pris og marginer er høyere og volumet er lavere. Dette er en nisje som ikke

krever høy kapital.

Ser vi derimot mot de store bryggeriene, kreves det store investeringer for å kunne nå volumet og får å få konsumentenes oppmerksomhet.

Ser vi mot de store internasjonale konkurrentene vil de helt klart kunne ta seg inn på markedet i Norge, men her til lands selges det helt klart mest norsk øl, og det er veldig vanskelig å endre på dette. Ringnes distribuerer en del importert Øl i norske dagligvareforretninger, men ligger også langt bak det norske ølet.

Leverandører forhandlingsstyrke –

Bransjen bruker primært helt standardiserte råvarer for produksjonen sin, som vann, gjær, humle, bygg og materialer som innpakning, som glass, aluminium og plastikk.

Landbruksprodukter og materialer som brukes til innpakning handles på det globale markedet og prisene er deretter. Et enkelt foretak som Mack har liten innvirkning på prisene for råvarene. Norge importerer først og fremst råvarer fra ulike land i Europa, som England, Tyskland. Det er også verdt å legge merke til at prisene i dette markedet har økt på grunn av en høyere etterspørsel enn leverandørene har klart å levere.

Kundenes forhandlingsstyrke –

Kundene er bedriftenes hjørnestein, er muligens de viktigste bidragsyterne til en sunn bedrift. I dagens Ølmarked hvor 80% av Ølen i Norge selges gjennom dagligvarebutikker er det gjerne disse som har makten. Bryggeriene har lite direkte kontakt med sine konsumenter og er underordnet etterspørselen til butikkene i forhold til levering, kvalitet og pris.

Macks distribusjon handler mest om B2B, men de har også B2C, da de som kjent har en egen pub. B2B markedet handler stort sett om 3 store kunder. Dette er de store dagligvarekjedene i landet. Disse har en veldig høy etterspørsel etter volum og derfor har de en høy forhandlingskraft med tanke på pris og plassering. Farene her er jo at de små skal bli presset ut av butikkhyllene, mot at store selskaper som Carlsberg/Ringnes eller Coca-Cola skal ha mer plass fordi de har mer forhandlingskraft med utømmelige lommebøker.

Vi så kundens forhandlingsstyrke da Mack ble offer for Rema 1000s nye bestevennstrategi. Mack ble tatt ut av alle butikker utenfor Nord-Norge, men skulle også ut av alle dagligvarekjedens utsalgssteder i Nord-Norge. Det ble mobilisert så kraftig at kjeden til slutt

måtte snu tilbake på strategien sin og ta tilbake bryggeriets produkter.

Substitutter –

Truslene i bransjen påvirkes av konsumentenes evne til å finne gode substitutter for det bransjen leverer. Er det enkelt å finne mange substitutter, vil det svekke bedriftens makt. De siste ti årene har alkoholkonsumet endret seg, selve alkoholkonsumet har sunket lite, men øl konsumet har sunket kraftig. Det kan være flere grunner til dette, men en av de største er nok at import ikke regnes med i denne oversikten, og som vi ser er den høy. Vi kan ved å se på statistikken til systembolagene som grenser til Norge se at grensehandelen av alkohol fortsetter å stige.

En av de større trendene som også må regnes med har endre dette kom med lovendringen om energidrikker, har vært å blande brennevin med «helseprodukter». Dette er en kategori som er ventet å øke. Det har også vært en økning i salget av rusbrus i denne perioden, noe som kan tyde på at yngre handler dette i stedet for øl.

Ser vi på Vinkonsumet, vil vi se at dette har ligget stabilt i samme periode, men dette kan ha noe med tilgjengeligheten å gjøre. Hadde disse varene vært like tilgjengelig som øl, ville det sett annerledes ut. Det er gjerne slik at det er en tendens at kvinner erstatter ølen med andre drikkevarer. Vin er helt klart også billigere per prosent alkohol den inneholder mot øl.

Rivalisering i markedet –

Vi kan dele markedet inn i to kategorier alkohol og uten alkohol/lettøl. Ser vi bare det nasjonale markedet vil vi se at markedet domineres av 5 aktører, Hansa, Aas, Ringes, EC Dahls og Mack. Ringes som den største aktøren, distribuerer også øl for Carlsberg ettersom de eies konsernet, som er et av verdens største bryggerier. De distribuerer også før mange andre selskaper, som Heineken, Grupo Modelo. Dette gir dem en fordel i markedet, ettersom det er få dagligvarekjeder har Ringes størrelse og makt til å presse frem bedre avtaler om pris, plassering.

Da Ringes ble «bestevenn» med dagligvarekjeden Rema 1000 ble Mack som tidligere fortalt tatt ut av deres utsalgssteder. Dette var et kraftig slag for Mack ettersom Rema 1000 som

nesten har 25% av markedsandelene på dagligvarer i Norge. De klarte likevel å lande avtaler som ga de distribusjon i nord. Dette viser bare hvor stor makt Ringes har i markedet.

De senere årene har det også vært et byks i antallet mikrobryggerier i landet, men veksten har stoppet opp og markedet ble mettet og for trangt. Flere har lagt ned etter dårlige resultater. Dette har sammenheng med at de store bryggeriene også har etablert håndverksøl og derfor tar en del av prosent denne gruppen hadde. Prisen på disse er også høy og kan beskrives som produkter i premium + segmentet. Mikrobryggeriene stod for rundt 4% av markedsandelene i markedet i 2018.

Kritikk av Porter –

Porters konkurransemodell har slik vi ser det to svakheter. Den svakheten kommer frem i sammensetningen av modellen. Som en statisk modell framlegger den et bilde av bransjen på et tidspunkt i fortiden. Dette kan være anvendelig for kortsiktige strategier, men anvendeligheten for informasjonen som man får ut er blitt innsnevret av raskt utviklede eksterne faktorer. Dette kan være trender som globalisering og raske teknologiske framskritt, som ikke var til stede når modellens rammeverk ble utviklet.

Den andre svakheten er noe som kan komme fram hvis modellen brukes feil. Den er ikke laget for å bruke direkte på et spesifikt selskap, men skal brukes på bransjen i stedet.

4.1.3 SWOT - Analyse

I følge Whittington er SWOT analysen i stor grad nyttig når man ønsker seg en god oversikt over et selskaps interne styrker og svakheter. De legger også vekt på at analysen ikke skal legges altfor mye vekt på uten hjelp fra andre analyser, slik som de overfor.

Nedenfor har vi kartlagt bedriftens sterke og svake sider, men også mulighetene selskapet har, truslene som er til stede og som kan komme i fremtiden.

<p style="text-align: center;">Styrke</p> <ul style="list-style-type: none">- Høy kvalitet- Innovasjon- Merkevere- Etablerte og kompetente- Godt kundeforhold	<p style="text-align: center;">Svakheter</p> <ul style="list-style-type: none">- Restriktiv alkoholpolitikk- Restriktive lover- Økonomi- Størrelse
<p style="text-align: center;">Muligheter</p> <ul style="list-style-type: none">- Satsingsområdet utenfor øl- Alkoholforskriftene noe løsnet- Økt distribusjon til Sverige og nasjonalt	<p style="text-align: center;">Trusler</p> <ul style="list-style-type: none">- Prisbevisste kunder- Smugling- Høyere andel konkurrenter- Strategier til kundene- Høyere avgifter

Den største styrken til Mack Ølbryggeri er helt klart merkevaren den besitter, spesielt i Nord-Norge. Men ettersom de var med på å starte bryggeriforeningen er de også et de eldste bryggeriene i landet. Samtidig er bedriften da veletablert og eierne er kompetente. Men dette er noe de burde jobbe utrettelig med for å kunne beholde denne posisjonen i markedet, som en av de største i landet. De har også klart å komme inn i markedet i Sverige, dette er noe å satse videre på. En løsere alkoholpolitikk er en mulighet, men det ser ut som man kan se langt etter det.

Likevel alkoholkonsumet nasjonalt har sunket, men er på vei opp igjen, økte materialpriser og risiko for enda mer avgifter på en allerede avgiftsbelagt bransje er farer for bedriftens marginer. Disse er også under press på grunn av kundenes høye forhandlingsstyrke i priser og vareplassering.

4.2 Regnskapsanalyse

I dette kaptittelet skal vi analysere de historiske regnskapene til Mack ølbryggeri AS fra år 2011-2017. Ved å studere tidligere regnskap kan vi lære mye om hvordan selskapet er bygget opp og om det har hatt en spesiell utvikling de siste årene. Det er også interessant å studere utviklingen av resultat og lønnsomhet til selskapet.

Selvom selskapet har gjort det bra eller dårlig i fortiden betyr ikke det at fremtiden blir lik. Vår største utfordring når vi skal verdsette Mack er akkurat dette. Vi kan ikke spå fremtiden og vårt mål blir da å lage et estimat av fremtiden så nært virkeligheten som mulig. For å klare dette trenger vi informasjon. Vi ønsker å studere det historiske regnskapet nøye slik at muligheten for å oppdage uvanligheter som kan påvirke hvordan vi ser på selskapets verdi blir større.

Noen kritikere mener at historiske regnskap ikke er relevante når det kommer til å verdsette ved hjelp av kontantstrømsbaserte metoder. Bakgrunn for slike påstander er at fremtidige kontantstrømmer ikke nødvendigvis har noen likheter med gamle kontantstrømmer. Koller (se kilde side 47 Ola Nygaard) har en annen oppfatning og sier at det er helt essensielt med en total forståelse av selskapets historie for å estimere fremtiden. Derfor er det viktig med en god regnskapsanalyse som grunnmur for verdsettelsen.

Når vi skal vurdere regnskapet er det viktig å gjøre analyser av nøkkeltallene i regnskapet. Dette gir oss informasjon om lønnsomhet, soliditet og likviditet. Vi blir å sammenligne nøkkeltallene mot konkurrenter slik at vi kan bruke informasjon som analysemateriale. En sammenligning mot lignende selskaper vil gi et bilde over hvordan konkurranseforhold er for seg. Dette kan framstille avvik og benyttes til forbedring. Likhetsgraden på parameterne vil da avgjøre hvor stor informasjonsverdien blir.

Det er viktig bruke tall som er hentet med samme regnskapsregler for å få så nøyaktig sammenligning som mulig. Det kan bli aktuelt å omarbeide både resultat og balanse regnskapet for å skille ut ekstraordinære poster og fjerne aktiva/passiva som ikke inngår i selve driften.

For sammenligning har vi valgt å bruke to bedrifter som driver med lik virksomhet, er noenlunde lik på størrelse og er basert her i Norge. Dette for å få så like bedrifter som mulig som vil gi så stor informasjonsverdi som mulig. I sammenligningen vil vi bruke tall fra 2014-2017 som er de nyeste tilgjengelige tallene for alle 3 selskapene. Se vedlegg «konkurrentanalyse» for spesifikk finansiell informasjon om begge konkurrentene.

4.2.1 Presentasjon av regnskapet

«Dersom analysen skal benyttes i forbindelse med verdsettelse av selskaper vil regnskapsbrukeren typisk være interessert i hva som kan være selskapets normale verdiskapning eller normalresultat. Med normalresultat menes i denne sammenheng et resultat uten påvirkning av unormale eller uvanlige begivenheter» (Fladstad & Tofteland, 2006, s.196).

Dersom selskapet for eksempel selger et driftsmiddel og dermed har vesentlig høyere driftsinntekter er dette noe vi må ta hensyn til siden dette salget ikke reflekterer den daglige driften. En investor er ikke interessert i å betale mer for en salgsinntekt som ikke har noen påvirkning for fremtidige kontantstrømmer.

Avgrensninger

Vi har valgt å fokusere på regnskapet fra 2013-2017 som er de 5 siste årene tilgjengelig i Brønnhøysundregistrene i skrivende stund. Siden Mack Ølbryggeri AS er et privat selskap så er de ikke pliktige å følge International Financial Reporting Standards (IFRS). De følger derimot regnskapsloven og god norsk regnskapsskikk som har blitt revidert av velkjente EY som attesterer til at Mack holder internasjonal standard for attestasjonsoppdrag (ISAE) 3000.

Som sagt er Mack Ølbryggeri AS medlem av et konsern med flere datterselskaper. Noen av disse er mer relaterte enn andre men vi mener Mack Ølbryggeri AS står godt på egne bein og en kjøper trenger ikke kjøpe noen av de andre selskapene for å få verdiskapning fra Mack

Ølbryggeri AS. Dette sammens med omfanget av å verdsette et helt konsern er grunn til at vi isolerer Mack Ølbryggeri AS i denne oppgaven.

Resultatregnskap 2013-2017

Mack Ølbryggeri AS resultatregnskap	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Driftsinntekter</i>					
	kr	kr	kr	kr	kr
Salgsinntekter	577,922.00	574,676.00	578,526.00	719,660.00	708,883.00
	-kr	-kr	-kr	-kr	-kr
Øl og mineralvannsavgifter	262,943.00	316,403.00	330,124.00	438,325.00	426,873.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Annen Driftsinntekt	15,859.00	11,025.00	4,110.00	23,131.00	5,801.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Sum Driftsinntekt	330,838.00	269,298.00	252,512.00	304,466.00	287,811.00
<i>Driftskostnader</i>					
	kr	kr	kr	kr	kr
Varekostnader	157,617.00	94,384.00	97,088.00	113,644.00	116,987.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Lønnskostnader	72,323.00	74,821.00	66,730.00	68,913.00	69,987.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Avskrivninger	15,341.00	12,724.00	13,476.00	14,737.00	17,442.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Andre driftskostnader	93,614.00	84,771.00	69,456.00	77,391.00	80,495.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Sum Driftskostnader	338,895.00	266,700.00	246,750.00	274,685.00	284,911.00

	-kr	kr	kr	kr	kr
Driftsresultat	8,057.00	2,598.00	5,762.00	29,781.00	2,900.00
<i>Finansinnt. Og -Kostnader</i>					
	kr	kr	kr	kr	kr
Sum finansinntekt	2,273.00	1,633.00	1,467.00	1,631.00	3,621.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Sum finanskostnad	9,075.00	10,367.00	9,179.00	9,111.00	11,163.00
Netto finansposter	-6,802.00	-8,734.00	-7,712.00	-7,480.00	-7,542.00
	-kr	-kr	-kr	kr	-kr
Resultat før skatt	14,859.00	6,136.00	1,950.00	22,301.00	4,642.00
	kr	kr	-kr	kr	-kr
Skatt	1,279.00	-	3,272.00	6,976.00	409.00
Årsresultat	-16,138.00	-6,136.00	1,322.00	15,325.00	4,233.00

Vedlegg nr 2: Resultatregnskap 2013-2017 (Tall I 1000)

Selskapet har gått igjennom mye endringer de siste 5 årene som gjenspeiles i årsresultatene. I 2013 investerte de mye i nytt lokale i Nordkjosbotn som ga store kostnader og et stort negativt årsresultat. Etter 2013 med nytt produksjonslokale har de forbedret resultat og i 2016 solgte de unna driftsmidler som ga posten annen driftsinntekt en stor økning som da gjør årsresultatet uvanlig stort.

2017 stoppet oppgangen etter et tøft år etter at en av hovedkjedene i Norge, Rema 1000 implementerte en ny strategi som innebar en satsing på lokale ølbryggerier i lokalmarkedene. Mack var en av flere leverandører som ville slite med å få hylleplass videre på Rema. Mack var da tvunget til å sette i gang umiddelbare tiltak som et resultat av Rema-krisen, sier styreleder i morselskapet Ludwig Mack⁷.

Mack gjennomførte et omfattende kostnadsreduksjonsprogram i 2017 som forventes å være i full effekt i 2019, som vil være første driftsåret uten store omveltninger.

⁷ <https://www.dagbladet.no/nyheter/katastrofear-for-norsk-ol/70073369>

Ellers ser vi at driftskostnadene har gått ned siden det nye produksjonslokale og finanspostene er mer eller mindre stabile.

Det mest positive vi ser her er en økt salgsinntekt de siste to årene med over 200 000.

Balanse, Eiendeler fra 2013-2017

Eiendeler	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Immaterielle eiendeler</i>					
	kr	kr	kr	kr	kr
Forskning og utvikling	-	-	-	5,128.00	9,175.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Utsatt skattefordel	37,191.00	37,191.00	40,463.00	35,415.00	35,824.00
Sum immaterielle eiendeler	37,191.00	37,191.00	40,463.00	40,543.00	44,999.00
<i>Varige driftsmidler</i>					
	kr	kr	kr	kr	kr
Tomter, bygg, annen fast eiendom	3,879.00	5,802.00	4,336.00	14,111.00	13,030.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Maskiner og anlegg	133,502.00	127,137.00	120,576.00	125,382.00	126,630.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Driftsløsøre, inventar, verktøy	12,807.00	14,049.00	13,848.00	15,131.00	15,909.00

	kr	kr	kr	kr	kr
Sum varige driftsmidler	150,188.00	146,988.00	138,760.00	154,624.00	155,569.00
<i>Finansielle anleggsmidler</i>					
	kr	kr	kr	kr	kr
Investeringer i datterselskap	400.00	15,470.00	15,470.00	1,400.00	1,400.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Investeringer i tilknyttet selskap	25,000.00	30,432.00	30,432.00	30,432.00	31,932.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Investeringer i aksjer og andeler	171.00	12,671.00	13,734.00	12,676.00	12,676.00
Obligasjoner, Pensjonmidler og andre fordringer	kr 6,726.00	kr 8,355.00	kr 8,961.00	kr 64,177.00	kr 67,659.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Sum finansielle anleggsmidler	32,297.00	66,928.00	68,597.00	108,685.00	113,667.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Sum anleggsmidler	219,676.00	251,107.00	247,820.00	303,852.00	314,235.00
<i>Omløpsmidler</i>					
	kr	kr	kr	kr	kr
Sum varer	22,672.00	29,664.00	29,576.00	33,334.00	33,459.00
<i>Fordringer</i>					
	kr	kr	kr	kr	kr
Kundefordringer	37,892.00	34,077.00	47,599.00	65,881.00	65,206.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Andre fordringer	4,207.00	5,059.00	5,378.00	7,514.00	7,567.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Fordringer innen konsern	10,969.00	36,273.00	27,991.00	-	-
	kr	kr	kr	kr	kr
Sum fordringer	53,068.00	75,409.00	80,968.00	73,395.00	72,773.00
<i>Bank, kontanter</i>					
	kr	kr	kr	kr	kr
Sum bank kontanter	1,544.00	1.00	3.00	934.00	1.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Sum omløpsmidler	77,284.00	105,074.00	110,547.00	107,663.00	106,233.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Sum eiendeler	296,960.00	356,181.00	358,367.00	411,515.00	420,468.00

Vedlegg nr. 3: Balanse, Eiendeler fra 2013-2017 (Tall i 1000)

På eiendels siden av balansen kan vi se at de har de to siste årene valgt å investere i forskning og utvikling som gjør at vi får mer immaterielle eiendeler.

Posten andre fordringer består av lån til kunder, mellomregning med morselskapet Ludwig Mack AS, depositum, netto pensjonsmidler, samt forskudd markedsstøtte. Avregningen av forskudd markedsstøtte er omsentningsavhengig og det er således estimert at 70% av andre fordringer forfaller senere enn ett år.

Selskapet har ingen bundne midler, det er bare stilt en bankgaranti som til en hver tid dekker selskapets skyldige skattetrekkmidler.

Balanse, gjeld og egenkapital 2013-2017

Gjeld og egenkapital	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Innskutt egenkapital</i>					
	kr	kr	kr	kr	kr
Aksjekapital	38,000.00	39,520.00	39,520.00	39,520.00	39,520.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Overkurs	-	32,481.00	32,481.00	32,481.00	32,481.00
Annen innskutt egenkapital	kr	kr	kr	kr	kr
	-	17,300.00	17,300.00	17,300.00	17,300.00
Sum innskutt egenkapital	kr 38,000.00	kr 89,301.00	kr 89,301.00	kr 89,301.00	kr 89,301.00
<i>Opptjent egenkapital</i>					
	-kr	kr	kr	kr	kr
Annen egenkapital	10,313.00	-	1,322.00	16,212.00	11,980.00
Sum opptjent egenkapital	-kr 10,313.00	kr -	kr 1,322.00	kr 16,212.00	kr 11,980.00

	kr	kr	kr	kr	kr
Sum egenkapital	27,687.00	89,301.00	90,623.00	105,513.00	101,281.00
<i>Langsiktig gjeld</i>					
Gjeld til kredittinstitusjoner	kr 112,000.00	kr 103,662.00	kr 93,947.00	kr 124,554.00	kr 131,948.00
Sum langsiktig gjeld	112,000.00	103,662.00	93,947.00	124,554.00	131,948.00
<i>Kortsiktig gjeld</i>					
Gjeld til kredittinstitusjoner	kr 60,516.00	kr 55,299.00	kr 75,535.00	kr 59,193.00	kr 85,242.00
Leverandørgjeld	kr 30,413.00	kr 27,566.00	kr 22,813.00	kr 26,980.00	kr 21,270.00
Skyldige offentlige avgifter	kr 39,565.00	kr 49,525.00	kr 48,853.00	kr 63,036.00	kr 58,177.00
Annen kortsiktig gjeld	kr 26,779.00	kr 30,828.00	kr 26,594.00	kr 32,237.00	kr 22,548.00
Sum kortsiktig gjeld	157,273.00	163,218.00	173,795.00	181,446.00	187,237.00
Sum gjeld	269,273.00	266,880.00	267,742.00	306,000.00	319,185.00
Sum egenkapital og gjeld	296,960.00	356,181.00	358,365.00	411,513.00	420,466.00

Vedlegg nr. 4: Balanse, gjeld og EK (Tall i 1000)

Vi ser ikke så mye som er verdt å nevne, både kort og langsiktig gjeld samt egenkapital har en gradvis men liten økning som kommer for det meste av større lån fra kredittinstitusjoner som blir brukt på å forbedre driften.

I et konsern kan man velge på hvilket nivå man ønsker å plassere posten betalbar skatt og derfor finner vi den ikke her siden den ligger da hos morselskapet.

4.2.2 Omgruppering av regnskapet

Vi gjør en omgruppering av regnskapet som kun tar hensyn til selve driften. Vi prøver å fjerne inntekter og kostnader som ikke reflekterer verdien fra bedriftens daglige drift. En investor er ikke interessert i å betale ekstra for en inntekt som ikke påvirker fremtidige kontantstrømmer.

Omarbeidingen av regnskapet skal hovedsaklig avdekke to ting; investert kapital og driftsresultat justert for skatt (NOPLAT). **SE S.54 ola nygaard for kilde!** Utarbeidelsen av regnskapet etter et omarbeid gjøres for å kunne regne ut ROIC (return on invested capital) og den frie kontantstrømmen, to parameter som er essensielle for verdivurderingen. Vi kan ikke regne ut disse paramaterne fra de offisielle regnskapsoppsettene fordi at disse ikke skiller mellom drift , ikke drift og den finansielle siden. For å komme frem til NOPLAT og ROIC må vi altså endre det originale regnskapet.

Omgruppert balanse

	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsrelaterte					
omløpsmidler	75740	106074	110545	106729	106232
Driftsrelatert kortsiktig					
gjeld	69978	77091	71666	90016	79447
Driftsrelatert					
arbeidskapital	5762	28983	38879	16713	26785
Driftsrelaterte					
anleggsmidler	187379	184179	179233	190039	191393
Driftsrelatert langsiktig					
gjeld	0	0	0	0	0
Netto anleggsmidler	187379	184179	179223	190039	191393
Investert kapital	193141	213162	218102	206752	218178
Finansielle anleggsmidler	32297	66928	68597	108685	113667
Finansielle omløpsmidler	1544	3	1	934	1
Finansielle eiendeler	33841	66931	68598	109619	113668
Totalt investert kapital	226982	280093	286700	316371	331846

Egenkapital	27687	89301	90623	105513	101281
Finansiell kortsiktig gjeld	87295	87130	102130	86304	98617
Finansiell langsiktig gjeld	112000	103662	93947	124554	131948
Totalt investert kapital	226982	280093	286700	316371	331846

Vedlegg nr. 5: Omgruppert balanse (Tall i 1000)

Vi har valgt å bruke Koller sitt forslag til oppsett av omgruppert balanse fordi vi synes denne er lett forståelig og oversiktlig. Vi regner oss fram til den totale investerte kapitalen fordi den er en del av formelen for å finne ROIC.

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{\text{Totalt investert kapital}}$$

Omgruppert resultatregnskap

	2013	2014	2015	2016	2017	
Justerte	kr	kr	kr	kr	kr	
driftsinntekter	314,979.00	258,273.00	248,402.00	281,335.00	282,010.00	
	kr	kr	kr	kr	kr	
Varekostnader	157,617.00	94,384.00	97,088.00	113,644.00	116,987.00	
	kr	kr	kr	kr	kr	
Lønnskostnader	72,323.00	74,821.00	66,730.00	68,913.00	69,987.00	
Andre	kr	kr	kr	kr	kr	
driftskostnader	93,614.00	84,771.00	69,456.00	77,391.00	80,495.00	
	-kr	kr	kr	kr	kr	
Justert EBITDA	8,575.00	4,297.00	15,128.00	21,387.00	14,541.00	
Justerte	kr	kr	kr	kr	kr	
avskrivninger	15,341.00	12,724.00	13,476.00	14,737.00	17,442.00	
	-kr	-kr	kr	kr	-kr	
Justert EBIT	23,916.00	8,427.00	1,652.00	6,650.00	2,901.00	
			kr	kr		
Driftsrelatert skatt	kr	- kr	- 462.56	1,862.00	kr	-
	-kr	-kr	kr	kr	-kr	
NOPLAT	23,916.00	8,427.00	1,189.44	4,788.00	2,901.00	

Vedlegg nr. 6: Omgruppert resultatregnskap (Tall i 1000)

Et fullstending oppsett av det omgrupperte regnskapet finnes i vedlegg nr. 4 og 5.

I det omgrupperte resultatregnskapet så er meningen å frem NOPLAT som er driftsresultat justert for skatt. Vi har regnet oss frem til driftsresultatet før finansposter og skatt og trekker deretter fra skatten. Vi bruker en standard skattesats på 28% som er trekt fra den justerte EBIT så lenge den er i pluss.

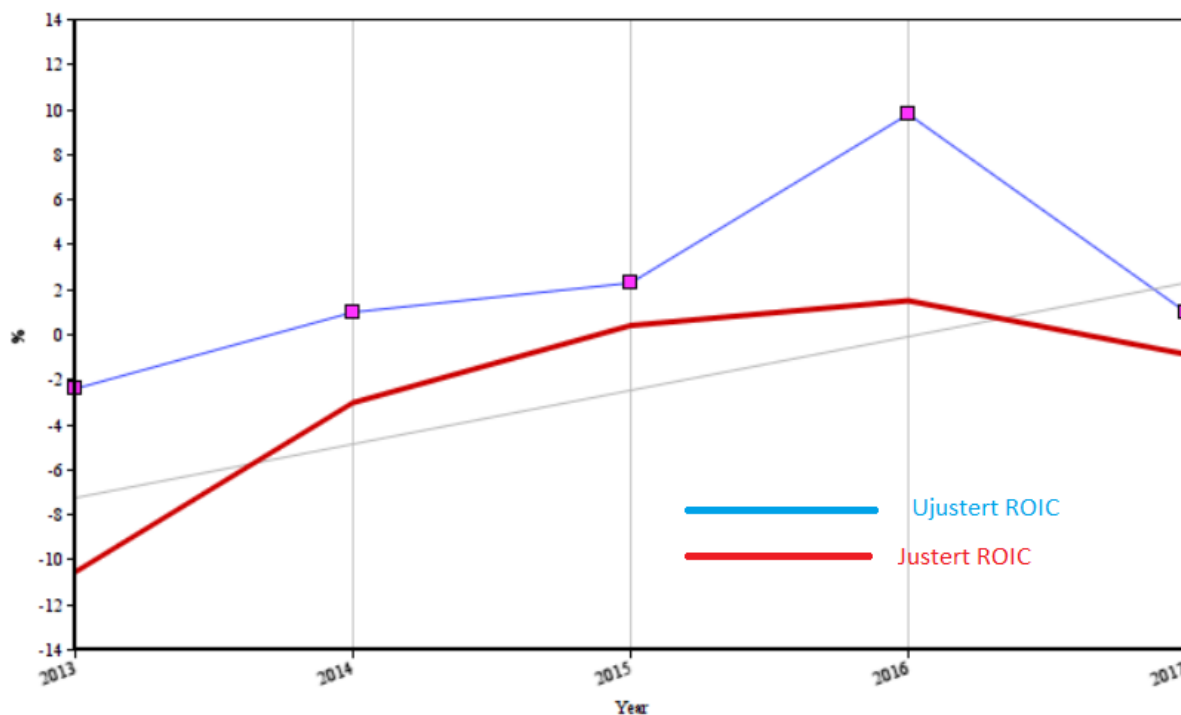
Amortisering er akkurat det samme som avskrivning. Forskjellen er at amortisering blir brukt til å skrive av immaterielle eiendeler, mens avskrivning blir brukt til øvrige eiendeler. Mack Ølbryggeri AS har ingen amortiseringskostnader eller avskrivningskostnader på immaterielle eiendeler.

I det originale regnskapet har vi salgsinntekter og andre driftsinntekter som utgjør inntektene. I andre driftsinntekter er det stor varians i forhold til de mer stabile salgsinntektene. Grunnen til dette er at når et driftsmiddel eller eiendel blir solgt med gevinst så blir dette ført opp som andre driftsinntekter. Et eksempel på dette ser vi i regnskapet i 2016 hvor de solgte unna driftsmidler og da har nesten 20 millioner mer enn året før. Dette er unormale inntekter som ikke reflekterer den daglige driften av selskapet. Derfor velger vi å trekke i fra andre driftsinntekter i beregningene.

Etter å ha justert regnskapet og NOPLAT så vil ROIC endre seg som vi ser i tabell 1, og vi får en justert og en ujustert ROIC.

Tabell 1: Justert og ujustert ROIC

	2013	2014	2015	2016	2017
Justert ROIC	-10.54%	-3.02%	0.41%	1.51%	-0.87%
Ujustert ROIC	-2.40%	1.00%	2.30%	9.80%	1.00%



Figur 4: justert og ujustert ROIC

Når vi omarbeidet regnskapet forventet vi å se en reduksjon i ROIC noe som vi ser er blitt bekreftet ovenfor. Dette er historiske tall og fastslår ikke hvordan fremtiden blir, dette er viktig å huske når vi ser hvor lav ROIC Mack har hatt opp til og med 2017. Fremtidens kontantstrømmer er ikke dårlige bare for at ROIC ikke har vært så høy i fortiden.

Vi ser en mye jevnere justert ROIC som vokser stødig mens den ujusterte følger samme trend så er den mye mer utforutsigbar. Den gjør store hopp og viser hvorfor det er viktig å skille ut det som ikke påvirker den daglige driften.

4.3 Nøkkeltallanalyse

Her skal vi foreta en risiko og lønnsomhetsanalyse hvor vi skal sammenligne Mack med sine nærmeste konkurrenter i samme bransje for å se hvordan de stiller opp mot resten. Først skal vi se på likviditet.

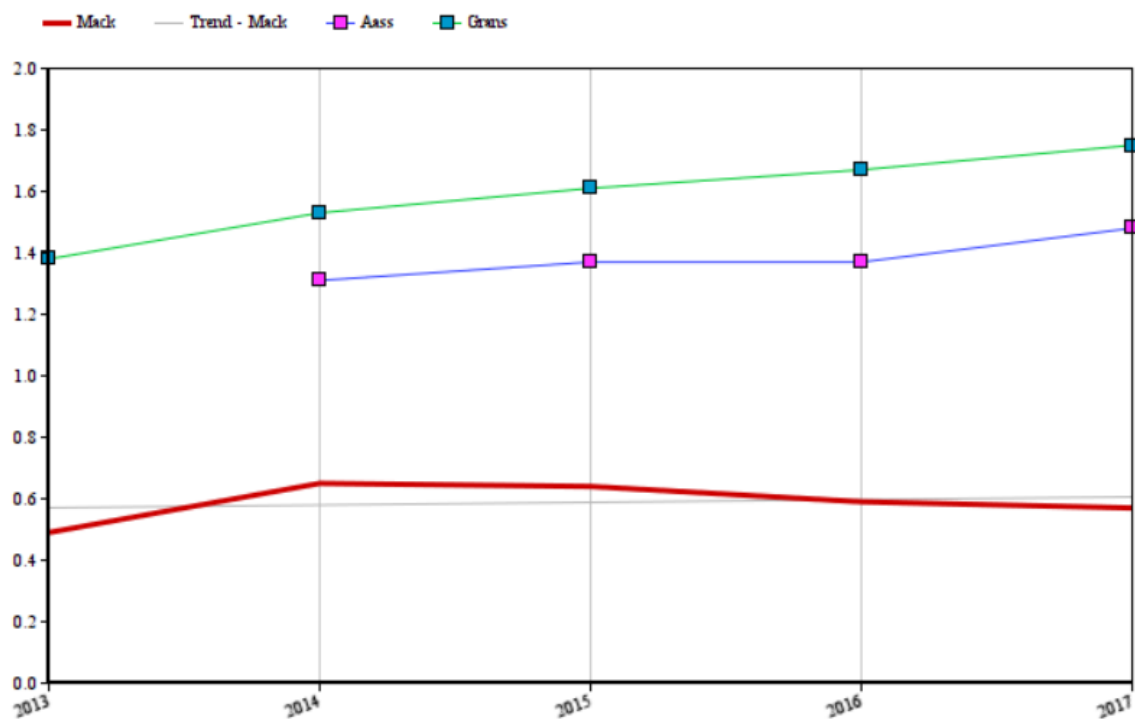
Vi har valgt å sammenligne Mack med sine to nærmeste konkurrenter i øl bryggeri bransjen, Aas Bryggeri AS og Grans Bryggeri AS. I Norge har vi ringnes som er klart størst etterfulgt av en god nummer 2 i Hansa Borg, under de to følger Mack, Aass og Grans alle med lignende omsetning og produksjons størrelse. Øl markedet er litt opp delt etter landsdeler men de alle selger i hele Norge så vi mener å sammenligne Mack mot disse to vil gi et bra inntrykk om hvordan det blir å gå med Mack fremover.

Likviditet

Når vi snakker om likviditet så snakker vi om evnen til å opparbeide kontanter som brukes til betaling av kortsiktig gjeld. Omløpsmidlene består av eiendeler som kan konverteres til kontanter i løpet av kort tid som for eksempel kundefordringer og bankinnskudd. I følge Fladstad og Tofteland er denne analysen brukt for å finne ut hvorvidt selskapet evner å innfri sine kortsiktige forpliktelser innen forfall.(ola nygaard s66 kilde)

Først skal vi sammenligne likviditetsgrad, her bruker vi bare likviditetsgrad 1 ettersom forskjellen mellom 1 og 2 er varelager og vi mener selskapene har god oversikt på hvor mye produkter som skal lages for å fylle ordre. Altså vi mener at de ikke blir å ha massevis av varer på lager som kan være vanskelig å konvertere til kontanter.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{omløpsmidler}}{\text{kortsiktig gjeld}}$$



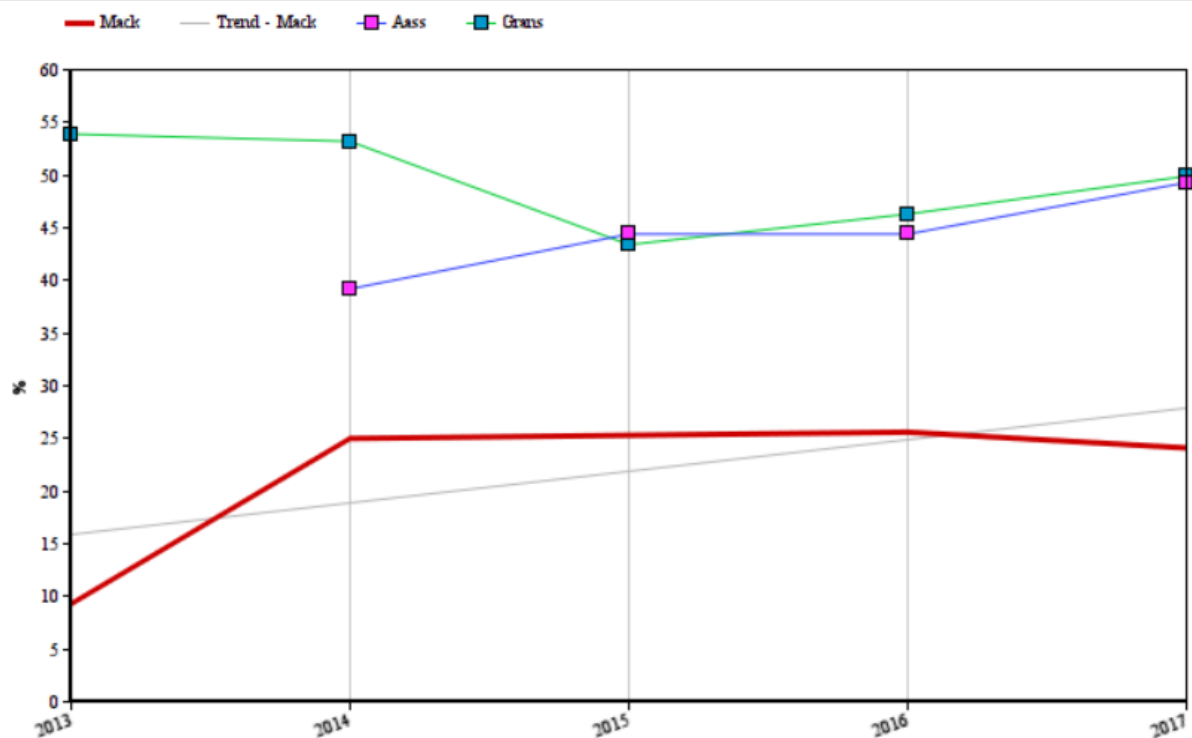
Figur 5: Likviditetsgrad 1

Proff Forvalt sier at likviditetsgrad 1 under 1 er dårlig, mellom 1-1,49 er tilfredsstillende, og bra hvis den er over 1,50. Mack viser til en dårlig likviditetsgrad hvor de har mer kortsiktig gjeld enn sum omløpsmidler. Sammenlignet med konkurransen som ser ut til å ha ingen problem med å betale av kortsiktig gjeld kjapt om de måtte. Likviditeten er definitivt noe Mack må gjøre noe med fremover for å vokse.

Soliditet

Likviditet ser på hvor godt selskapene klarer seg på kort sikt mens soliditet som vi skal se på nå ser på det langsiktige perspektivet. Soliditet sier noe om hvor lenge et selskap kan gå med underskudd. Får å si noe om soliditeten så ser vi på egenkapitalprosenten til selskapene.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{egenkapital}}{\text{totalkapital}}$$



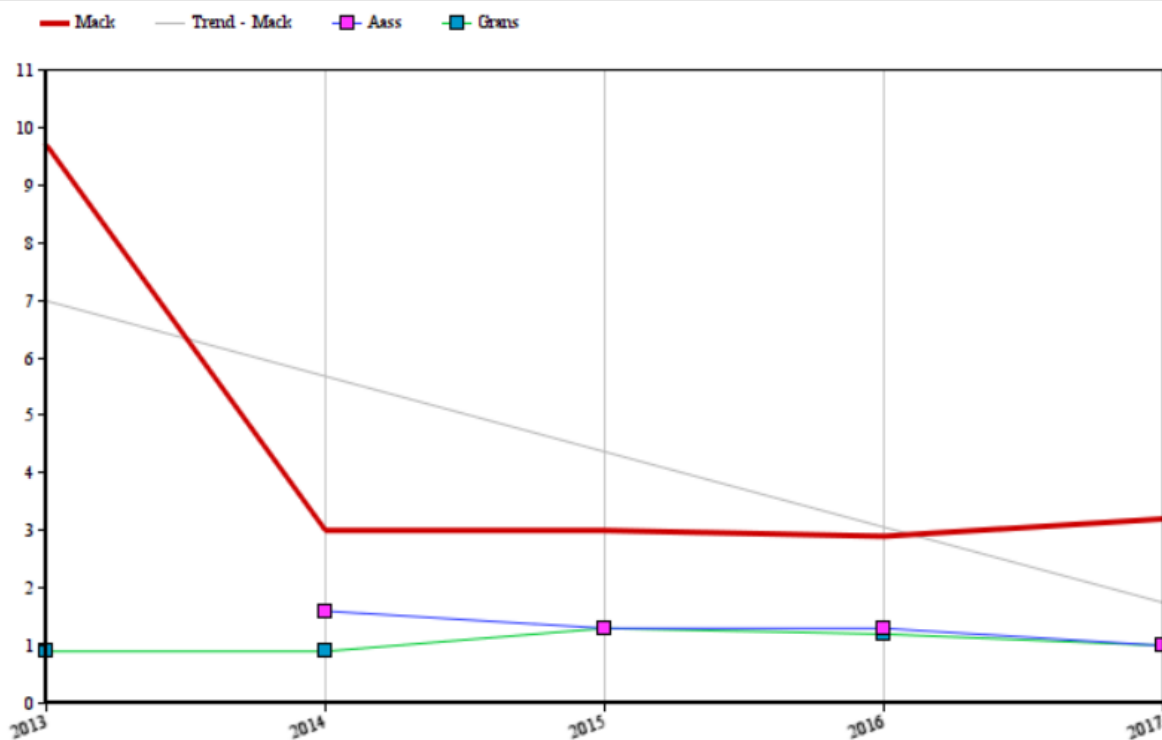
Figur 6: Egenkapitalprosent

Proff Forvalt sier at andelen egenkapital er tilfredsstillende mellom 10-17% mens en gammel tommelfingerregel sier at over 40% er bra. Det finnes et argument mot altfor høy egenkapitalprosent som er at man kan møte skattemessige problemer da finansieringen ikke drar like god nytte av skatteskjold fra rentekostnader. Så det beste er å finne en trygg prosent i forhold til hvilken situasjon man befinner seg i.

Igjen ser vi at Mack kommer dårligst ut selv om etter Proff Forvalt har de opparbeidet seg en prosent over tilfredsstillende med trend oppover, noe som er positivt fremover. Aass og Grans ligger jevnt her også å virker robust langsiktig også, selv om vi mener at denne forskjellen ikke betyr så mye i egenkapitalprosent når bedriften har kommet over en trygg prosent.

Videre skal vi se på hvor mye gjeld selskapene har i forhold til egenkapital, også kalt gjeldsgrad. Her betyr mindre gjeldsgrad mindre risiko fordi antallet kreditorer som kan slå selskapene konkurs er mindre.

$$\text{Gjeldsgrad} = \text{gjeld} / \text{egenkapital}$$



Figur 7: Gjeldsgrad

Gjeldsgraden bør ligge så nært 1 som mulig for minst mulig risiko. Vi ser både Grøns og Aass klarer dette og har svært lav risiko mens Mack i 2013 hadde en usedvanlig høy gjeldsgrad men etter mer innskutt egenkapital i årene etter ser vi at de også nærmer seg 1 på rundt 3 noe som ikke taler for høy risiko. Gjeldsgraden sier at for hver krone finansiert med egenkapital er 3 kroner finansiert med gjeld. At Mack ligger høyere enn de andre er forventet etter så ha sett på egenkapitalprosenten men at de har fått den ned å stabil på 3 er bra for fremtiden selvom de sitter med høyere risiko enn sine nærmeste konkurrenter.

Konklusjon av risikoanalyse

I dette kapitlet har vi sett at Mack ligger et nivå under sine konkurrenter og stiller med mest risiko av selskapene. Mack har derimot en god trend og har beveget seg i riktig retning for hvert år som går. Vi kan si at for øyeblikket så er det ingen stor fare for selskapets soliditet.

4.4 Lønnsomhetsanalyse

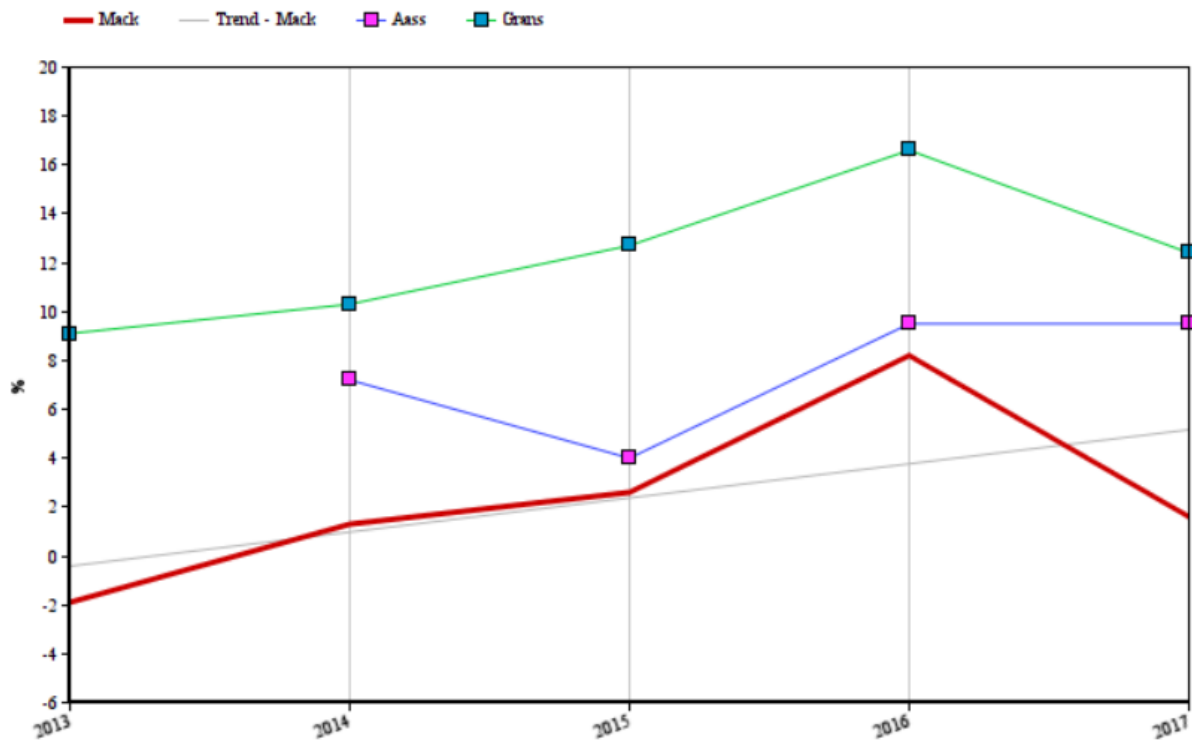
Her skal vi se på selskapets evne til å skape avkastning for videre drift og utbytte til investorer. Det er ingen selskap som kan gå med underskudd i lengre perioder uten å miste investorers vilje til å skyte inn mer egenkapital. Positivt resultat er det som gjør bedrifter attraktive for eksisterende og nye investorer.

Tidligere i oppgaven analyserte vi ROIC som er et viktig parameter for lønnsomhet, nå skal vi se på flere nøkkeltall og sammenligne de med konkurrentene.

Totalkapitalrentabilitet

I følge Fladstad er totalkapitalrentabilitet et mål på hvordan selskapet har forvaltet sine samlede økonomiske ressurser. Dette er selskapets avkastning på summen av eiendeler.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{resultat før finanskostnader}}{\text{gjennomsnittlig totalkapital}}$$



Figur 8: Totalkapitalrentabilitet

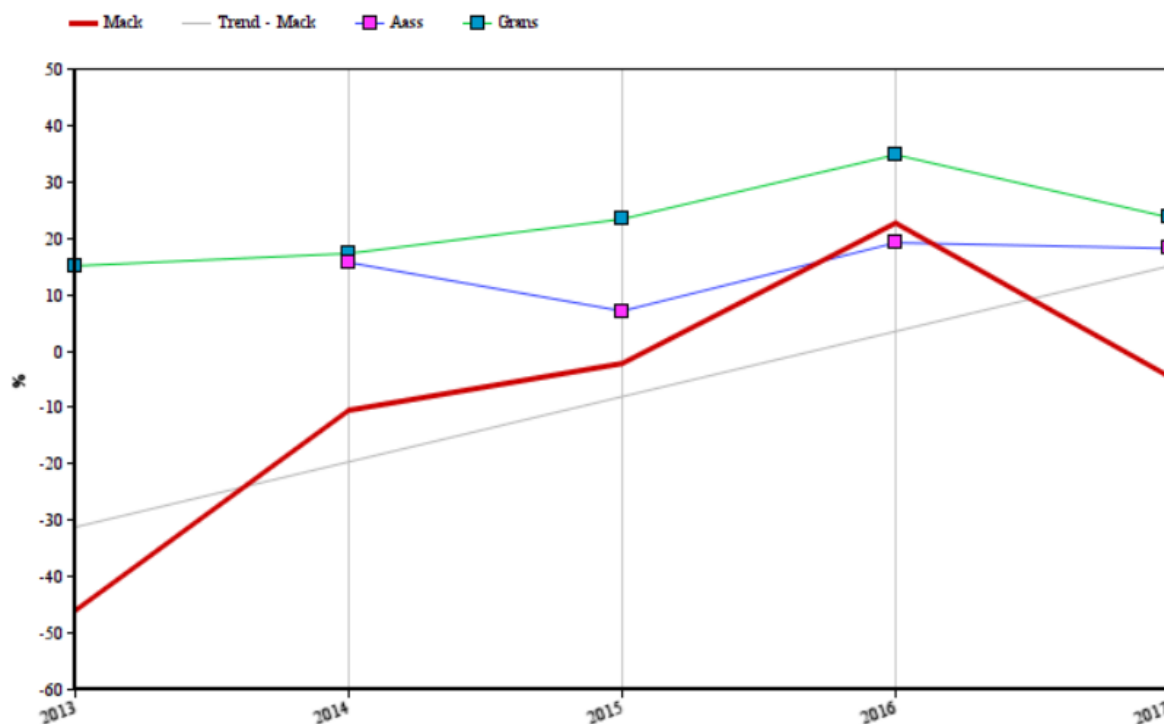
Vi ser igjen at Mack ligger lavere enn sine konkurrenter men igjen ser det ut som de vokser mer for hvert år som går med en liten nedgang i 2017 som virker å ha rammet hele bransjen.

Proff Forvalt sier at 10-15% regnes som et rimelig nivå å ligge på mens 6-10% er tilfredsstillende. Aass ligger i den tilfredsstillende prosenten mens Grans er de eneste som ligger på et bra nivå her. Mack trenger å fortsette å forbedre total kapitalrentabiliteten fremover for å nå en lønnsomhet lik sine nærmeste konkurrenter.

Egenkapitalrentabilitet

Når vi ser på egenkapitalrentabiliteten så ser vi på avkastningen på egenkapitalen alene i forhold til total kapitalrentabiliteten som bare ser på avkastningen på investert kapital. I et selskap er det investorene som sitter med høyest risiko av de som skyter inn penger. Bankene har garanti i sine rentekrav noe investorene ikke har. I forhold til parametere ROIC så vil egenkapitalrentabilitet være mye mindre siden den ikke tar hensyn til det omgrupperte regnskapet vi gjorde tidligere. Siden ROIC bare tar hensyn til selskapets hovedaktivitet så burde investorene legge mer vekt på ROIC enn egenkapitalrentabiliteten. Siden vi ikke har sammenlignet ROIC med konkurransen så kan vi gjøre dette med egenkapitalrentabiliteten.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{årsresultat}}{\text{gjennomsnittlig egenkapital}}$$



Figur 9: Egenkapitalrentabilitet

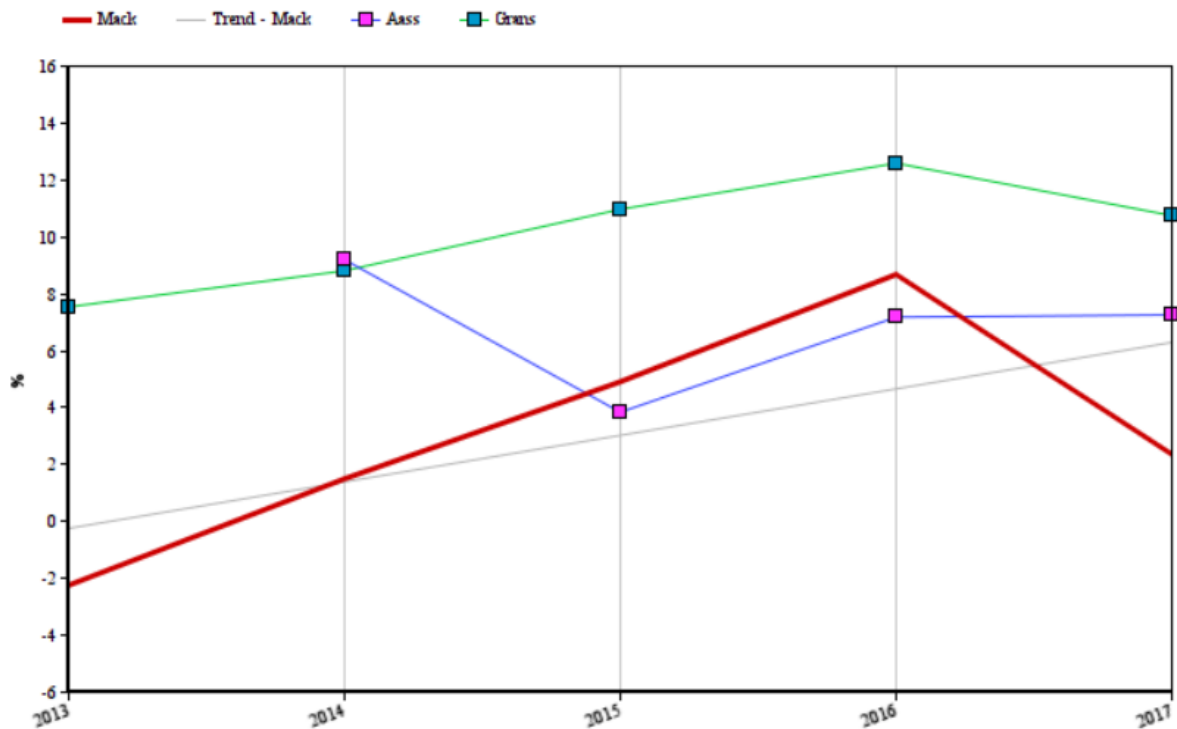
Helt frem til 2016 som vi husker er året med uvanlige store driftsinntekter så ligger Mack langt under sine konkurrenter, noe vi allerede så fra ROIC er at de har vært nede i minus som betyr lite penger tilbake til investorer. Når vi sammenligner tallene med ROIC ser vi at denne grafen kan være veldig skremmende men når det kommer til den daglige driften så har Mack hatt en vekst som begynner å gi positive resultater og kan med samme trend gi avkastning tilbake til investorer. Derfor er det skummelt å stole for mye på enkelte nøkkeltall som ikke gir hele bildet.

Resultatgrad

Resultatgraden viser hvor stor del av hver omsatte krone som er igjen til avkastning til egenkapitalen og godtgjørelse av fremmedkapitalen⁸. Som investor har du lyst på så høy resultatgrad som mulig. Resultatgraden kan forbedres med høyere salg og redusering av kostnader.

⁸ <http://www.experian.no/assets/onetjenester/brochures/nokkeltall-beskrivelse.pdf>. Lastet ned 05.04.19

$$\text{Resultatgrad} = \frac{\text{ordinært resultat} + \text{finanskostnader}}{\text{salgsinntekter}}$$



Figur 10: Resultatgrad

I de siste årene ser vi ganske jevn resultatgrad mellom alle tre selskaper noe som skyldes at Mack har høyest salgsinntekter blant disse tre men sitter på et mye dårligere resultat og høyere kostnader. Resultatgrad på 5-10% er veldig bra og investorer i Grans kan være veldig fornøyd med det, men Mack er igjen den bedriften med mest vekst noe vi har sett på alle nøkkeltallene og er positivt når vi ser frem i tid. En annen ting som investorer i Mack kan være fornøyd med er at de utselger sine konkurrenter, så hvis de kan klare å få ned kostnader og ligne mer på sine konkurrenter i resten av regnskapet så ville Mack kjempet om å være best blant disse tre og bli Norges tredje største bryggeri.

Konklusjon av lønnsomhetsanalyse

Fra lønnsomhetsanalysen ser vi at Mack er minst lønnsom blant sine nærmeste konkurrenter. I 2013 og 2014 ser vi store forskjeller men i 2015, 2016 og 2017 så er de mer eller mindre likt i alle tre nøkkeltall, spesielt resultatgrad og egenkapitalrentabilitet. Mack leverer ikke akkurat fantastiske resultater men har en god trend bak seg. Selskapet har en veldig lav ROIC som gjør de lite attraktive for investorer.

Vi kan konkludere med at selskapets lønnsomhet er veldig lav eller ikke eksisterende på nåværende tidspunkt men at de akkurat kommer ut av rema krisen som rammet de hardt i 2017 og et kostnadskutting initiativ så ser fremtiden lys ut for lønnsomheten i bedriften.

5.0 Fremtidsprognoser

Vi har akkurat analysert de historiske tallene til Mack og beveger oss nå til delen av oppgaven som skal gi oss svar på problemstillingen. Dette er kanskje den viktigste delen av oppgaven hvor vi skal estimere fremtidige regnskapstall for å komme frem til den fremtidige kontantstrømmen. Den fremtidige kontantstrømmen er det som skal fortelle oss verdien på selskapet. De historiske tallene vi har gått igjennom er viktige for å estimere fremtiden men ikke en fasit på hvordan fremtiden blir.

Vi har valgt å bruke Kollers fremgangsmåte for å gjøre en fremtidsprognose⁹. Analyser historisk regnskap og balanse

- 1) Estimer fremtidige driftsinntekter
- 2) Bygg opp resultatregnskap
- 3) Bygg opp balanse og estimer totalt investert kapital
- 4) Estimer egenkapital for å fullføre balanse
- 5) Sett opp ROIC og den frie kontantstrømmen (FCF)

Når vi skal estimere vekst for fremtiden så vektlegger vi prinsippet kalt «mean reversion» som går ut på at vekst vil avta på langsikt. Veksten vil på langsikt bevege seg mot gjennomsnittlig vekst for markedet. Det blir til slutt vanskelig å skaffe seg flere kunder etter som man metter flere markeder.

Vi har valgt fra Kollers anbefaling å estimere regnskapet 10 år frem i tid. Han sier det mest optimale er å estimere fra 10 års historisk regnskap til 15 år frem i tid, vi har valgt å korte dette ned til 5 års historisk regnskap og 10 års fremtids prognoser fordi mangel på

⁹ Koller, Goedhart og Wessels. Valuation, measuring and managing the value of companies (5th ed.). 2010. Side 191

informasjon så langt tilbake tid og store endringer de siste fem årene. Private selskaper er også litt mer ustabil så et estimat hele 15 år frem i tid mener vi blir for vanskelig. Vi velger derfor å legge vekt på nyere tall å ikke se alt for langt inn i fremtiden.

Prognostiserte driftsinnteker

Her er det viktig å legge gode argumenter til grunn for estimert vekst ettersom dette er noe av det mest sensitive vi estimerer i oppgaven. Stor eller liten vekst i driftsinntekter vil gi stort utslag på verdsettelsen.

Det er vanskelig å si hvor mye Mack kan vokse. Vi vet at de mistet store markedsandeler i sør-norge etter Rema krisen men vi vet også at de har vunnet markedsandeler i sverige. De dominerer markedet i Nord-norge så veksten må komme fra Sør-norge primært og eksport til Sverige.

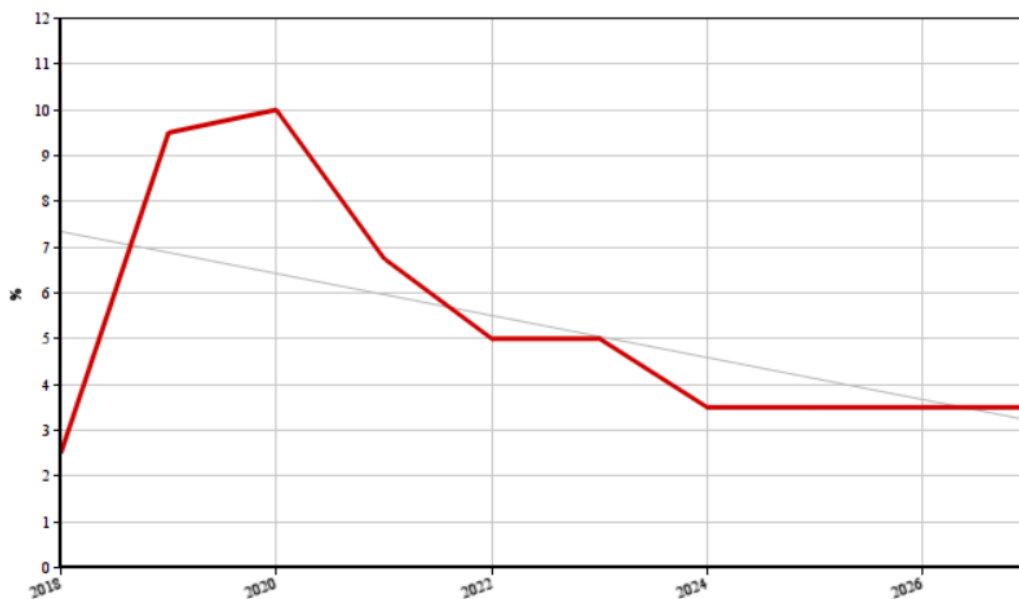
Det er interessant for oss å vite hva bedriften selv tenker om fremtiden noe vi kan lese om i styrets årsberetning 2017 hvor de sier at de har lagt et godt grunnlag for lønnsom omsetningsvekst med målrettet produkt og markedsutvikling. Konkurransen i dagligvaremarkedet er intensivert i et marked med bare tre dagligvarekjeder. Rema implementerte en ny strategi i starten av 2017 som innebar en konsentrasjon av innkjøp på færre store leverandører som medførte et stort bortfall i salgsinntekter for Mack. Året 2017 ble derfor preget av en omstillingsprosess for å redusere kostnader og forsterke satsingen på nye markedsområder for å kompensere for inntektsbortfallet. Mack har de siste årene etablert nasjonal distribusjon i både dagligvare og uteliv, og vekststrategien har gitt betydelig omsetningsvekst innen satsingsområdene.

Mack har i 2017 gjennomført fase 1 av et større investeringsprogram for å øke produksjonskapasitet og innovasjonsevnen, samt forbedre produktkvaliteten. Investeringsprogrammet forventes å forsterke selskapets vekstkraft og effektivitet i årene fremover. De siste fasene i dette programmet ble gjennomført i 2018. Mack forventer full effekt av et omfattende kostnadsreduksjonsprogram i 2019.

Mack har startet et langsiktig arbeid for å utvikle eksport basert på selskapets og produktenes unike historie og opprinnelse. I slutten av 2017 fikk selskapet flere leveringskontrakter i Sverige både på systembolaget og i dagligvare.

Ølmarkedet i Norge viste i 2017 en svak positiv utvikling etter flere år med nedgang. Oppblomstringen av mikrobryggeri i Norge har bidratt til sterk vekst på mer smaksrike produkt og øl får stadig større oppmerksomhet blant forbrukere i media.

Så mye av økte driftskostnader kommer fra investering og kostnadsreduksjonsprogrammene og derfor er styret i Mack veldig positive til fremtiden. Vi gleder oss til å se regnskapstallene fra 2018 for å se hvordan alle tiltakene Mack har gjort har slått ut.



Figur 11: Salgsutvikling

Tabell 2: Salgsvekst i prosent

Optimistisk vekst	Vekst %	Salg
2018	2.50%	kr 300,952.30
2019	9.50%	kr 329,542.77
2020	10%	kr 362,497.05
2021	6.75%	kr 386,965.60
2022	5%	kr 406,313.88
2023	5%	kr 426,629.57

2024	3.50%	kr 441,561.60
2025	3.50%	kr 457,016.26
2026	3.50%	kr 473,011.83
2027	3.50%	kr 489,567.24

Tabellen og figuren over viser vår estimerte optimistiske salgsutvikling for Mack de neste 10 årene på grunnlag av hva Mack har sagt og gjort de siste årene. Vi tar forbehold om at det finnes informasjon som vi ikke har tilgang på som kan endre disse tallene. Vårt estimat tar hensyn til at driften fremover fortsette uten store uvanelige hendelser som en ny rema krise, store oppkjøp eller salg av driften. Estimater viser sterk oppgang i salgsinntekter, spesielt de første 3 årene som er da Mack forventer å se utslag fra både investeringsprogrammet og kostnadsreduksjonsprogrammet. Kontraktene med Svenske leverandører ble som sagt signert i slutten av 2017 som tilsammen med programmene vil gi et stort utslag i de første par årene. Vi mener også at salgstallene i 2017 viser et kunstig lavt nivå på grunn av Rema krisen, noe Mack ikke var forberedt på men noe de har nå hatt tid på å løse.

Etter hoppet i 2019 og 2020 så estimerer vi en svak nedgang til en mer stabil langsiktig vekst på 3,5 %, som vi mener er en sunn årlig vekst i det langeløp.

Skulle vi sett pessimistisk på fremtiden hadde vi fortsatt forventet et hopp i salgsinntekter de fra 2018-2020 men kanskje på 5-8% og en langsiktig vekstrate på nærmere 1-2%. Dette er på grunn av tidligere salgstall som har hatt mellom -2% til 4% økning eller nedgang de siste fem årene. Men disse fem årene har vært uvanelig turbulente noe vi ikke tror de neste 10 årene blir. Vi tror ikke de neste 10 årene blir knirkefrie men litt mer stabile og vi føler Mack har rustet seg bedre enn det de var for 5 år siden.

Vi legger til grunn lite endring i finanspostene fremover ettersom historisk sett har de vært veldig stabil, og vi fortsetter å bruke samme skattesats som når vi regnet ut NOPLAT på 28%.

Prognostisert resultatregnskap

Se vedlegg nr. 7: for hele regnskapet og NOPLAT fra 2018-2027 .

Her ser vi et økende årsresultet for hvert år som går. Vi ser at en liten økning i salgsinntekter uten store utforsigbare kostnader gjør at bedriften blomstrer de neste 10 årene. Selv med disse resultatene så mener vi at dette definitivt ikke er best case scenario, vi blir ikke overrasket om resultatene 2018-2020 er enda bedre enn vårt estimat.

Prognose balanse

De fleste postene i vårt balanse estimat blir beregnet som en andel av driftsinntekter ettersom dette historisk sett har vist seg å ha liten varians. Det finnes noen poster som skiller seg ut i balansen.

Utsatt skattefordel gir uttrykk for den potensielle reduksjon i betalbar skatt som oppstår ved en realisasjon av balansepostene til balanseførte verdier. Den potensielle reduksjonen oppstår når det skattemessige resultatet er høyere enn de regnskapsmessige. Fremførbart underskudd er en typisk utsatt skattefordel. Vi har valgt å ikke ta med utsatt skattefordel på grunn av det er vanskelig å estimere og bedriften begynner å gå i gode overskudd.

Bankinnskudd er en interessant post vi måtte gjøre noe med. Det er den eneste posten som ikke skal beregnes på grunnlag av en annen faktor, men heller alle faktorer i hele regnskapet. I følge Koller må vi bruke konseptet «the plug»(ola nygaard s 97) for at balansen skal balansere når regnskapet er ferdig. Han sier at man må bruke en faktor i balansen gjeld og egenkapital som fungerer som «the plug». Her anbefaler han å bruke nettopp bankinnskuddet siden denne posten kan uansett være vanskelig å finne et godt og realistisk estimat på. Han sier at når vi er ferdig å estimere balansen så vil vi få en balanse som ikke balanserer. Derfor må vi bruke «the plug», eller bankinnskuddet for å utligne denne differansen slik at vi oppnår en balanse i regnskapet.

Dette vil egentlig føre til unaturlige finansinntekter som følge av det som skjer med bankinnskuddet, men vi har tatt hensyn til dette ved å beregne disse som en andel av finanskostnadene.

Dette blir da det siste vi putter inn i balansen og vil ikke gi et realistisk estimat på grunn av en unormal verdi. Det er viktig å forstå at denne ikke påvirker verdsettelsen i noen grad, derfor betyr det ikke noe at den viser unormale verdier. Kapitalstrukturen påvirker nemlig bare verdsettelsen gjennom WACC som regnes separat.

Vi har valgt å behandle egenkapital slik Mack har gjort det de siste fem årene, ved å holde aksjekapital og overkursfond lik det de er nå. Vi regner også opptjent egenkapital likt som Mack har gjort ved å ta årsresultat pluss fjorårets opptjente egenkapital. Slik vokser Mack egenkapitalen med overskudd. Vi har ingen informasjon om utbytter så vi setter heller ikke noe av til utbytte.

Se vedlegg nr. 9: for prognostisert balanse 2018-2027.

5.2 Estimert fri kontantstrøm og ROIC

Fri kontantstrøm og beregning av ROIC finnes i vedlegg nr. 9:

Vi ser at ROIC ikke er så mye større enn historisk sett men er definitivt bedre. Den klatrer litt og litt for hvert år helt til vi kommer til 2024 hvor den avtar, noe som er i tråd med prinsippet om «mean aversion» som viser at selskapet vil bevege seg mot «normalen» på lang sikt. Igjen så hadde ikke vi blitt overrasket over en høyere ROIC de første fem årene før den avtar.

Vi har funnet brutto kontantstrøm ved å legge avskrivninger som tross alt ikke er en kontantbasert kostnad til NOPLAT. For å finne den frie kontantstrømmen justerer vi videre for endringer i den totale investerte kapitalen, det er denne som skal verdsettes.

Avkastningskrav

WACC står for weighted average cost of capital og bestemmer hvor høy avkastning kapitalen må gi for at investeringen skal være lønnsom for investoren. WACC tar hensyn til selskapets finansiering hvor både egenkapital og gjeld vektet etter størrelse for å gi en vektet pris på total kapitalen. For å regne ut WACC må vi finne et estimat på risikofri rente, markedets risikopremie og beta.

Risikofri rente

Det er lettest å finne den risikofrie renten og med risikofri mener vi den høyeste avkastningen man kan oppnå i markedet helt uten risiko. Mange tenker på renten man får ved å sette pengene i banken men vi blir å se på statsobligasjoner for å finne den risikofrie renten.

Tabell 3: Statsobligasjon

	3 år	5 år	10 år
2018	1,15	1,44	1,88
2017	0,77	1,07	1,64
2016	0,61	0,84	1,33
2015	0,76	0,99	1,57

Når vi skal beregne renten må vi først ta noen valg som gjelder investeringshorisont, skattejustering og inflasjonsjustering. Dagens reelle inflasjon ligger rundt 2 %¹⁰ og som sett på tabellen over risikofrie renter vi da en negativ risikofri rente dersom vi skal ta hensyn til inflasjon. Derfor velger vi å ikke justere for inflasjon.

Koller argumenterer for at man skal bruke samme tidsperspektiv på den risikofrie renten som tidsperspektivet til den estimerte kontantstrømmen¹¹, noe som gjør valget vårt enkelt i å bruke 10 årig statsobligasjon som ligger på 1,88%. En norsk investor vil måtte skatte på den risikofrie renten og siden vi har brukt 28% skattesats gjennom hele oppgaven så fortsetter vi her og ender da på en risikofrirente på 1,35%. Det er fortsatt viktig å forstå at det finnes investorer som kan ha forskjellige skatteposisjoner.

¹⁰ <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/> Lastet ned 16.04.19

¹¹ Koller, Goedhart og Wessels. Valuation, measuring and managing the value of companies (5th ed.). 2010. Side 241

Markedets risikopremie

Hvor mye høyere har avkastningen på aksjemarkedet vært i forhold til den risikofrie renten.

Det er stor uenighet om hvordan man estimerer risikopremien korrekt, dette er derfor et usikkert tall som kan variere mye etter hvordan børsen varierer.

Det finnes mange argumenter for å studere historisk risikopremie, men detter er i grunnen ganske problematisk. Historisk sett har børsen hatt en vekstrate som er mye høyere enn det man forventer fremover, og derfor viser den historiske risikopremien seg å være for høy.

Det er ikke bare å regne risikopremien over en kortere periode heller fordi dette ikke gir nok data til et troverdig svar. Problemet er da at dersom vi analyserer historisk data inkluderer vi regnskapsperioder med store konkunktursvingninger som gjør at svaret blir uegnet som estimat for fremtiden.

PWC og Norske Finansanalytikerers Forening har i 2018 utgitt for 8 år på rad en grundig undersøkelse kalt «risikopremien i det norske markedet». Dette er en undersøkelse som baserer seg på svar fra 136 av NFFs 1101 medlemmer. Formålet er å få et innblikk i norske aktørers oppfatning av størrelsen på blant annet markedsrisikopremien¹². Undersøkelsen i 2018 kom frem til et vektet gjennomsnitt på 5%, vi mener dette høres ut som et rimelig og troverdig estimat.

Beta

Beta er et mål som viser kursvariasjon mellom en spesifikk aksje og resten av aksjemarkedet. Den forteller da hvor risikabel en aksje er i forhold til hovedindeksen på børsen. For eksempel vil en betaverdi på 1,3 bety at dersom hovedindeksen stiger så vil den gitte aksjen gjøre det 30% bedre enn hovedindeksen og omvendt dersom hovedindeksen synker.

Altså vil en aksje med høy beta regnes som ha høy volatilitet, mens en beta under 1 regnes som mindre risikabel men lavere mulighet for høy avkastning.

Den vanligste måten å regne ut betaen er ved en regresjonsanalyse av aksjen og hovedindeksen over en periode. Her er det mange valg man må ta om hvilke observasjoner man vil ta som gjør at betaen kan svinge veldig og det er veldig lett å få et feil estimat. Dette

¹² <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien-2018.html> Lastet ned 03.05.19

trenger ikke vi å tenke på ettersom Mack ikke er børsnotert å vil da være nesten umulig å sammenligne med hovedindeksen å få et troverdig estimat.

Løsningen for oss blir da å bruke såkalte bransjebetaer. Her har man plassert en rekke selskap innenfor samme bransje som i vårt tilfelle blir drikkevarer (alkohol). Så blir betaen for hvert selskap regnet ut for å så utgjøre en samlet gjennomsnittsbeta for denne bransjen. Problemet her er at mange av selskapene ligger ikke nært gjennomsnittet og vi kan ikke vite om Mack er en av de.

Levered bransjebetaen for «Beverage (Alcoholic)» er på 1,30 og baserer seg på 31 målte selskaper¹³.

Vi hadde følt oss bedre om vi kunne sammenlignet denne betaen mot en regresjonsanalyse siden en liten endring i beta fører til store endringer i verdsettelsen. Å finne en beta er en av de største utfordringene med å verdsette et privat selskap. Men siden dette ikke lar seg gjøre velger vi å gå videre med en beta på 1,30, men vi tar forbehold om dette kan være upresist.

Beregning av CAPM

Tabell 4: CAPM

Beta	1.3
Markedsrisikopremie	5.0%
Risikofri rente	1.35%
CAPM	7.85%

Etter en beregning av CAPM finner vi et avkastningskrav på egenkapital på 7,85%. Dette estimatet kan være svært usikkert på grunn av betaen.

Avkastningskrav på gjeld

Når vi skal regne ut avkastningskravet på gjeld så er det tre metoder man kan bruke. Den første tar i bruk selskapets utestående obligasjoner, den andre regner ut gjennomsnittlig rente ved å dele rentekostnaden på rentebærende gjeld og den siste metoden er å vurdere kredittrating og bruke dette som et risikotillegg til den risikofrie renten.

¹³ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html Lastet ned 23.03.19

Mack har ikke utestående obligasjoner så den metoden går ikke mens metode to kan vi bruke ettersom vi har oversikt over tallene vi trenger.

Tabell 5: Gjeldsrente

	2013	2014	2015	2016	2017
Kostnader gjeld	9075	10367	11295	9111	11163
Rentebærende gjeld	172516	158961	169482	183747	217190
Gjeldsrente	5.26%	6.52%	6.66%	4.96%	5.14%
2013-2017	5.71%				

Her trenger vi den gjennomsnittlige rentekostnaden som er regnet frem til 5,71%.

Beregning av WACC

Vi har nå beregnet alle tallene vi trenger for å kalkulere WACC.

$$WACC = \left(\frac{D}{V}\right) k_g(1 - Tm) + \left(\frac{E}{V}\right) k_e$$

D=Annen kortsiktig gjeld-garantiavsetning=22 548-32=22 516

E=101 282

V=E+D= 123 798

WACC = (22516/123798)*0,057*(1-0,28)+(101282/123798)*0,0785= **7,16 %**

6.0 Verdsettelse

Vi vil nå presentere den estimerte verdien av Mack Ølbryggeri AS på bakgrunn av alle estimaten vi allerede har regnet. Vi bruker kontantstrømbaserte modellen for å finne verdien og multiplikatorvurderinger for sammenligne resultatet fra kontantstrømbaserte modellen.

6.1 Verdsatt kontantstrøm

Se vedlegg nr. 10: For den endelige diskonterte kontantstrømmen.

Vi har brukt WACC somo diskonteringsrente og diskonert fra 2018-2026. Når vi kommer til siste året 2027, så har vi regnet ut en terminalverdi ved bruk av Gordons vekstformel for å regne ut terminalverdi:

$$TV = \frac{\text{Cash flow siste år} \cdot (1 + \text{vekstrate})}{\text{diskonteringsrate} - \text{vekstrate}}$$

Vi har nå en diskontert kontantstrøm på **kr. 98.614.000** og en terminalverdi på **kr. 689.717.000**. Her ser vi at terminalverdien er flere ganger større enn kontantstrømverdien, noe som er forventet. Dette er fordi at selskapet ikke slutter å eksistere etter år 2027.

Terminalverdien skal ta hensyn til at selskapet i prinsippet skal vare evig.

Videre nå må gjøre en midtårsjustering for både kontantstrøm og terminalverdi:

$$= (98614 + 689717) \cdot ((1 + \text{WACC})^{0,5} - 1) = \mathbf{27734}$$

Vi har nå kommet frem til en Enterprise Value. For å finne den endelige verdien av egenkapitalen må vi nå legge til finansielle eiendeler og trekke i fra finansiell gjeld. Dette for at postenen ikke blir inkludert i den justerte og diskonterte kontantstrømmen. Dersom selskapet skulle ha stående mye penger i overflødige kontanter er det ikke rimelig at dette beløpet ikke skal legges til selskapsverdien. På samme måte må finansiell gjeld trekkes fra fordi ingen ønsker å overta en stor gjeldspost uten å få denne trukket fra selskapsprisen først.

Tabell 6: Verdi av Mack Ølbryggeri AS

Verdi av Mack Ølbryggeri AS	
	kr
Nåverdi FCF	98,614,000.00
	kr
Nåverdi terminalverdi	689,717,000.00
	kr
Midtårsjustering	27,734,000.00
Enterprise value	816,065,000.00
	kr
Eiendeler, ikke drift	113,667,000.00
	kr
Finansiell gjeld	98,617,000.00
Verdi av selskapets egenkapital	603,781,000.00
Antall aksjer	30400
	kr
Pris per aksje	19,861

Mack Ølbryggeri AS' egenkapital har en verdi på kr. 603.781.000 eller kr. 19.861 per aksje.

6.2 Verdsettelse basert på multiplikatorer

I dette kapittelet skal sette verdsettelsen vår på prøve med å sammenligne multiplikatorer med et selskap som ligner Mack men er børsnotert. Det blir som en kvalitetskontroll av resultatet fra DCF. Dette er en enkel og kjapp metode for å estimere verdien på et selskap, som ofte er ganske spot on men selvfølgelig også kan ta grundig feil.

Vi hadde håpet på å finne flere selskaper som var i samme bransje og lignende størrelse som Mack men dette viste seg å være veldig vanskelig. Vi fant bare et, danske Harboes Bryggeri B A/S. Problemet ligger i at bryggeri på størrelsen til Mack er som regel ikke børsnoterte. Vi er klar over at en multiplikatoranalyse med kun et selskap kan bli tynt men det viser likevel metoden på god måte.

P/E metoden

Tabell 7: P/E metoden

	Harboes	Mack
Price/earnings ratio	143,45	208,12
Verdi basert på Harboes		kr 416,148,000.00

Beregningen ble gjort ved å multiplisere Harboes P/E ratio med Macks driftsresultat i 2017. dette gir da en verdi på kr. 416.148.000 eller en verdi per aksje på kr. 13.689.

Vi ser da at multiplikatoren gir oss en lavere verdi med ca 200 millioner noe som er ganske stort.

EV/EBITDA metoden

Tabell 8: EV/EBITDA ratio

	Harboes	Mack
EV/EBITDA ratio	12,73	56,12
Verdi basert på Harboes		kr 185,107,000.00

Selskapsverdien blir med denne metoden kr. 185.107.000. eller kr. 6 089 per aksje. Denne blir enda lavere og undervurderer selskapet enda mer sammenlignet med diskonterte kontantstrømmen.

Begge resultatene er ganske langt unna hva vi fikk. Dette får oss til å tvile litt på om resultatet vårt er realistisk og troverdig. Men det vi må huske er at vi bare har sammenlignet med 1 selskap, dette gjør at vi burde ikke stole 100% på disse resultatene.

7.0 Konklusjon

Med den strategiskeanalysen og regnskapsanalysen har vist oss at selskapet har det som trengs for å generere fremtidige kontantstrømmer. Selskapet har vært i gjennom mye de siste årene men har fortsatt hatt en positiv trend, og nå som de har kommet seg gjennom noen tøffe år så sitter de i en bra posisjon for å vokse fremover. De har tatt initiativ for å fikse problemene sine med høye kostnader og tar steg inn i nye markeder. De har en lav ROIC noe som kan skyldes bransjen som har lave marginer på solgte produkter med de store avgiftene som finnes.

Mack henger med konkurrentene i nøkkeltallsanalysen men ligger et lite nivå under. De slite med lønnsomhet men holder en god soliditet. Mack har også best fremgang de siste årene i nesten alle nøkkeltallene, noe som kanskje er forventet når de ligger etter men fortsatt veldig positivt.

Når vi gjennomførte verdsettelsen så brukte vi diskontert fri kontantstrøm og total kapitalmetoden innenfor denne metoden. Vi valgte også å kvalitetsikre med en multiplikatoranalyse. Denne metoden er mye mindre vitenskapelig, men kan gi en pekepinne om hvor vi ligger. Vi brukte P/E og EV/EBITDA som multiplikatorer fordi disse var enkle tall å hente rett fra Nordnet.no og Fincanceyahoo.com. Vi tok ikke hensyn til regnskapsåret 2018 da dette i skrivende stund ikke er offentlig.

Vi har fastsatt verdien på Mack Ølbryggeri AS på kr. 603.781.000 eller kr. 19.861 per aksje. Multiplikatoranalysen ble ingen suksess ettersom resultatene ga store avvik fra verdien i DCF modellen. Men vi er klar over at en multiplikatoranalyse med 1 selskap ikke gir no godt grunnlag og vi stoler mer på hva vi har estimert med DCF.

8.0 Litteraturliste

Boye, Knut og Meyer, B. (2008). *Fusjoner og oppkjøp. 1. utgave*. Cappelen Damm AS.

Damodaran, Aswath. (2012) *Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset 3rd edition*. John Wiley Sons Inc.

Hylje Mortensen og Vidar Johnsen: *Norsk øl*. Tun forlag 2009. [ISBN 978-82-529-3286-7](https://www.isbn-international.org/details/9788252932867)

Johnson, Gerry, Whittington, Richard og Scholes, Kevan. (2011). *Exploring Strategy. 9. utgave*. FT Prentice Hall.

Johnson, Whittington og Scholes. (2011) *Exploring Strategy ninth edition*.

Kaldestad, Yngve og Møller, Bjarne. (2011). *Verdivurdering, Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper. 1. utgave*. DnR Kompetanse AS.

Koller, Tim, Goedhart, Marc og Wessels, David. (2010). *Valutation, measuring and managin the value of companies. 5. utgave*. McKinsey & Company.

Penman, H.S.(2010) *Financial Statement Analysis and Security Valuation(4th edition)*. New York: McGraw-Hill

Pinto, J.E., Henry, E., Robinson, T. R., Stowe, J. D. & Wilcox, S. E. (2015) *Equity Asset Valuation 3rd edition*. John Wiley Sons Inc.

Årsregnskap Mack Ølbryggeri AS 2013

Årsregnskap Mack Ølbryggeri AS 2014

Årsregnskap Mack Ølbryggeri AS 2015

Årsregnskap Mack Ølbryggeri AS 2016

Årsregnskap Mack Ølbryggeri AS 2017

8.1 Internetkilder

http://drikkeglede.no/tall_og_fakta/

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html

https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/298954/Asbjornsen_JanErik_Zachariasen_AndreasAlm.pdf?sequence=3&isAllowed=y

<https://finance.yahoo.com/quote/HARB-B.CO/key-statistics?p=HARB-B.CO>

<https://no.tradingeconomics.com/norway/government-bond-yield>

<https://pestleanalysis.com/disadvantages-of-pestle-analysis/>

https://studenttheses.cbs.dk/xmlui/bitstream/handle/10417/3656/paw_oskar_gottenborg_bruun.pdf?sequence=1

https://studenttheses.cbs.dk/xmlui/bitstream/handle/10417/3656/paw_oskar_gottenborg_bruun.pdf?sequence=1

https://uis.brage.unit.no/uis-xmlui/bitstream/handle/11250/299028/Nygaard_Ola.pdf?sequence=3&isAllowed=y

<https://www.dagbladet.no/nyheter/katastrofear-for-norsk-ol/70073369>

<https://www.investopedia.com/articles/investing/103116/pitfalls-porters-5-forces.asp>

<https://www.mack.no/historie>

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

<https://www.omssystembolaget.se/om-systembolaget/foretagsfakta/forsaljningsstatistik/>

<https://www.proff.no/regnskap/aass-bryggeri-as/drammen/vin-%C3%B8l-og-brennevin/IF3E9610ENI/>

<https://www.proff.no/regnskap/grans-bryggeri-as/sandefjord/vin-%C3%B8l-og-brennevin/IG9LFD40ENI/>

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien-2018.html>

<https://www.ssb.no/alkohol>

9.0 Vedlegg

Vedlegg nr. 1: Konsernkart



Vedlegg nr. 2 Resultatregnskap 2013-2017

Mack Ølbryggeri AS resultatregnskap	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Driftsinntekter</i>					
	kr	kr	kr	kr	kr
Salgsinntekter	577,922.00	574,676.00	578,526.00	719,660.00	708,883.00
	-kr	-kr	-kr	-kr	-kr
Øl og mineralvannsavgifter	262,943.00	316,403.00	330,124.00	438,325.00	426,873.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Annen Driftsinntekt	15,859.00	11,025.00	4,110.00	23,131.00	5,801.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Sum Driftsinntekt	330,838.00	269,298.00	252,512.00	304,466.00	287,811.00
<i>Driftskostnader</i>					
	kr	kr	kr	kr	kr
Varekostnader	157,617.00	94,384.00	97,088.00	113,644.00	116,987.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Lønnskostnader	72,323.00	74,821.00	66,730.00	68,913.00	69,987.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Avskrivninger	15,341.00	12,724.00	13,476.00	14,737.00	17,442.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Andre driftskostnader	93,614.00	84,771.00	69,456.00	77,391.00	80,495.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Sum Driftskostnader	338,895.00	266,700.00	246,750.00	274,685.00	284,911.00
	-kr	kr	kr	kr	kr
Driftsresultat	8,057.00	2,598.00	5,762.00	29,781.00	2,900.00
<i>Finansinnt. Og -Kostnader</i>					
	kr	kr	kr	kr	kr
Sum finansinntekt	2,273.00	1,633.00	1,467.00	1,631.00	3,621.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Sum finanskostnad	9,075.00	10,367.00	9,179.00	9,111.00	11,163.00
	-kr	-kr	-kr	-kr	-kr
Netto finansposter	6,802.00	8,734.00	7,712.00	7,480.00	7,542.00
	-kr	-kr	-kr	kr	-kr
Resultat før skatt	14,859.00	6,136.00	1,950.00	22,301.00	4,642.00

	kr	kr	-kr	kr	-kr
Skatt	1,279.00	-	3,272.00	6,976.00	409.00
	-kr	-kr	kr	kr	-kr
Årsresultat	16,138.00	6,136.00	1,322.00	15,325.00	4,233.00

Vedlegg nr. 3 Balanse, eiendeler 2013-2017

Eiendeler	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Immaterielle eiendeler</i>					
	kr	kr	kr	kr	kr
Forskning og utvikling	-	-	-	5,128.00	9,175.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Utsatt skattefordel	37,191.00	37,191.00	40,463.00	35,415.00	35,824.00
Sum immaterielle eiendeler	37,191.00	37,191.00	40,463.00	40,543.00	44,999.00
<i>Varige driftsmidler</i>					
	kr	kr	kr	kr	kr
Tomter, bygg, annen fast eiendom	3,879.00	5,802.00	4,336.00	14,111.00	13,030.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Maskiner og anlegg	133,502.00	127,137.00	120,576.00	125,382.00	126,630.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Driftsløsøre, inventar, verktøy	12,807.00	14,049.00	13,848.00	15,131.00	15,909.00
Sum varige driftsmidler	150,188.00	146,988.00	138,760.00	154,624.00	155,569.00
<i>Finansielle anleggsmidler</i>					
	kr	kr	kr	kr	kr
Investeringer i datterselskap	400.00	15,470.00	15,470.00	1,400.00	1,400.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Investeringer i tilknyttet selskap	25,000.00	30,432.00	30,432.00	30,432.00	31,932.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Investeringer i aksjer og andeler	171.00	12,671.00	13,734.00	12,676.00	12,676.00
Obligasjoner, Pensjonmidler og andre fordringer	6,726.00	8,355.00	8,961.00	64,177.00	67,659.00
Sum finansielle anleggsmidler	32,297.00	66,928.00	68,597.00	108,685.00	113,667.00
Sum anleggsmidler	219,676.00	251,107.00	247,820.00	303,852.00	314,235.00

Omløpsmidler

	kr	kr	kr	kr	kr
Sum varer	22,672.00	29,664.00	29,576.00	33,334.00	33,459.00

Fordringer

	kr	kr	kr	kr	kr
Kundefordringer	37,892.00	34,077.00	47,599.00	65,881.00	65,206.00
Andre fordringer	4,207.00	5,059.00	5,378.00	7,514.00	7,567.00
Fordringer innen konsern	10,969.00	36,273.00	27,991.00	-	-
Sum fordringer	53,068.00	75,409.00	80,968.00	73,395.00	72,773.00

Bank, kontanter

	kr	kr	kr	kr	kr
Sum bank kontanter	1,544.00	1.00	3.00	934.00	1.00

	kr	kr	kr	kr	kr
Sum omløpsmidler	77,284.00	105,074.00	110,547.00	107,663.00	106,233.00

	kr	kr	kr	kr	kr
Sum eiendeler	296,960.00	356,181.00	358,367.00	411,515.00	420,468.00

Vedlegg nr. 4: Balanse, gjeld og EK 2013-2017

Gjeld og egenkapital	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Innskutt egenkapital</i>					
	kr	kr	kr	kr	kr
Aksjekapital	38,000.00	39,520.00	39,520.00	39,520.00	39,520.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Overkurs	-	32,481.00	32,481.00	32,481.00	32,481.00
Annen innskutt egenkapital	kr	kr	kr	kr	kr
	-	17,300.00	17,300.00	17,300.00	17,300.00
Sum innskutt egenkapital	kr 38,000.00	kr 89,301.00	kr 89,301.00	kr 89,301.00	kr 89,301.00
<i>Opptjent egenkapital</i>					
	-kr	kr	kr	kr	kr
Annen egenkapital	10,313.00	-	1,322.00	16,212.00	11,980.00
Sum opptjent egenkapital	-kr 10,313.00	kr -	kr 1,322.00	kr 16,212.00	kr 11,980.00
Sum egenkapital	kr 27,687.00	kr 89,301.00	kr 90,623.00	kr 105,513.00	kr 101,281.00
<i>Langsiktig gjeld</i>					
Gjeld til kredittinstitusjoner	kr 112,000.00	kr 103,662.00	kr 93,947.00	kr 124,554.00	kr 131,948.00
Sum langsiktig gjeld	kr 112,000.00	kr 103,662.00	kr 93,947.00	kr 124,554.00	kr 131,948.00
<i>Kortsiktig gjeld</i>					
Gjeld til kredittinstitusjoner	kr 60,516.00	kr 55,299.00	kr 75,535.00	kr 59,193.00	kr 85,242.00
Leverandørgjeld	kr 30,413.00	kr 27,566.00	kr 22,813.00	kr 26,980.00	kr 21,270.00
Skyldige offentlige avgifter	kr 39,565.00	kr 49,525.00	kr 48,853.00	kr 63,036.00	kr 58,177.00
Annen kortsiktig gjeld	kr 26,779.00	kr 30,828.00	kr 26,594.00	kr 32,237.00	kr 22,548.00

	kr	kr	kr	kr	kr
Sum kortsiktig gjeld	157,273.00	163,218.00	173,795.00	181,446.00	187,237.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Sum gjeld	269,273.00	266,880.00	267,742.00	306,000.00	319,185.00
	kr	kr	kr	kr	kr
Sum egenkapital og gjeld	296,960.00	356,181.00	358,365.00	411,513.00	420,466.00

Vedlegg nr. 5: Omgruppert balanse

	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsrelaterte					
omløpsmidler	75740	106074	110545	106729	106232
Driftsrelatert kortsiktig					
gjeld	69978	77091	71666	90016	79447
Driftsrelatert					
arbeidskapital	5762	28983	38879	16713	26785
Driftsrelaterte					
anleggsmidler	187379	184179	179233	190039	191393
Driftsrelatert langsiktig					
gjeld	0	0	0	0	0
Netto anleggsmidler	187379	184179	179223	190039	191393
Investert kapital	193141	213162	218102	206752	218178
Finansielle anleggsmidler	32297	66928	68597	108685	113667
Finansielle omløpsmidler	1544	3	1	934	1
Finansielle eiendeler	33841	66931	68598	109619	113668
Totalt investert kapital	226982	280093	286700	316371	331846
Egenkapital	27687	89301	90623	105513	101281
Finansiell kortsiktig gjeld	87295	87130	102130	86304	98617
Finansiell langsiktig gjeld	112000	103662	93947	124554	131948
Totalt investert kapital	226982	280093	286700	316371	331846

Vedlegg nr. 6: Omgruppert resultat

	2013	2014	2015	2016	2017	
Justerte	kr	kr	kr	kr	kr	
driftsinntekter	314,979.00	258,273.00	248,402.00	281,335.00	282,010.00	
	kr	kr	kr	kr	kr	
Varekostnader	157,617.00	94,384.00	97,088.00	113,644.00	116,987.00	
	kr	kr	kr	kr	kr	
Lønnskostnader	72,323.00	74,821.00	66,730.00	68,913.00	69,987.00	
Andre	kr	kr	kr	kr	kr	
driftskostnader	93,614.00	84,771.00	69,456.00	77,391.00	80,495.00	
	-kr	kr	kr	kr	kr	
Justert EBITDA	8,575.00	4,297.00	15,128.00	21,387.00	14,541.00	
Justerte	kr	kr	kr	kr	kr	
avskrivninger	15,341.00	12,724.00	13,476.00	14,737.00	17,442.00	
	-kr	-kr	kr	kr	-kr	
Justert EBIT	23,916.00	8,427.00	1,652.00	6,650.00	2,901.00	
			kr	kr		
Driftsrelatert skatt	kr	- kr	- 462.56	1,862.00	kr	-
	-kr	-kr	kr	kr	-kr	
NOPLAT	23,916.00	8,427.00	1,189.44	4,788.00	2,901.00	

Vedlegg nr. 7: Prognostisert resultatregnskap

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsinntekter	300952	329543	362497	386965	406313	426629	441561	457016	473012	489567
Varekostnader	119912	131303.6	144434	154183.3	161892.5	168368.2	174261	180360.2	186672.8	193206.3
Lønnskostnader	71737	78552.02	86407.22	92239.7	96851.69	100725.8	104251.2	107899.9	111676.4	115585.1
Andre driftskostnader	82507	90345.17	99379.68	106087.8	111392.2	115847.9	119902.6	124099.2	128442.6	132938.1
EBITDA	26796	29342.18	32276.1	34454.19	36176.65	41687.19	43146.23	44656.71	46220.14	47837.42
Avskrivninger	17878	19576.41	21534.05	22987.6	24136.98	25102.46	25981.04	26890.38	27831.54	28805.65
EBIT	8918	9765.77	10742.05	11466.59	12039.67	16584.73	17165.18	17766.33	18388.59	19031.77
Finansinntekt	3711	4063.545	4469.9	4771.618	5010.199	5210.607	5392.978	5581.732	5777.093	5979.291
Finanskostnad	11442	12528.99	13781.89	14712.17	15447.77	16065.69	16627.98	17209.96	17812.31	18435.74
Resultat før skatt	1187	1300.325	1430.057	1526.039	1602.091	5729.654	5930.177	6138.099	6353.372	6575.32
Skattekostnad	332.36	364.091	400.4161	427.2909	448.5854	1604.303	1660.45	1718.668	1778.944	1841.09
Årsresultat	854.64	936.234	1029.641	1098.748	1153.505	4125.351	4269.728	4419.431	4574.428	4734.23

Vedlegg nr. 8: Prognostisert balanse

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<i>Driftsrelaterte omløpsmidler</i>										
Varebeholdning	34295	37553	41308.3	44096.6	46301.5	48153.5	49838.9	51583.3	53388.7	55257.3
Kundefordringer	66836	73185.4	80504	85938	90234.9	93844.3	97128.8	100528	104047	107688
Konsumentlån	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Andre kortsiktige fordringer	7756	8492.82	9342.1	9972.69	10471.3	10890.2	11271.3	11665.8	12074.1	12496.7
Forskuddsbetalte kostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sum driftsrelaterte omløpsmidler	108887	119231	131154	140007	147008	152888	158239	163777	169510	175442
<i>Driftsrelatert kortsiktig gjeld</i>										
Leverandørgjeld	21801	23872.1	26259.3	28031.8	29433.4	30610.7	31682.1	32791	33938.7	35126.5
Offentlige avgifter	59631	65295.9	71825.5	76673.8	80507.5	83727.7	86658.2	89691.3	92830.5	96079.5
Sum driftsrelatert kortsiktig gjeld	81432	89168	98084.8	104706	109941	114338	118340	122482	126769	131206
Driftsrelatert arbeidskapital	27455	30063	33070	35302	37067	38550	39899	41295	42741	44236
<i>Driftsrelaterte anleggsmidler</i>										
Maskiner og inventar	146102	159982	175980	187858	197251	205141	212321	219753	227444	235405
Tomt, bygg og annen fast eier	133639	146335	160968	171834	180425	187642	194210	201007	208042	215324
Sum driftsrelaterte anleggsmidler	279741	306316	336948	359692	377677	392784	406531	420760	435486	450728
<i>Driftsrelatert langsiktig gjeld</i>										
Annen langsiktig gjeld	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utsatt skatt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sum driftsrelatert langsiktig gjeld	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Netto anleggsmidler	279741	306316	336948	359692	377677	392784	406531	420760	435486	450728
Investert kapital	307196	336380	370018	394994	414743	431333	446430	462055	478227	494965
<i>Finansielle anleggsmidler</i>										
Totale finansielle anleggsmidler	116508	127576	140334	149806	157297	163589	169314	175240	181374	187722
<i>Finansielle omløpsmidler</i>										
Bankinnskudd	93238	109219	127686	141066	151361	156853	161338	165976	170777	175745
Sum finansielle omløpsmidler	93238	109219	127686	141066	151361	156853	161338	165976	170777	175745
Finansielle eiendeler	23270	18357	12648	8740.5	5935.4	6735.7	7976.2	9263.8	10597	11976
Totalt investert kapital	330466	354737	382665	403734	420679	438069	454406	471319	488824	506941
<i>Egenkapital</i>										
Aksjekapital	39520	39520	39520	39520	39520	39520	39520	39520	39520	39520
Opptjent egenkapital	12834	13770	14799	15897	17050	21175	25444	29863	34437	39171
Overkursfond	32481	32481	32481	32481	32481	32481	32481	32481	32481	32481
Egenkapital	84835	85771	86800	87898	89051	93176	97445	101864	106438	111172
<i>Finansiell langsiktig gjeld</i>										
Gjeld til kreditinstitusjoner	135247	148095	162905	173901	182596	189900	196547	203426	210546	217915
Sum finansiell langsiktig gjeld	135247	148095	162905	173901	182596	189900	196547	203426	210546	217915
<i>Finansiell kortsiktig gjeld</i>										
Gjeld til kreditinstitusjoner	87272	95562.8	105119	112215	117825	122538	126827	131266	135861	140616
Betalbarskatt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Annen kortsiktig gjeld	23112	25307.6	27838.4	29717.5	31203.4	32451.5	33587.3	34762.9	35979.6	37238.8
Sum finansiell kortsiktig gjeld	110384	120870	132958	141932	149029	154990	160415	166029	171840	177854
Finansiell gjeld	245631	268966	295863	315833	331625	344890	356961	369455	382386	395769
Totalt investert kapital	330466	354737	382663	403731	420676	438066	454406	471319	488824	506941

Vedlegg nr. 9: ROIC og FCF

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EBIT	8918	9766	10742	11466	12040	16585	17165	17766	18388	19032
Skatt	2497.04	2734.48	3007.76	3210.48	3371.2	4643.8	4806.2	4974.48	5148.64	5328.96
NOPLAT	6421	7032	7734	8256	8669	11941	12359	12792	13239	13703
ROIC	1.94%	1.98%	2.02%	2.04%	2.11%	2.73%	2.72%	2.71%	2.71%	2.70%

Vedlegg nr. 10: Diskontert fri kontantstrøm

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
NOPLAT	6421	7032	7734	8256	8669	11941	12359	12792	13239	13703
Avskrivninger	17878	19576	21534	22987	24137	25102	25981	26890	27831	28805
Amortisering	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Brutto kontantstrøm	24299	26608	29268	31243	32806	37043	38340	39682	41070	42508
Endring investert kapital	-1380	24271	27925	21069	16945	17390	16340	16913	17504	18118
Brutto investeringer	-1380	24271	27925	21069	16945	17390	16340	16913	17504	18118
Fri kontantstrøm(FCF)	25679	2337	1343	10174	15861	19653	22000	22769	23566	24390
Diskontering (WACC)	1.0716	1.0716	1.0716	1.0716	1.0716	1.0716	1.0716	1.0716	1.0716	1.0716
Diskontert kontantstrøm	23963.2	2180.403	1253.49	7715.08	11224.36	12978.87	13557.82	13094.02	12647.31	

Vedlegg nr. 11: Omsetning av brennevin, vin, øl og rusbrus per innbygger 15 år og over.

Omsetning av brennevin, vin, øl og rusbrus per innbygger 15 år og over. Liter									
	Alkoholliter i alt	Brennevin		Vin		Øl		Rusbrus	
		Vareliter	Alkohol-liter	Vareliter	Alkohol-liter	Vareliter	Alkohol-liter	Vareliter	Alkohol-liter
2008	6,75	3,40	1,33	17,94	2,23	68,68	3,06	2,89	0,13
2009	6,68	3,36	1,31	18,35	2,28	66,30	2,96	2,95	0,13
2010	6,59	3,19	1,25	18,51	2,29	64,94	2,91	2,94	0,14
2011	6,43	3,02	1,18	18,53	2,30	63,36	2,83	2,96	0,13
2012	6,21	2,85	1,11	18,44	2,29	59,59	2,67	3,06	0,14
2013	6,22	2,79	1,09	18,58	2,30	59,41	2,68	3,16	0,14
2014	6,06	2,69	1,04	18,14	2,25	57,81	2,62	3,30	0,15
2015	5,97	2,64	1,03	17,94	2,22	56,80	2,57	3,33	0,15
2016	6,03	2,60	1,01	17,84	2,21	58,28	2,65	3,61	0,16
2017	6,00	2,57	1,01	17,61	2,19	58,04	2,63	3,69	0,17
2018	6,02	2,50	0,97	17,73	2,20	58,52	2,66	4,06	0,19