

Navn: Børge Veimo

Andreas Olsen



*Bacheloroppgave*  
ved Handelshøyskolen BI

**-Verdivurdering av Retro AS-**

Innleveringsdato:

11.06.2009

Studiested:

BI Trondheim

Studium:

**Økonomistyring og investeringsanalyse (DIP 9530)**

*Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet, eller de konklusjoner som er trukket.*

## **Førord**

Vi er to studenter ved BI Trondheim som har skrevet denne diplomoppgaven i spesialiseringen Økonomistyring og investeringsanalyse. Det har vært en prosess som har vært både spennende, lærerik og ikke minst krevende. Etter tre år på BI, er det godt å kunne få brukt mye av det vi har lært i en og samme oppgave.

Vi ønsker å takke Retro AS, spesielt daglig leder og styreleder Jørgen Sagmo for å ha tatt seg tid til å gå gjennom regnskapene, og for å ha vært tilgjengelig for samtaler om Retro AS.

En stor takk rettes også til veileder Olav Lilleberg for god og pedagogisk veiledning, samt gitt meg en bedre forståelse for hva verdiestimering innebærer.

## **God lesning**

**Børge Veimo & Andreas Olsen**

Trondheim, 11.juni 2009

---

.Børge Veimo

Andreas Olsen

## Sammendrag

Denne oppgaven er en versettelsesoppgave av to aksjeselskap, Retro AS (morselskap) og Retro Nordre AS (Datterselskap)

Vi har sett på oppbygningen av konsernet, historien til Retro i første del av oppgaven. Deretter har vi gjennomført en situasjonsanalyse av begge butikkene fordelt på internt og eksternt, som vi til slutt har summert opp i en SWOT analyse.

Videre har vi valgt ut to verdsettelsesmodeller, FCF-modellen og multiplikatormodell, for vår verdsettelse.

Avkastningskrav for totalkapitalen (WACC) har blitt beregnet gjennom nøye vurderinger og forutsetninger.

I vår budsjettering av kontantstrømmer har vi estimert resultatbudsjett samt balansebudsjett. Her har vi brukt historisk data som utgangspunkt, men har måttet ta med vurderinger som har blitt gjort under situasjonsanalysen, samt makroøkonomiske vurderinger.

Etter at kontantstrømmen var budsjettert har vi videre neddiskontert disse med avkastningskravet for totalkapitalen (WACC) og har funnet nåverdi av selskapet.

Vi har så lagt til kontanter og trukket fra gjeld, og etter hvert har vi fått verdien på egenkapitalen. En fiktiv aksjekurs har så blitt beregnet på bakgrunn av egenkapitalen og antall aksjer.

Som sammenligningsgrunnlag har vi sett litt på multiplikatormodeller, uten at disse har gitt oss noe klart svar på om våre estimater har vært rett.

---

## Innholdsfortegnelse

1.0 Team og problemstilling.....	7
2.0 Presentasjon av Retro AS .....	8
3.0 Teori og metode for situasjonsanalysen.....	11
4.0 Intern analyse av Retro .....	15
4.1 Ressursanalyse.....	15
4.1.1 Styrker: .....	15
4.1.2 Svakheter: .....	17
4.2 VRIO-Analyse:.....	19
4.2.1 Konklusjon av VRIO-analysen.....	22
5.0 Ekstern analysen av Retro .....	22
5.1 Konkurransanalyse.....	22
5.1.1 Konkurrenter.....	22
5.1.2 Inntrengere .....	23
5.1.3 Substitutter .....	24
5.1.4 Kunder .....	24
5.1.5 Leverandører .....	25
5.2 Makroøkonomiske forhold .....	26
6.0 Oppsummering av intern og ekstern analysen (SWOT).....	27
7.0 Verdsettelses modeller.....	29
7.1 FCF-modellen .....	29
7.2 WACC .....	30
7.2.1 CAPM (egenkapitalkostnaden).....	30
7.2.2 Beta .....	30
7.2.3 Gjelds- og egenkapitalsandel.....	32
7.2.4 Likviditetspremie.....	32
7.3 Multiplikatormodell.....	32
8.0 ANALYSE.....	33
8.1 WACC .....	33

---

8.1.2 Risikofri rente .....	33
8.1.3 Risikopremie .....	34
8.1.4 Beta .....	35
8.1.5 Likviditetspremie.....	37
8.1.6 Gjeld .....	37
8.1.7 WACC beregning .....	37
8.2 RESULTAT .....	38
8.2.1 Budsjettperiode .....	38
8.2.2 Vekst.....	38
8.2.3 Salgsinntekter .....	39
8.2.4 Andre inntekter .....	39
8.2.5 Varekostnader.....	40
8.2.6 Lønnskostnader .....	40
8.2.7 Avskrivning .....	40
8.2.8 Andre driftskostnader .....	40
8.2.9 Inntekt på investering i datterselskap .....	41
8.2.10 Finanskostnader og inntekter .....	41
8.2.11 Rentekostnader og inntekter .....	41
8.2.12 Skattekostnad .....	41
8.2.13 Utbytte.....	42
8.3 BALANSE.....	42
8.3.1 EIENDELER .....	42
8.3.1.1 ANLEGGSMIDLER .....	42
8.3.1.2 OMLØPSMIDLER .....	43
8.3.2 EGENKAPITAL OG GJELD .....	44
8.3.2.1 EGENKAPITAL .....	44
8.3.2.2 GJELD .....	44
9.0 VERDIVURDERING.....	45
9.1 FCF-Metoden.....	45

---

---

9.1.1 Verdivurdering.....	47
9.1.2 Sensitivitetsanalyser .....	48
9.2 MULTIPLE VURDERING .....	51
10.0 Konklusjon.....	53
11.0 Litteraturliste.....	55
12.0 VEDLEGG .....	57
VEDLEGG 1 .....	57
Vedlegg2 Historisk Resultat og Balanse Retro Nordre og Retro AS .....	59

## 1.0 Tema og problemstilling

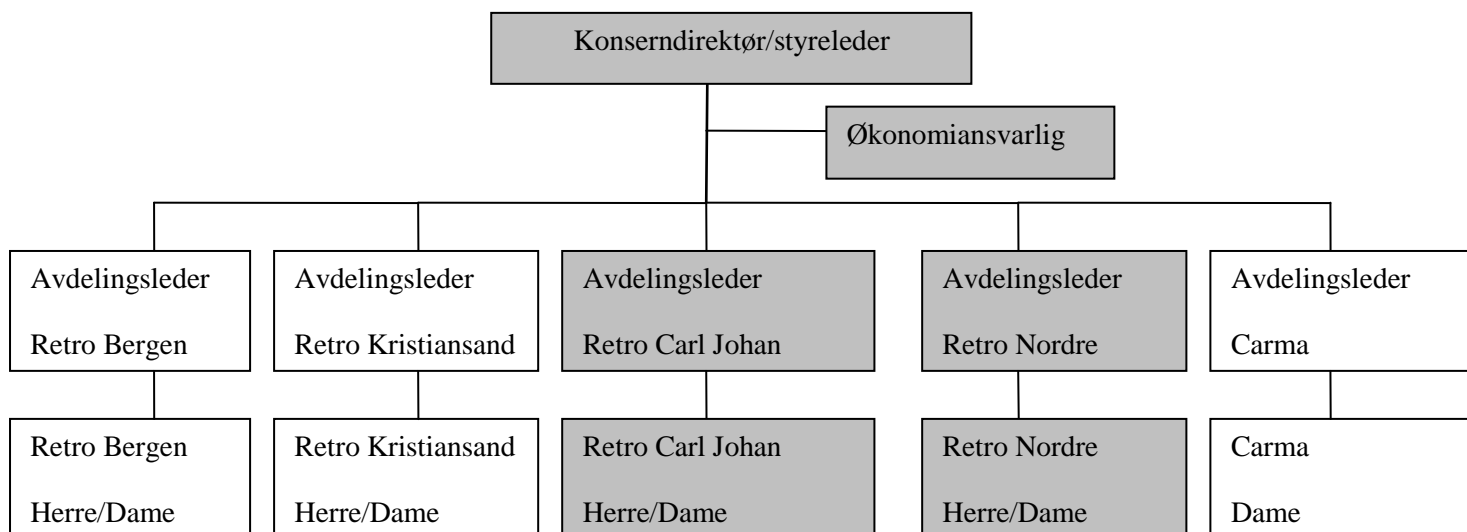
Gjennom vår 3-årige utdanning innenfor Bedriftsøkonomi på BI har vi tatt for oss en rekke forskjellige temaer innenfor økonomi. Når vi skulle skrive denne oppgaven valgte vi å konsentrere oss om verdisetting. Temaet verdisetting er veldig aktuelt nå for tiden. Grunnen til dette er at bedriftssalg har nå til dags blitt en ganske komplisert affære. Sist i media kunne man lese mye om skandalen rundt salget av Aker-selskaper til delvis statseide Aker Solutions, der man mente at Aker Solutions hadde kommet dårlig ut av handelen mens Kjell Inge Røkke som eier Aker ASA hadde tjent godt på handelen.

Dette er nok et tilfelle man finner ofte i kjøp og salg av bedrifter. Å sette en verdi på en bedrift er ikke noe som er enkelt eller fort gjort. I vår oppgave ønsket vi å finne verdien på Retro AS. Grunnen til dette er at Retro er en bedrift som ønsker at menneskene som jobber der skal ha en tilknytning til bedriften og et ekstra insentiv til å prestere. Samtidig ønsker man at aksjene skal være knyttet opp rundt folk i bedriften. Dersom man skulle kjøpe seg inn, hvor mye burde man betale? Dette er spørsmålet vi ønsker å besvare. Det er viktig å huske at verdisetting ikke er eksakt vitenskap og at det resultatet vi får vil kunne skille seg fra det resultatet en annen gruppe eller konsulenter ville fått. Vårt mål er å belyse sider av bedriften internt og eksternt i nåtid og fremtid som vi mener vil ha et utfall på verdien av Retro.

Vi ønsket i utgangspunktet å ta for oss hele Retro AS, men gjennom våre forberedelser fant vi ut at vi hadde for lite kjennskap til markedene i Bergen og Kristiansand, samt Carma sin profil i Trondheim. Vi valgte derfor å legge vår hovedvekt på Retro Carl Johan og Retro Nordre<sup>1</sup>. En annen grunn er også for å få gjort analysene bedre og mer oppfattende for de avdelingen vi har prioritert. Det er på basis av analyser og samtaler med styreleder og daglig leder i Retro AS vi har kommet fram til våre resultater.

---

<sup>1</sup> Skravert felt i organisasjonskart (neste side)

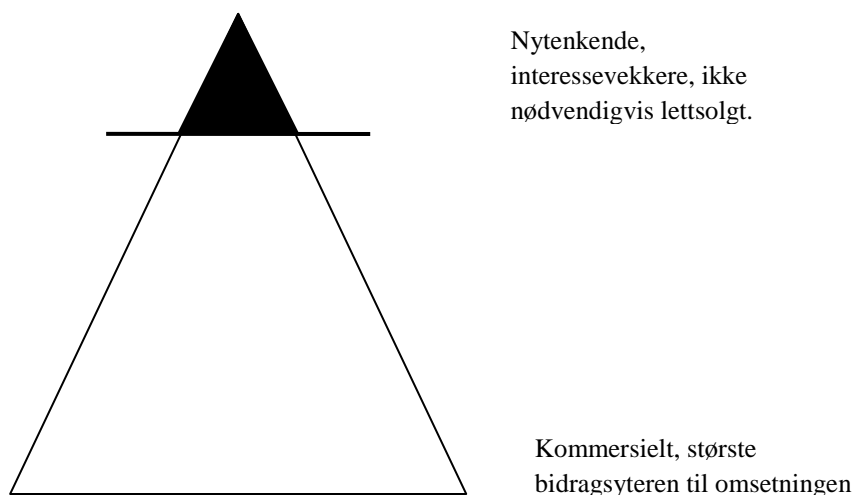


*Organisasjonskart Retro AS*

## 2.0 Presentasjon av Retro AS

Først og fremst ønsker vi å presentere hva Retro er og hva de gjør. Deretter vil vi gå gjennom den historiske utviklingen til Retro AS. Retro er en kjede klesbutikker som selger merkeklær og tilbehør som har et høyt prisnivå. De selger hverdagsklær, dress med tilbehør, sko og ”accessories”. Målgruppen er menn og kvinner i alderen 16 til 45. Retro er en butikk som stiller store krav til seg selv. Dette gjelder særlig når det kommer til varebeholdningen i butikken. Det er viktig at man har varer som selger godt og som det er mulig å selge i stort volum, men samtidig er det viktig å kjøpe inn varer som er nytenkende og som vekker interessen hos kundene. Gjennom våre samtaler med Jørgen Sagmo som er styreleder og daglig leder i Retro AS fikk vi kjennskap til en modell som de bruker når de er på innkjøp. Den er som følger:





Varene øverst i pyramiden kjøpes det inn mindre av, men de er samtidig viktige for Retro sitt omdømme som en motebutikk. Varene som ligger lenger ned i pyramiden er de varene som bidrar mest til omsetningen.

Retro ble åpnet for første gang i 1986 som en avdeling i Haltvik AS. Visjonen var å skape noe unikt og nytt i Trondheim. På bakgrunn av dette ble Retro i Carl Johans gate åpnet som et butikksenter. Sentret bestod av blant annet frisør, skoforretning, klesbutikk og parfymeri. Dessverre ble Retro rammet av finanskrisen som oppstod på slutten av 80-tallet. I 1993 flyttet frisøren, som siste avdeling som ikke omhandlet klær, ut av Retro. Dermed ble avdeling et rent kleskonsept som gikk gjennom hele butikken. I 1997 bestemte fire av de ansatte seg for å kjøpe avdelingen Retro ut av Haltvik AS, og 01.01.98 ble Retro AS stiftet. De betalt 3 mill for goodwill, 3,3 mill for varelagret og 1 mill for inventaret. Oppkjøpet ble gjort uten at de viste særlig mye om lønnsomheten til Retro. På basis av en del estimater som ble gjort gikk de i banken for å få lån. Etter å ha gått flere runder med forskjellige banker fikk de til slutt lån. Det ble tatt opp 1 mill i aksjekapital, 1 mill ble garantert for av de fire kjøperne og 5 mill ble garantert for i varelageret. Det ble ikke gjort noen verdivurdering den gang av firmaet. I ettertid har man lært at Retro ikke var spesielt lønnsomt for Haltvik AS og at man kanskje betalte i overkant av hva avdelingen var verd.

Omsetningen i 1997 var 14,1 mill og allerede første driftsår klarte de å øke omsetning til 15,1 mill med et resultat på 347 000 kroner. I 2007 hadde

omsetningen steget til 28,7 mill i Retro Carl Johans gate. Under kan man se historiske omsetningstall for Retro Carl Johans gate.

### OMSETNINGsutvikling Retro Carl Johan 1995 - 2008

Retro	jan	Feb	mar	apr	mai	jun	jul	aug	sep	okt	nov	des	tot	vs. fjorår	vs.95
1995	1 882	691	809	798	1 116	1 032	698	1 557	1 167	1 170	1 069	1 764	13 753		
1996	1 801	598	784	857	1 037	1 000	631	1 279	1 222	1 524	1 295	1 689	13 717	-0,3 %	-0,3 %
1997	1 610	749	750	981	1 114	970	737	1 386	1 259	1 434	1 323	1 839	14 152	3,2 %	2,9 %
1998	1 680	655	977	910	1 147	1 050	669	1 582	1 476	1 584	1 260	2 114	15 104	6,7 %	9,8 %
1999	1 744	784	1 032	1 133	1 290	1 237	942	1 909	1 701	1 769	1 466	2 321	17 328	14,7 %	26,0 %
2000	1 777	910	1 215	1 064	1 488	1 373	906	1 908	1 843	1 615	1 480	2 199	17 778	2,6 %	29,3 %
2001	1 665	874	1 381	1 294	1 354	1 493	936	2 046	1 954	2 113	1 657	2 571	19 338	8,8 %	40,6 %
2002	2 084	1 213	1 117	1 669	1 747	1 619	1 102	2 208	1 817	2 203	1 931	2 596	21 306	10,2 %	54,9 %
2003	2 077	1 240	1 499	1 282	1 751	1 537	1 025	2 316	1 919	2 250	1 787	2 901	21 584	1,3 %	56,9 %
2004	2 131	1 425	1 768	1 621	1 998	1 957	1 255	2 316	2 153	2 250	2 019	3 286	24 179	12,0 %	75,8 %
2005	2 599	1 533	1 588	1 926	1 771	1 869	1 387	2 812	2 223	2 631	2 136	3 394	25 869	7,0 %	88,1 %
2006	2 272	1 401	1 792	1 699	1 941	2 101	1 091	2 860	2 195	2 479	2 113	3 364	25 308	-2,2 %	84,0 %
2007	2 463	1 381	2 174	1 843	2 294	2 143	1 620	2 901	2 484	2 954	2 465	3 978	28 700	13,4 %	108,7 %
2008	2 771	1 276	1 900	2 144	2 031	2 048	1 914	2 764	2 342	2 441	2 494	3 307	27 432	-4,4 %	99,5 %

I 2001 ble det besluttet å åpne en ny avdeling i Retro AS. Dette ble Retro Nordre. Det ble laget et eget AS for Retro Nordre og det fikk også en medeier som fikk 15% av eierskapet i Retro Nordre AS. De fire som startet Retro AS hadde en visjon om å utvikle firmaet og vokse sakte og sikkert. I løpet av de første 3 årene med drift i Retro AS hadde de klart å innfri de langsiktige lånene. Dette var og er måten de ønske å drive på. Det skal drives nøkternt med en bevisst strategi om å nedbetale gjeld i alle avdelingene. Samtidig skal det ikke hope seg opp av likvider og medeiere skal belønnes med utbytte.

I 2004 ble Retro AS tilbudt et konsept av en internasjonal kjede som heter IC Companys. De hadde kjøpt opp en del merker som for eksempel Peak Performance, Matinique og Tiger. Nå ville de spre konseptet sitt videre til Norge. Måten de ville gjøre det på var å la Retro drive butikkene, mens IC Companys stilte med inventar, markedsføring. I tillegg måtte 75 % av klærne i butikken være fra IC Companys. Ledelsen i Retro AS følte dette var en bra måte å vokse videre på. Avtalen med IC Companys ble inngått fra 01.01.05 og gjaldt i 3år før en fornying av kontrakten ville bli reforhandlet.

Strategien for Companys butikkene var å etablere butikker i alle de store byene i Norge. Det ble åpnet i Oslo, Bergen og Kristiansand i første omgang, mens Stavanger ble lagt litt på is. I Tromsø var det allerede åpnet en Companys butikk med andre eiere. Butikkene skulle ikke ligge på senter, men gjøres interessante slik at sentrene selv skulle ta kontakt for å få konseptet. Avtalen med IC Companys viste seg å være lønnsom for Retro AS.

Når avtalen skulle reforhandles i mai 08 var en del av fordele med avtalen falt bort, samt at det fulgte med flere forpliktelser. Dermed ble avtalen med IC Companys sagt opp, og det ble besluttet å åpne Retro butikker der Companys butikkene hadde vært. Fra starten på 2009 har Companys butikkene i Bergen og Kristiansand skiftet navn og utseende fra Companys til Retro. Butikken i Oslo ble lagt ned på grunn av en betydelig økning i husleien.

I mai 08 ble Retro AS utvidet med enda et nytt konsept. Retro AS kjøpte Carma AS som er en butikk som selger dameklær. Når Companys butikkene skulle gjøres om til Retro butikker følt man at dette konseptet hadde begynt å bli stort nok. Det som gjenstår er å etablere en butikk i Oslo og kanskje Stavanger. Det skal ikke være en butikk som eksisterer overalt. Dermed ønsket man noe nytt som kunne utvikles, og Carma hadde dette potensialet. Bakgrunn for kjøpet var å utvikle konseptet videre og endre driften for å heve lønnsomheten.

Retro AS er et firma som jobber veldig aktivt for å utvikle seg og se nye muligheter. Planene fremover er mange, men som nevnt tidligere skal man vokse nøkternt og forsiktig. Det er to ting man har fokus på for framtiden og det er å etablere en Retro butikk i Oslo, samt å fortsette å utvikle Carma som butikkkonsept og heve lønnsomheten. Prestisje og status har aldri vært noe mål for Retro AS, det er troen på at man har et bra konsept og ønsket om å dele dette med flere.

### **3.0 Teori og metode for situasjonsanalysen**

Under dette punktet ønsker vi å informere om hvilke metoder og hvilken teori vi har brukt for å komme frem til våre analyser. Det først vi har gjort i oppgaven er å analysere bedriften internt. Her har vi brukt en ressursanalyse og en VRIO-analyse.

Ressursanalysen tar for seg bedriftens ressurser som for eksempel omdømme, relasjoner, kompetanse o.s.v. Det er viktig at man her også får med eventuelle svakheter som bedriften har. Her har vi lagt vekt på å få med alle av Retro sine styrker og svakheter internt i bedriften<sup>2</sup>. Punktene vi har funnet i ressursanalysen legger grunnlaget for VRIO-analysen.

VRIO-analysen er også en teoretisk tilnærming vi har anvendt i den interne analysen. Denne teorien ser på ressursene som konkurransefortrinn og de skal derfor være<sup>3</sup>:

- Verdifulle (Valuable)
- Sjeldne (Rare)
- Vanskelig å kopiere (Inimitable)
- Organisert på en slik måte at de kan hente ut disse gevinstene (Organized)

Dette legger grunnlaget for Retro sin konkurranse evne basert på interne egenskaper. Dette blir oppsummert i en SWOT-analyse. Denne vil vi komme tilbake til senere i kapittelet.

Når vi skulle begynne på den eksterne analysen valgte vi å bruke to forskjellige analyser. Dette var Porters fem krefter (Porters five forces) og PESTEL-analyse. Disse to analyseformene mente vi var de beste for å se på Retro eksternt.

Porters five forces er en av de vanligste analyseformene når man skal se på en bedrift eksternt. Den kan også kalles bransjeanalyse eller konkurranseanalyse. Hensikten ved å bruke en slik analyse er å få oversikt over konkurransemarkedet. Dette er grunnlaget for å se på Retro sine trusler og muligheter eksternt. Modellen tar for seg leverandørers forhandlingsstyrke, etableringstrussel fra inntrenger, kunders forhandlingsstyrke og trusler fra substitutter<sup>4</sup>. Vi har satt opp en modell

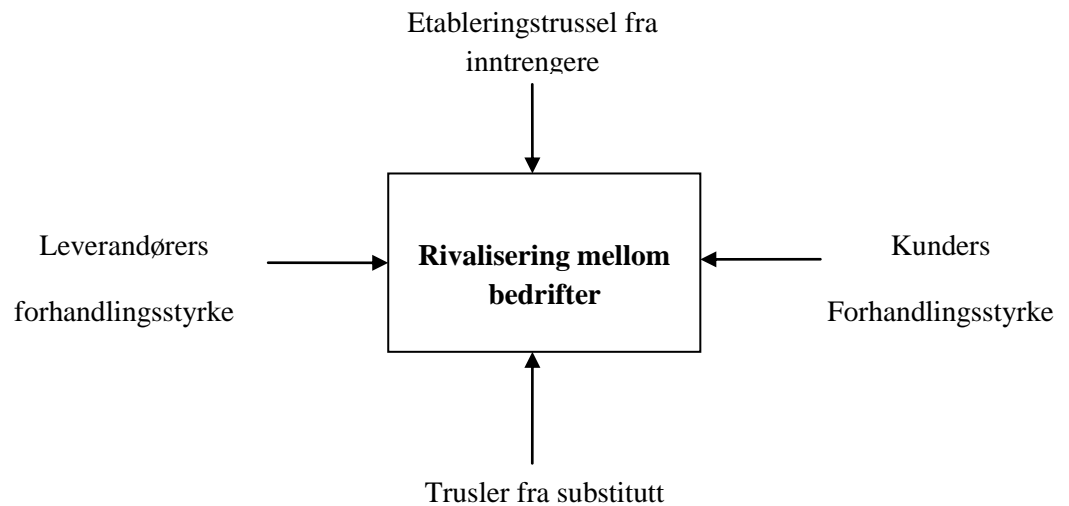
---

<sup>2</sup> Løwendal og Wenstøp. 2003. *Grunnbok i Strategi 2.utgave*. Oslo: N.W. Damm & Søn. s.172

<sup>3</sup> Løwendal og Wenstøp. 2003. *Grunnbok i Strategi 2.utgave*. Oslo: N.W. Damm & Søn. s.189

<sup>4</sup> Løwendal og Wenstøp. 2003. *Grunnbok i Strategi 2.utgave*. Oslo: N.W. Damm & Søn. s.197

som viser Retro sine konkurrenter, hvilke utenforstående trusler de har, mulige substitutter, leverandører og kunder. Dette er modellen som Michael Porter utviklet i 1980<sup>5</sup>.



*Konkurransanalysen*

*(Porter 1980).*

I vår eksternanalyse ønsket vi også å ta med PESTEL. PESTEL er et rammeverk som skal gi oss svar på hvilke omgivelsesfaktorer som er mest kritiske for bedriften. Den skal også si noe om hvilke faktorer som er viktigst i årene fremover<sup>6</sup>. De seks PESTEL-kategoriene er:

- Politiske (political)
- Økonomiske (economic)
- Sosiokulturelle (sociocultural)
- Teknologiske (technological)
- Samfunnsmessige (environmental)
- Legale (legal)

<sup>5</sup> Løwendal og Wenstøp. 2003. *Grunnbok i Strategi 2.utgave*. Oslo: N.W. Damm & Søn. s.197

<sup>6</sup> Løwendal og Wenstøp. 2003. *Grunnbok i Strategi 2.utgave*. Oslo: N.W. Damm & Søn. s.230

I og med at Retro er en bedrift som selger klær, er det kun økonomiske faktorer vi mener har betydning for Retro sin daglige drift. Dette gjelder også for årene fremover. De økonomiske faktorene har derimot mye og si for hvordan vi har verdsatt Retro og hvordan deres situasjon vil se ut fremover. De områdene vi la mest vekt på innenfor de økonomiske faktorene var privat konsum, konsumpris indeks (kpi) og renteutvikling.

Når vi hadde gjort vår interne og eksterne analyse ønsket vi å summere dette opp i en SWOT-analyse. SWOT står for Styrker (Strengths), svakheter (Weaknesses), muligheter (Opportunities) og trusler (Threats). Denne analysen oppsummerer de punktene vi fant i ressursanalysen, VRIO-analysen, Porters five forces og PESTEL analysen i en enkel matrise.

	<b>MULIGHETER</b>	<b>TRUSLER</b>
<b>STYRKER</b>		
<b>SVAKHETER</b>		

## 4.0 Intern analyse av Retro

### 4.1 Ressursanalyse

Vi vil starte med å se på Retro sine styrker og svakheter i en ressursanalyse

#### 4.1.1 Styrker:

Det er flere ting vi anser som styrker i Retro AS. Vi vil her ta for oss vær enkelt av de punktene. Det første punktet er ansatte. Med tanke på at Retro AS er en klesbutikk vil det alltid være en vis grad av gjennomtrekk blant de ansatte. Det som er viktig er å ha noen ansatte i lederstillinger som har en viss kontinuitet. Dette for å skape en positiv kultur og gjennomgående holdninger som kjennetegner Retro. Dette har man allerede innarbeidet i form av ansatte i lederstillinger som har vært der gjennom flere år og som har en klar rolle i Retro systemet.

Økonomi er et punkt som er utrolig viktig da dette er avgjørende for butikkdriften. Retro har ingen langsiktig gjeld. Dette gjør at bedriften er mer fleksibel i forhold til endringer i markedet. Den har også lavere risiko ved svingninger i markedet, i form av renteoppgang osv. Samtidig har de en sterk likviditet som gjør at de vil klare seg gjennom en lengre periode med sviktende etterspørsel, og at de kan tåle store uforutsette kostnader.

En ting som er viktig i bransjen som Retro opererer i er kontakten med leverandørene. Takket være den sterke økonomien er Retro sett på som en punktlig og trygg betaler. Dette er noe man ser ut fra det økonomiske, men også noe som mange av leverandørene har erfart. De er i den heldige posisjon at mange merker ønsker å selge klærne sine hos Retro. Dette fordi det er en butikk som har høy respekt i bransjen og som leverandørene ofte kan bruke som referanse når de skal selge seg inn til andre butikker. Innenfor kategorien ”merkeklær” har distribusjon veldig mye å si for et merke og her er Retro ofte en butikk som

merkene vil kobles til. Leverandørrelasjonene i Retro er også sterke. Mange av merkene som er på Retro har vært der en lengre tidsperiode. Dette har gjort at man har oppnådd en del fordeler som returrett og byttemuligheter. Det gjør at dersom man kjøper inn klær som ikke fungerer kan man sende de tilbake og få kredittnota, eller bytte varene i mer kurante varer som selger bedre.

Retro har alltid lagt vekt på å signere lange leiekontrakter. I utgangspunktet har man signert leiekontrakter på 10 år. Dette gjør at man slipper risikoen for at husleien vil gå opp veldig mye året etter, som igjen kan føre til at man må flytte butikken. Retro har per dags dato lange leiekontrakter på 4 av sine 5 avdelinger. Dette er også en verdi når man tenker på at det i næringslivet i dag har blitt populært å leie ut leiekontraktene dersom de er svært gunstige for markedet.

Merkevaren Retro er også en styrke vi ønsker å nevne. Gjennom sine mange år med drift har man bygget seg opp et rykte og en kultur som gjør at mange kjenner til deres konsept og handler der på grunn av denne kjennskapen. Det skal sies at denne styrken er betydelig større i Trondheim enn i Bergen og Kristiansand. Men på grunn av sine mange år i bransjen har også mange i Bergen og Kristiansand fått kjennskap til Retro. Dette er noe som tar mange år for nye bedrifter, men Retro har jobbet bevisst med dette helt fra starten. Det har ikke blitt brukt mye ressurser på markedsføring, man har heller latt kundenes opplevelse og klærne i seg selv være markedsføringen.

Som vi har vært inne på har Retro eksistert i flere år. I løpet av disse årene har man opparbeidet seg mye kunnskap og bransjekjennskap. Dette er en styrke å ha med seg når det forhandles avtaler og når ting kan gå litt imot. Erfaringen er ikke noe man kan kjøpe seg og derfor er det nesten en uvurderlig ressurs.

Retro har som tidligere nevnt flere avdelinger. Dette gir en hvis grad av diversifisering med tanke på at en avdeling kan slite, mens de andre henter inn.



Samtidig gir det en styrke i form av utveksling av erfaring og varer. Varer som ikke fungerer så bra i Trondheim kan sendes til Bergen eller Kristiansand der man kanskje har større sjanse til å få solgt de. Dette gjør at man får mindre varelager og utnytter varelageret bedre.

#### **4.1.2 Svakheter:**

Svakheteene henger ofte sammen med styrkene. Det første punktet vi nevnte under styrker var ansatte. En bedrift som Retro har både faste og deltidsansatte. En svakhet vi ønsker å ta med er de deltidsansatte. Grunnen til dette er at det er vanskelig å ansette deltidsansatte som har et langsiktig perspektiv i jobben. Dette fører til at man får ansatte som ikke klarer å skape kontinuitet i samme grad som de som jobber heltid. Det er også vanskeligere å skape det samme engasjementet og kulturen hos de deltidsansatte. Dette er en svakhet som alle butikker i større eller mindre grad vil oppleve, men som det er viktig å jobbe med for å opprettholde kulturen innad i bedriften og ryktet utad. Når det gjelder ansettelsestid gjelder ikke dette kun de deltidsansatte. Man ønsker selvfølgelig at alle i Retro skal jobbe der lengst mulig. Derfor er det viktig at man i ansettelsesfasen avslører faktorer som kan være avgjørende for ansettelsestiden og skaper incentiver for å holde på ansatte.

En svakhet som Retro har er lagersystemet. Det vil si mangelen på lagersystem. Butikkene opererer ikke med strekkoder på varene. Dette gjør at det er umulig å sjekke lageret med et datasystem og alt må sjekkes manuelt. Dette gjør det ofte vanskelig å sjekke hvilke varer man har igjen, og hva slags størrelser som er igjen. Dette fører til at man kan miste salg, eller at varer som kunne vært solgt blir liggende på lager og må selges på salg. Dette fører igjen til dårligere bruttofortjeneste, eller i verste fall økning i varelageret.

Retro er en bedrift som har en ganske liten administrasjon. Det er en daglig leder som har det overordnende ansvaret for Retro AS, og en økonomiansvarlig som styrer alt som har med økonomien å gjøre. I tillegg har man en daglig leder i hver

av butikkene. Retro begynner nå å bli en stor organisasjon med ca 60 ansatte. Dermed blir det mer arbeid og mer ansvar på de i administrasjon. Når organisasjonen blir så stor kan det være vanskelig å få med seg alt som skjer på de forskjellige plassene og man kan risikere at man ikke klarer å få all informasjon som man skulle hatt. Dette kan være bygging av varelager, feil i rutiner, problemer med ansatte osv. Med en større administrasjon ville man klare å plukke opp signaler raskere og ta grep tidlig.

Et punkt som er veldig aktuelt nå om dagen er varelageret. Dette er en kostnad som er helt avgjørende i en bedrift der man er avhengig av å ha likvider. Som kjent så binder varelager opp likvider i form av klær som ikke blir solgt. Dermed ønsker man å ha et så lavt varelager som mulig. På grunn av finanskrisen som for Retro sin del slo hardest i høsten 2008 har man fått økt varelageret betraktelig. Dette gjør at man må sette mer klær på salg, noe som ofte fører til et redusert salg i klær til ordinær pris. Dermed har man en negativ sirkel som gjør at man må redusere innkjøp slik at man får redusert varelageret fordi man må selge gamle klær. I bransjen som Retro opererer i er klær en ferskvare. Det vil si at varene selger når de er nye i butikk. Man er også avhengig av nyheter for å ivareta sitt rykte og image. Per dags dato har Retro et for høyt varelager og reduisering av dette har høy prioritet.

Neste punkt henger litt sammen med det som ble nevnt tidligere om gamle varer. Retro er en butikk som har rykte på seg for å være en butikk som tenker nytt og som har spennende produkter. På grunn av Retro sin profil har man aldri salgsvare i butikk uten at det er salgperiode. Salgsperiode har man 2 ganger i året, og det er i januar og i månedsskifte juni/august. I tillegg har man 2 ”tuilldager” som er salgsaktiviteter i samarbeid med en rekke andre butikker. Man kan aldri se røde plakater med salg utenfor disse periodene. Dette gjør at man har liten mulighet til å redusere varelageret utenom salgsperiodene. Det eneste som gjøres er å blande inn noe av de gamle varene blant de nye. Dette er gjerne varer som ikke er sesongavhengig, eller som skiller seg lite fra fjorårsmodell. Dermed har man liten mulighet til å redusere varelageret utenfor salgsperiodene. Her

kommer man også i et dilemma, skal man risikere å ødelegge merkevaren Retro ved å selge salgsvarer utenfor salgsperioden eller skal man satse på å selge ut alle gamle varer når det er salg.

Siste punktet vi ønsker å nevne er at Retro er en bedrift som bruker forholdsvis lite penger på markedsføring. Dette er en svakhet i og med at de blir avhengig av å få kunder innom for å oppdage butikk. Man bruker kun markedsføring i forbindelse med aktiviteter som salg, ”tuilldag” osv. Man er derfor avhengig av en positiv kundeprat. Det vil si at kundene har gode opplevelser og sier dette videre til sine venner og bekjente.

#### **4.2 VRIO-Analyse:**

Ut ifra det vi har funnet i intern analysen skal vi sette opp en vrio-analyse. Vi ser på styrkene til Retro som ressurser og ut ifra dette analyserer vi om ressursene er:

- Verdifulle (valuable)
- Sjeldne (valuable)
- Vanskelig å kopiere (intimitable)
- Om bedriften er organisert på en slik måte at de kan hente ut gevinsten på ressursene (organized)

VRIO ser på ressursene som konkurransefordeler i forhold til konkurrentene som vi kommer tilbake til senere i oppgaven. Vi fyller inn ressursene i en matrise for å få en oversikt i forhold til VRIO-analysen. Deretter forklarer vi våre beslutninger og kommer med en konklusjon.

	Verdifull	Sjelden	Mulig å kopiere	Mulig å hente ut ressursene
Faste ansatte	Ja	Ja	Ja	Ja
Likviditet	Ja	Nei	Ja	Ja
Leverandørrelasjoner	Ja	Ja	Ja	Ja
Lange leiekontrakter	Ja	Ja/Nei	Ja/Nei	Ja
Merkevaren	Ja	Ja	Nei	Ja
Erfaring	Ja	Ja	Nei	Ja
Flere avdelinger	Ja	Ja	Ja	Ja

Vi ser på de ansatte som verdifulle fordi de er kontinuitetsbærer i Retro og viderefører bedriftskulturen som eksiterer i selskapet. De er også sjeldne fordi det tar lang tid å bygge opp en relasjon med kunder, og å sette seg inn i kulturen. Det er ikke umulig å kopiere. Mange klesbutikker kan ha mennesker ansatt der over lengre tid som skaper en positiv kultur og bygger relasjoner med kundene. Vi vil absolutt si at bedriften klarer å hente ut disse ressursene ved å bruke de aktivt for å lære opp nye ansatte samt at de belønnes for den jobben de gjør.

Likviditet i bedriften er i aller høyeste grad verdifull både som trygghet og for å gi fleksibilitet. Likviditet er verken sjelden eller vanskelig å kopiere. Bedriften er absolutt i stand til å utnytte disse ressursene.

Leverandørrelasjoner er et punkt vi mener er utrolig viktig i bransjen som Retro opererer i. Vi har derfor satt denne som en verdifull ressurs. Bakgrunn for dette er som nevnt tidligere at Retro takket være sine relasjoner med leverandørene kan få returrett på varer eller bytte ukurante varer i mer kurante varer. Vi anser det som en sjelden ressurs i og med at det tar lang tid å opparbeide seg en slik relasjon til leverandørene. Det er ikke en ressurs det er umulig å kopiere, men det skal sies at det vil ta lang tid før det kan realiseres. Retro realiserer denne ressursen den dag i dag.

Når det gjelder leiekontrakter har vi valgt å si at dette er en verdifull ressurs. Bakgrunn for dette er fordi det gir en trygghet både når det gjelder leiekostnader og plassering av butikkene. Det er vanskelig for oss å si om det er en sjelden ressurs i og med at vi ikke har kjennskap til andre butikker sine leiekontrakter. Det samme gjelder muligheten for å kopiere. Det gjør det selvfølgelig vanskelig for konkurrenter å ta over lokalene, men det er vel ikke vanskelig å få lengre leiekontrakter av utleier. Dette er også vanskelig for oss å vite da vi ikke har kjennskap til utleiemarkedet av næringseiendom i Trondheim. Det vi kan si er at det er en ressurs som Retro klarer å benytte seg av.

Merkevaren Retro mener vi er en verdifull ressurs med tanke på hvor lang tid de har brukt på å opparbeide seg denne. Det er også tidsperspektivet som gjør at vi mener det er en sjelden ressurs. Det vil ta lang tid for en helt ny konkurrent å opparbeide seg den samme merkevaren. På grunn av dette mener vi også at det er vanskelig å kopiere. Retro er fullt klar over det er en viktig ressurs som de benytter seg av.

Erfaring er også noe som innebærer kompetanse. Dette er noe som må ses som en verdifull ressurs. Mye av det samme gjelder her som for faste ansatte. Det er sjelden med butikker som har eksistert så lenge som det Retro har og det er også vanskelig å kopiere fordi det krever tid for å opparbeide seg den erfaringen. Det er også en ressurs som er i bruk hver dag, både bevisst og ubevisst.

Det faktum at Retro har flere avdelinger er også verdifullt. Bakgrunn for dette har vi nevnt tidligere. Det gir bedriften mulighet til å fordele varer etter hvor de fungerer best. Det er og sjeldent og vanskelig å kopiere, da det krever at en eventuell konkurrent har muligheten til å ha flere avdelinger. Dette er også noe som prioriteres i det daglige arbeidet i Retro, og som bedriften benytter seg av daglig.

### 4.2.1 Konklusjon av VRIO-analysen

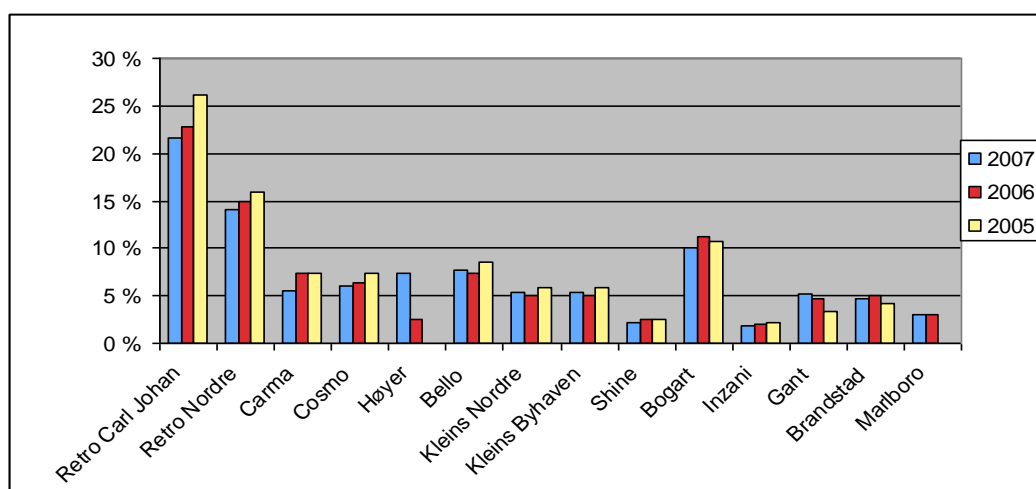
Vår konklusjon av VRIO-analysen er at Retro har en rekke konkurransefortrinn i forhold til sine eksisterende konkurrenter og eventuelle nye konkurrenter som kan komme inn i markedet. De viktigste ressursene for Retro mener vi er de faste ansatte, merkevaren og erfaringen. Grunnen til at vi mener disse er de viktigste ressursene er fordi at det er vanskelig for konkurrenter å kopiere dette, samtidig som at bedriften er avhengig av det for å ta vare på sin posisjon i markedet. Det er viktig at bedriften tar vare på disse ressursene og fortsetter å bruke de aktivt. Som kjent er merkevaren noe som lett kan ødelegges og de faste ansatte kan slutte. Derfor må Retro prøve å beholde sine faste ansatte, samtidig som de må ivareta merkevaren Retro.

## 5.0 Ekstern analysen av Retro

### 5.1 Konkurransanalyse

Her bruker vi porters five forces som analyserer konkurransearenaene Retro befinner seg i. Man ser nærmere på blant annet konkurrenter, inntrengere, substitutter, kunder og leverandører.<sup>7</sup> Dette vil være viktig fordi vi her finner ut hva som kan påvirke verdsettelsen som gjøres senere i oppgaven.

#### 5.1.1 Konkurrenter



#### Markedsandeler

<sup>7</sup> Løwendal og Wenstøp. 2003. Grunnbok i Strategi 2.utgave. Oslo: N.W. Damm & Søn. s. 197-225

Både Retro Nordre og Retro Carl Johan konkurrerer vel om de samme kundene. Det finnes en rekke klesbutikker med merkeklær som legger seg på en litt høyere pris enn kjeder som H&M og Zara, men disse må man absolutt ikke glemme som konkurrenter. Selv om de ikke er å regne som konkurrenter i samme konkurransegruppe som Retro.

I Trondheim er det flere butikker som selger litt dyrere merkeklær. Blant annet Cosmo, Volt, Brandstad, Carma, Inzani, Bogart, Shine, Kleins (Nordre og Byhaven), Bello, Høyer, Marlboro, Gant. Vi har ikke regnskapstall fra Volt da de åpnet i 2008. Vi fant ikke regnskapstall for Kleins Byhaven, derfor har vi estimert denne til å være cirka lik Kleins Nordre<sup>8</sup>. Felles for alle er vel at de har en litt dyrere prisprofil, men alle har ulike merker. Dette gjør at de differensierer seg fra de andre aktørene på konkurransearenaen. Over har vi estimert markedsandelene disse i mellom. Tabell kan ses i Vedlegg 1<sup>9</sup>.

Når det gjelder konkurranseintensiteten, så vil vi hevde at den er relativt lav. Dette skyldes at det ikke er mange butikker i Trondheim som betjener dette segmentet samt at de relative butikkeene er flink til å differensiere seg fra hverandre gjennom markedsføring og produktene de fører. På en annen side er jo et gjennomsyrende problem i bransjen at det bindes opp mye kapital i varelager.

En annen konkurrent er internett, hvor det finnes utallige butikker som tilbyr merkeklær og gjerne til en rimeligere pris. Det vil være vanskelig å anslå hvor mye markedsandeler internettbaserte butikker stjeler, men vi velger allikevel å nevne det.

### **5.1.2 Inntrengere**

Inngangsbarrierene for å starte opp en konkurrerende klesbutikk i Trondheim er ikke alt for store, så muligheten for at man vil se nye butikker er nok å regne som en trussel. Det er av vår oppfatning at dette ikke vil være like overhengende med en finanskrisen de neste 2 – 3 årene.

---

<sup>8</sup> Vedlegg 1

<sup>9</sup> Vedlegg 1

Som nevnt tidligere har Retro opparbeidet seg en veldig bra merkekjenning i Trondheim og omegn, og på denne måten har de fått en lojal kundegruppe. Dermed vil det bli vanskelig for eventuelle nye inntrengere, fordi de må bruke mye ressurser på markedsføringstiltak. Innad i denne konkurransegruppen har nok de fleste butikkene eksklusivitet på merker de fører, og det kan være vanskelig for en ny inntrenger å få avtale med de ”beste” merkene.

Noe annet som også betyr mye for denne bransjen er lokaler og beliggenhet. De beste lokalene i midtbyen er i dag veldig vanskelig å få leieavtale med, samt at det er forbundet høye leiekostnader med dem.

Med bakgrunn i dette anser vi ikke trusselen for inntrengere som veldig stor.

Det er viktig å merke seg at Peak og Moods of Norway skal åpne egne brandstores i Trondheim i løpet av 2009, og dette er potensielle inntrengere som vil gå over til å være konkurrenter etter hvert.

### ***5.1.3 Substitutter***

I denne sammenhengen snakker vi om substitutter som andre klesbutikker i lavere prissjiktet. Spesielt nå med en finanskriser er det viktig å se på substitutter. Retro er av den type butikk som blir spesielt påvirket av finanskrisen i større grad enn billigere klesbutikker. Kundene kutter forbruket sitt og trekker i større grad til billigere alternativ. Dermed er i stor grad alle klesbutikker, utenom de vi nevnte som konkurrenter, å regne som substitutter.

Dermed blir det svært viktig for Retro å følge med på hvordan utviklingen blir. Mister de for mye inntekter er det mye som kan tyde på at de taper markedsandeler til substituttene. Det er imidlertid av vår oppfatning at Retro ikke vil tape for mye markedsandeler til substitutter på grunn av høy grad av lojalitet og produktdifferensiering.

### ***5.1.4 Kunder***

Litt kortfattet kan man si at Retro sin kundegruppe er motebevisste menn og kvinner fra 16 – 45 år. Retro har størstedel av salget til private konsumenter, men

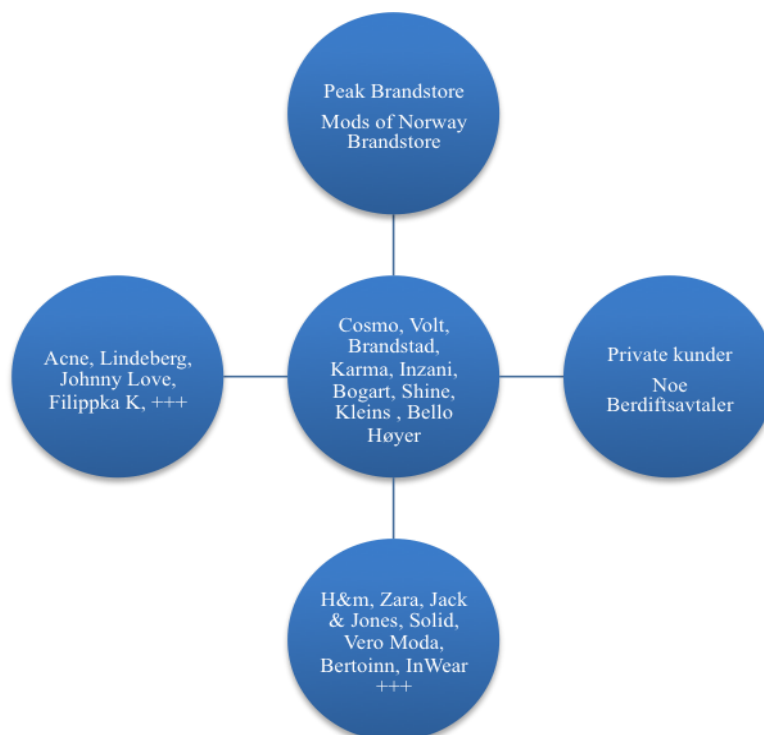


også avtaler med ulike bedrifter, selv om dette ikke utgjør en betydelig del av salget.

Tidligere har vi snakket en del om produkt differensiering, herunder merker de ulike butikkene i bransjen fører. Retro innehar en del merker som andre butikker ikke har, og på den måten vil en del kunder være lojale så lenge de kun får dette merket hos Retro. Acne, Filippa K, Johnny Love, J. Lindeberg, We R Replay. På denne måten har Retro et fortrinn framfor andre butikker, ettersom de fører en del nisjemerker ingen andre har. Dette skaper også mersalg ved at de kan få solgt andre merker kunden ikke har behov for. Dermed er det også ekstremt viktig for Retro at de til enhver tid opprettholder ”riktige” merker, slik at de fortsatt skaper lojale kunder. Dette har de også klart i foregående år, som vi har forklart i den interne analysen.

### 5.1.5 Leverandører

Som vi sa tidligere vil en del av merkene Retro fører være av viktig betydning, og på denne måten kan man si at de merkene har en høyere forhandlingsmakt, enn merker som ikke har en slik posisjon hos kundene. Retro fører veldig mange forskjellige merker, noe som gjør at et merke lett kan byttes ut med et annet.

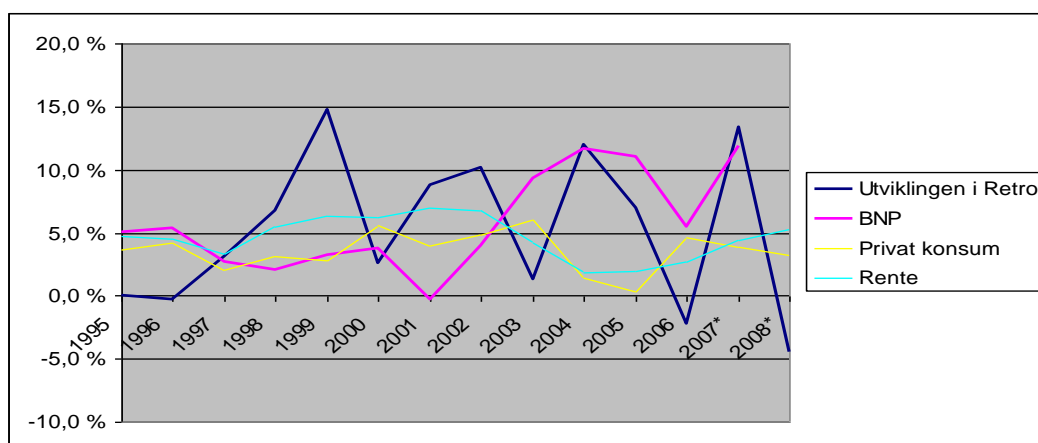


## 5.2 Makroøkonomiske forhold

Finanskrisen er ikke til å komme bort fra, og dermed vil den ha mye å si for vår analyse.

Ved å ta en titt på konsumprisindeksen<sup>10</sup> for april 2009, kan vi se at prisene innenfor klær og sko har gått ned med så mye som 4,3 prosent siden april 2008. Noe som er den største nedgangen av alle målte parametere. Derimot har det vært en svak økning de tre siste månedene<sup>11</sup>. Vanskelig å vite hva man skal tolke ut av tallene, men det er tydelig at prisene har gått ned det siste året. Vi er litt usikre på hvordan kpi utregnes, men vi velger å anta at bakgrunn for denne prisnedgangen er at mange skobutikker og klesbutikker sliter med stort varelager og er derfor nødt til å sette klær på salg<sup>12</sup>. Dette fører til lavere priser som går utover inntjening.

SSB anslår videre i sine konjunkturtendenser<sup>13</sup> at den globale finanskrisen vil påvirke oss i større grad fram mot 2011 hvor vi vil se en oppgang. Videre anslår de en rentenedgang, utover de til sammen 3,25 prosentene i løpet av de siste 4 månedene, utover 2009 og at renten gradvis vil øke med bedre konjunkturførhold. Dette innebærer altså lavere rentekostnader og flere penger til forbruk for de med huslån, og dette er med på å øke etterspørselen hos forbrukerne. På bakgrunn av grafene under kan man se at privat forbruk har en sammenheng med rentenivået, dersom man ser det fra et historisk perspektiv.



<sup>10</sup> <http://www.ssb.no/kpi/>

<sup>11</sup> <http://www.ssb.no/kpi/>

<sup>12</sup> <http://www.dn.no/d2/mote/article1668235.ece>

<sup>13</sup> <http://www.ssb.no/kt/>

Samtidig forventes det at regjeringen fortsetter med sin finanspolitikk og legger forholdene til rette for at aktivitetsnedgangen skal snu. Til tross for dette anslås det fra SSB at husholdningsforbruket går ned.

Når vi satte opp grafene fra forrige side var det vanskelig å få noe klart svar på hva det er som påvirker omsetningen til Retro i størst grad. Det som er helt sikkert er at man har blitt rammet av finanskrisen. Mange har nok fått seg en vekker i løpet av denne krisen. I og med at Retro selger dyre merkeklær er det naturlig at dette er en gruppe som blir ekstra hardt rammet. Når folk får mindre penger går man ikke og kjøper seg en ny dress til 5000,- kroner. En kundegruppe som nesten har forsvunnet for Retro er eiendomsmeglere. Mye av grunnen til dette er nedgangen som var i eiendomsmarkedet.

Det er dermed beregnet en nedgang i forbruket fram til 2010, og det er nok av vår oppfattelse at "luksus" produkter vil ha en større nedgang ved at forbrukerne søker over til billigere substitutter.

## **6.0 Oppsummering av intern og ekstern analysen**

### **(SWOT)**

Vi skal nå oppsummere de punktene vi fant i intern og ekstern analysen i en SWOT-matrise. Her legger vi inn styrker og svakheter, for deretter å se dette opp mot muligheter og trusler. Dette vil gi oss et bedre innsyn i hvordan situasjon er for Retro. Vi har valgt å legge vekt på de områdene som vi mener er viktigst for bedriften. Det er flere områder som kunne blitt tatt med, men på bakgrunn av våre samtaler med daglig leder og styreleder Jørgen Sagmo er det disse punktene vi prioriterte.

	<b>MULIGHETER</b>	<b>TRUSLER</b>
<b>STYRKER</b>	<p>- Økonomiske ressurser som gir muligheter for å overta markedsandeler fra konkurrenter som ikke er like godt rustet til å komme igjennom nedgangstider.</p> <p>- Erfaring og kunnskap i bedriften og blant de faste ansatte som gjør at Retro kan skaffe flere bedrifts kunder, og skaffe bedre innkjøpsavtaler med nye og eksisterende merker.</p>	<p>- Erfaringer, kunnskap og merkevaren Retro er så sterk at det vil være vanskelig for en ny aktør å komme inn i markedet å ta store markedsandeler fra Retro.</p> <p>- Har en sterk merkevare som gir gode forhandlingsmuligheter med leverandører angående returrett og enerett på merker.</p>
<b>SVAKHETER</b>	<p>- Et lagersystem som gjør bedriften lite effektiv i forhold til varelager. Varelager binder opp kapital. Dersom varelageret ikke reduseres vil dette gjøre det vanskelig for Retro å ta sjanser i og med at de har for mye kapital bundet opp i varelageret.</p> <p>- Liten administrasjon som kan ha vanskelig for å se mulighetene når de byr seg.</p>	<p>- Lite markedsføring gjør at kunder som ikke kjenner Retro kan velge konkurrenter som er mer aktiv med markedsføring fordi de ikke kjenner til Retro.</p> <p>- Retro har ikke en stor administrasjon. Dette gjør at kjeder med store markedsføringsapparater lett kan gjøre seg bemerket i Retro sitt marked, og dermed stjele kunder.</p>

## 7.0 Verdsettelses modeller

### 7.1 FCF-modellen<sup>14</sup>

Det er den mest krevende modellen, men det er den som gir et mest korrekt resultat på verdivurderingen. Man tar utgangspunkt i historiske tall, fra 4-6 år bakover i tid, som er med på å gi en pekepinn på hvordan framtiden blir. Deretter budsjetterer man regnskap og balanse fram i tid på bakgrunn av historiske tall, men også på bakgrunn av egne forutsetninger og vurderinger. De frie kontantstrømmene kommer man fram til ved følgende formel:

#### **Driftsresultat etter skatt**

+Av- nedskrivninger

-/+ Gevinst tap ved salg av varige driftsmidler

+/- Endring langsiktige avsetninger

+/- Endring netto operasjonell arbeidskapital

**= Kontantstrøm fra drift**

- Investeringer

**= Fri kontantstrøm (FCF)**

Optimal budsjettperiode er fra 3-5 år, men dette kan variere. Jo lenger budsjettperiode, jo større usikkerhet knytter det seg til nøyaktigheten.

Etter å ha beregnet de frie kontantstrømmene for budsjettperioden, er det vanlig å beregne nåverdien av en ”uendelig” annuitet med konstant vekst (Gordons vekstformel<sup>15</sup>)

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

<sup>14</sup> Soffer, Leonard C. & Robin J. Soffer. 2003. *Financial Statement Analysis: A valuation Approach*. New Jersey: Prentice-Hall. kapittel 9.1

<sup>15</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Gordon\\_model](http://en.wikipedia.org/wiki/Gordon_model)

Når man har kontantstrømmene for alle årene, samt verdien av uendelig annuitet med konstant vekst, neddiskonteres dette med avkastningskravet (WACC)

## 7.2 WACC

Weighted-Average Cost of Capital (WACC) brukes som avkastningskrav i FCF modellen, og kan sies å være det minste avkastningskrav et selskap må tjene for å tilfredsstille sine kreditorer og eiere.

$$\text{WACC} = d \cdot k_d \cdot (1 - \tau_c) + (1 - d) \cdot k_e$$

Hvor  $d$  er andel gjeld,  $k_d$  er lånerente,  $\tau_c$  er selskapsskatt og  $k_e$  er egenkapitalkostnaden.

### 7.2.1 CAPM (egenkapitalkostnaden)

CAPM forutsetter at investor er risikoavers, og den bestemmer en teoretisk rente i forhold til en formuesgjenstand.

$$E(R_i) = s \cdot R_f + (s \cdot R_f - E(R_m)) \cdot \beta$$

$E(R_i)$  er egenkapitalkostnad,  $R_f$  er risikofri rente,  $(R_f - E(R_m))$  er risikopremie,  $s$  er skatt,  $E(R_m)$  er forventet markedsavkastning, og  $\beta$  er Beta (korrelasjon med markedet)

### 7.2.2 Beta<sup>16</sup>

Beta forteller oss hvordan en aksje forholder seg til markedsporteføljen og er også et mål på et selskaps systematiske risiko (den risikoen som ikke kan diversifiseres bort).

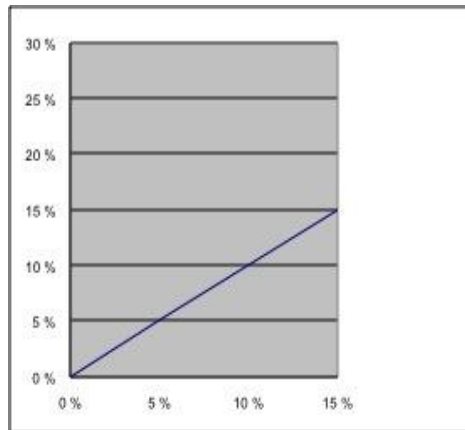
Hvis  $\beta > 1$  vil den bevege mer enn markedsporteføljen. Når markedsporteføljen synker vil den synke mer i verdi, og motsatt.

---

<sup>16</sup> Soffer, Leonard C. & Robin J. Soffer. 2003. *Financial Statement Analysis: A valuation Approach*. New Jersey: Prentice-Hall. s 149-154

X-akse =  
markedets  
avkastning

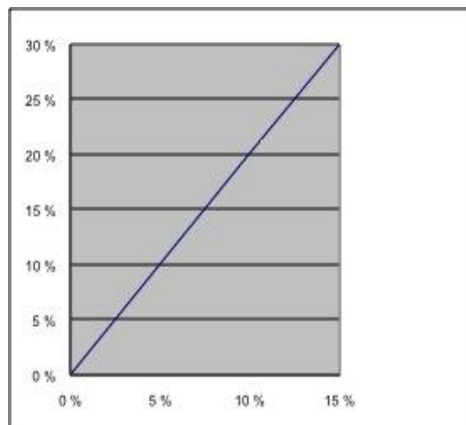
Y-akse =  
aksjens  
avkastning



Aksjens  
avkastning  
når B=1

X-akse =  
markedets  
avkastning

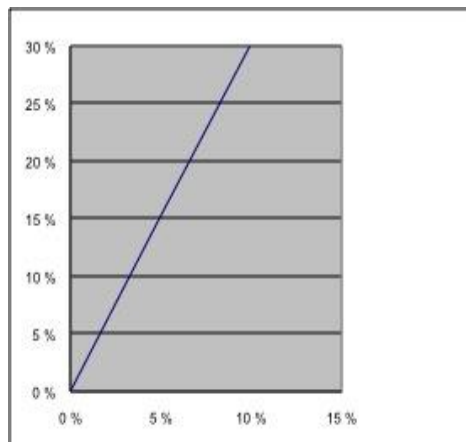
Y-akse =  
aksjens  
avkastning



Aksjens  
avkastning  
når B=2

X-akse =  
markedets  
avkastning

Y-akse =  
aksjens  
avkastning



Aksjens  
avkastning  
når B=3

Når man skal beregne avkastningskrav for ikke noterte aksjeselskap må man bruke beta for sammenlignbare selskap. Dermed må man finne andre børsnoterte selskap, og regne ut en gjennomsnittlig betaverdi for disse.

Dette gjør man ved å se på avkastningen for en gitt aksje, mot avkastningen på børsen aksjen er notert. Lengden man ser på kan variere, men jo flere observasjoner, jo mer presist.

### ***7.2.3 Gjelds- og egenkapitalsandel***

Både egenkapital og gjeldsandel beregnes av markedsverdier, og det er kun den rentebærende gjelden som inngår ved beregning av andelene. Den rentefrie gjelden brukes når vi budsjetterer kontantoverskuddene<sup>17</sup>

### ***7.2.4 Likviditetspremie***

Man kan i følge Bøhren & Michalsen (2005)<sup>18</sup> kreve en likviditetspremie for aksjer som ikke er børsnoterte. Dette fordi transaksjonskostnadene er høyere på grunn av at det kan være vanskelig å finne kjøpere og selgere. Ofte må man vente lenger for å få solgt seg ut, og dette kan også medføre at prisen på aksjene går ned. Dette ville ikke vært tilfelle dersom aksjene var børsnotert.

### ***7.3 Multiplikatormodell<sup>19</sup>***

Modellen går ut på at man bruker multiplikatorer, til å verdsette et gitt selskap (target), fra andre sammenlignbare selskap(comp). Dermed stilles det krav til at man har nogenlunde like vekstforventninger, resultatmarginer og investeringsbehov.

---

<sup>17</sup> Dahl, Gunnar, Terje Hansen, Roar Hoff og Arne Kinserdal. 1997. *Verdsettelse i Teori og Praksis*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag AS s.8

<sup>18</sup> Bøhren, Øyvind og Dag Michalsen. 2006. *Finansiell Økonomi: Teori og praksis*. Oslo: Skarvet Forlag AS

<sup>19</sup> Soffer, Leonard C. & Robin J. Soffer. 2003. *Financial Statement Analysis: A valuation Approach*. New Jersey: Prentice-Hall. kapittel 16



verdien av target      skaleringsfaktor      driver for

$$V_{\text{target}} = \left( \frac{V_{\text{comp}}}{X_{\text{comp}}} \right) \cdot X_{\text{target}}$$

Typisk skaleringsfaktor er P/E (price/earnings). Noe som gir:

$$V_{\text{target}} = \left( \frac{\text{Price per share}}{\text{Earnings per share}} \right) \cdot \text{Earnings per share (for selskapet vi vil vurdere)}$$

Multiplikatormodellen er en litt enklere modell, og er på mange måter en snarvei i verdsettelses sammenheng. Fordelen med den er at den ikke er spesielt tids og ressurskrevende. Den har høstet mye kritikk på et teoretisk grunnlag, fordi den kun tar utgangspunkt i et års resultater, og ikke flere år. Samtidig bruker man ofte resultat som skaleringsfaktor, og dette kan være lett å manipulere, i motsetning til kontantstrømmer.

Til tross for denne kritikken er metoden ofte brukt innenfor finans., og den kan også gi et bra sammenligningsgrunnlag når man sammenligner med FCF metoden. Samtidig er det en bra metode for å verdsette selskap som ikke er børsnoterte.

## 8.0 ANALYSE

### 8.1 WACC

#### 8.1.2 Risikofri rente

For å finne den risikofri renten er det vanlig å bruke statsobligasjoner. Videre burde den risikofri renten settes lik lengden på estimerte kontantstrømmer<sup>20</sup>.

Ettersom vi forutsetter uendelig vekst etter år 10, burde den dermed tilsvare 30 år.

<sup>20</sup> Soffer, Leonard C. & Robin J. Soffer. 2003. *Financial Statement Analysis: A valuation Approach*. New Jersey: Prentice-Hall .s.146

Det er imidlertid ikke noe merkbar forskjell i renten på 30 og 10 års statsobligasjoner. Dermed har vi valgt å sette den lik 4,5 %<sup>21</sup>

### **8.1.3 Risikopremie**

Soffer sier at man kan ta utgangspunkt i historisk gjennomsnittlig avkastning for å bestemme risikopremie. Dermed burde den ligge mellom 7 – 9 %, men det er mye som tyder på at dette blir feil på grunn av endringer i økonomiske forhold. Andre forskere mener at den burde ligge så lavt som 2 – 3 % i følge Soffer & Soffer (2003)<sup>22</sup>.

I Norges-Banks rapport fra 2002<sup>23</sup> sies det blant annet at den stabile inflasjonen i verden etter andre verdenskrig har vært med på å skape mindre usikkerhet og risiko. På denne måten kan investorer spre investeringer over flere land og bransjer. Dette er med på at man senker kravet til risikopremien.

Videre sies det ”Det finansielle systemet er mer solid og avansert enn det noen gang har vært, og handlekostnadene er lavere enn tidligere. Mye av fallet i risikopremien de siste tiårene kan forklares med denne type økonomiske argumenter.”

Ironisk nok viser det seg jo at dette ikke stemmer.

I rapporten sin fra 2005<sup>24</sup> blir det nevnt at risikopremien i Norge fra 1900-2004 har vært omtrent 2 %, på samme tid har den vært rundt 4,5 % i USA. Altså er det mye som tyder på at det i Norge vil være en lavere risikopremie enn USA

Samtidig har de estimert en risikopremie for 2005 på like under 2 %

---

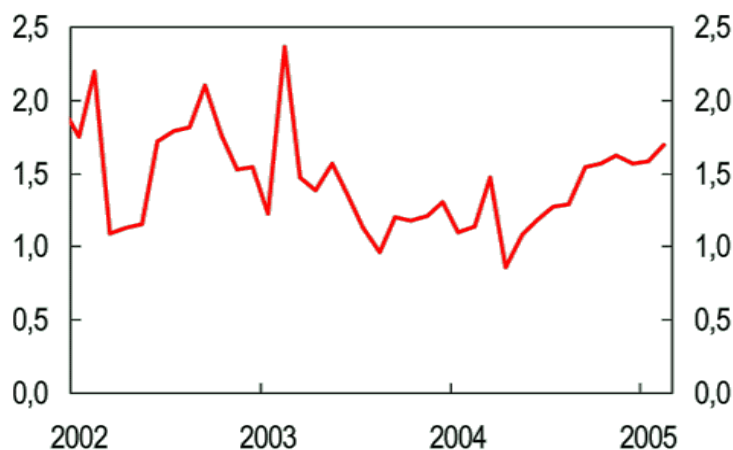
21 [http://www.norges-bank.no/templates/article\\_\\_\\_\\_55495.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article____55495.aspx)

22 Soffer, Leonard C. & Robin J. Soffer. 2003. *Financial Statement Analysis: A valuation Approach*. New Jersey: Prentice-Hall. 147-149

23 [http://www.norges-bank.no/templates/report\\_\\_\\_\\_47004.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/report____47004.aspx)

24 [http://www.norges-bank.no/templates/report\\_\\_\\_\\_45669.aspx#rammefot4](http://www.norges-bank.no/templates/report____45669.aspx#rammefot4)

**Figur 2** Risikopremie i det norske aksjemarkedet, basert på tretrinns dividendediskonteringsmodell. Prosent



Kilder: Norges Bank, Thomson Datastream og EcoWin JCF

Dette var imidlertid før finanskrisen, og vi mener det vil være en for lav risikopremie

I en nyere artikkel fra april 2009, av professor Pablo Fernández Professor of Corporate Finance ved IESE Business School i Madrid, er det gjort undersøkelser med 1400 bidrag. Hvor det ble sagt at risikopremien for Norge i gjennomsnitt er 5,6 %. Dermed velger vi å legge oss på dette gjennomsnittet.

#### **8.1.4 Beta**

Ettersom Retro ikke er børsnotert, får vi heller ikke sett hvordan aksjekursene svinger og en nøyaktig Beta lar seg ikke regne ut.

Soffer & Soffer (2003)<sup>25</sup> sier man bør finne sammenlignbare selskap og bruke deres gjennomsnittlige beta i beregning av CAPM. Litt av utfordringen er at det er svært få klesbutikker og enda færre motehus som er børsnotert. Derfor er også en del av selskapene vi har valgt ut klesprodusenter og ikke rene butikker, men det er klart at om butikkene ikke får solgt klærne sine, får heller ikke produsentene solgt sine. Dermed anser vi det som naturlig å ta disse med.

<sup>25</sup> Soffer, Leonard C. & Robin J. Soffer. 2003. *Financial Statement Analysis: A valuation Approach*. New Jersey: Prentice-Hall.s 161

Vårt valg har falt på de få selskapene vi har funnet som er børsnoterte. De vi har valgt ut er Burberry Group, Bjørn Borg, Asos og Hugo Boss.

Asos<sup>26</sup> er notert på London Stock Exchange, og det er en nettbutikk som har veldig mange forskjellige merker, inkludert veldig mange av de Retro fører.

Bjorn Borg<sup>27</sup> hadde undertøy som sitt kjerneprodukt tidligere, men har etterhvert utvidet til sko, klær og briller. Bjørn Borg er notert på Stockholmsbørsen.

Tidligere førte Retro Bjørn Borg, og siden det har hovedkvarter i Sverige, vil dette typisk være et selskap som kan følge noenlunde samme utvikling som Retro

Hugo Boss<sup>28</sup> er et merke som har eksistert siden 1923 og fører flere undermerker i luksussegmentet. Retro har ikke tidligere hatt dette merket, men vurderer nå å ta det inn i sitt sortiment

Burberry Group<sup>29</sup> er også et velkjent historisk selskap som fører dyrere motemerker i ulike klasser. Burberry Group er notert på Londonbørsen og dette er også et merke Retro fører.

Ved å benytte bransjesiden Damodaran<sup>30</sup> har vi funnet relevante betaverdier for de aktuelle selskapene. Disse har vi regnet sammen til et gjennomsnitt med like vekter.

$\beta$	BETA	1,44
---------	------	------

Vi har altså kommet fram til en Beta på 1,44. Dette vil dermed si at Retro's aksjekurs ville ha svingt med 0,4 ganger så mye som markedet. Dette høres fornuftig ut ved at man kan se for seg at den prosentvise nedgangen i omsetning er større enn for eksempel H&Ms prosentvise nedgang.

<sup>26</sup> <http://en.wikipedia.org/wiki/ASOS.com>

<sup>27</sup> <http://www.bjornborg.com/en/Company/About-Bjorn-Borg/>

<sup>28</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Hugo\\_Boss](http://en.wikipedia.org/wiki/Hugo_Boss)

<sup>29</sup> <http://en.wikipedia.org/wiki/Burberry>

<sup>30</sup> <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

### 8.1.5 Likviditetspremie

Her velger vi å bruke en likviditetspremie på 5 % (som brukes som standard) på grunn av at Retro ikke er børsnotert og aksjene deres dermed blir mindre likvid.

### 8.1.6 Gjeld

Ettersom verken Retro Nordre eller Carl Johan er finansiert med langsiktig gjeld, samt at rentekostnaden nesten er ubetydelig er dette entydig med at den kortsiktige gjelden ikke er rentebærende. Dermed settes WACC=CAPM som er 14,31 %. Dette samsvarer også med teoridelen, hvor gjelden skal beregnes av rentebærende gjeld. I følge styreleder Sagmo har også retro en målsetning om å ikke ta opp langsiktig gjeld. Dermed oppfylles også kravet til forutsetningen om konstant gjeldsgrad.

### 8.1.7 WACC beregning

På bakgrunn av følgende beregninger og vurderinger har vi fått en WACC som er lik 14,31 %. Tar man med inflasjonsmålet fra Norges Bank på 2,5 % får man en reell WACC på 11,52 %

$\beta$	BETA	1,44	Inflasjon	2,50 %
$R_f$	Risikofri Rente	4,5 %	Andel Gjeld	0 %
$R_f - E(R_m)$	Markedets risikopremie	5,6 %	Andel EK	100 %
$E(R_m)$	Avkastning markedsporteføljen	12 %	WACC nominell	14,31 %
$s$	Selskapsskatt	28 %	WACC reell	11,52 %
	Likviditetspremie	5 %		
CAPM	Egenkaptialkostnad før skatt	17,55 %		
CAPM	Egenkaptialkostnad etter skatt	14,31 %		

## 8.2 RESULTAT

### 8.2.1 Budsjettperiode

Som sagt tidligere er optimal budsjettperiode fra 3-5 år. Vi har valgt å legge oss på 6 år (eksplisitt periode), for deretter å legge til konstant vekst (residual).

Grunnen til dette er at de neste 2 årene vil medføre stor usikkerhet på grunn av den pågående finanskrisen. Deretter tror vi at det vil bli en oppgang i økonomien og da er 4 år til en grei estimerings lengde

### 8.2.2 Vekst

Med utgangspunkt i antakelsene vi har gjort i den makroøkonomiske delen, samt utvikling så langt i 2009 har vi satt opp følgende vekst i omsetning for 10 år.

<b>BUDSJETTERT ÅRSRESULTAT RETRO NORDRE AS</b>					
Estimert	Estimert	Estimert	Estimert	Estimert	Estimert
2009	2010	2011	2012	2013	2014
-1 %	-1 %	3 %	4 %	5 %	5 %

<b>BUDSJETTERT ÅRSRESULTAT RETRO NORDRE AS</b>					
Estimert	Estimert	Estimert	Estimert	Estimert	Estimert
2009	2010	2011	2012	2013	2014
-1 %	-1 %	3 %	4 %	5 %	5 %

Som tabellene viser har vi budsjettert med helt lik vekst i omsetning for både RN og RC, dette mener vi blir riktig uavhengig av at det forskjellige butikker. Dette på grunn av samme varer, omtrent samme beliggenhet og også en ganske lik økonomisk utvikling.

2009 vil ha en nedgang i omsetning, dette baserer vi på regnskap for 1 kvartal. Videre tror vi at 2010 også vil bli et dårlig år, men ikke like dårlig som 2009. Dette baserer vi på prognoser fra SSB, som sier at den værste produksjonsnedgangen er nådd<sup>31</sup> Anslaget viser at konsum i private husholdninger vil opp med 4,6 prosent fra 2009.

Vi mener imidlertid at RN og RC vil få en negativ vekst på 1 %, dette fordi denne bransjen er mer utsatt for konjunktorene. Finanskrisen er forventet og snu rundt 2011, og vi tror det da vil komme en svak oppgang. Videre vil det være en jevn vekst på 4 % fram mot 2016, mens vi ser en avtak i veksten etter 2014. Vi tror denne svekkelsen i vekst, kommer fordi markedet er mettet, og omsetningen etter hvert vil fordele seg mer på konkurrenter.

### **8.2.3 Salgsinntekter**

Salgsinntektene beløper seg fra salg fra både dame og herre, og vekstprosenten vi har regnet med endres fra foregående års salg.

### **8.2.4 Andre inntekter**

Administrasjonen for hele Retro konsernet ligger i Trondheim og hos RC. Dermed mottar RC honorarer fra de andre butikkene i konsernet. Dette gjelder Nordre, Oslo, Kristiansand og Bergen. Det er slik at Retro har et ønske om å utvide sine butikker, og vi tror at dette medfører økte adm gebyrer, og altså en økning i andre inntekter for RC.

Dette honoraret har ligget på 192 000 for alle butikkene utenom Kristiansand, og ettersom butikken i Oslo legges ned, vil det nok ikke medføre like høye inntekter som i 2008. Derimot har Retro planer om å åpne ny butikk i Oslo i løpet av kort tid, så vi tror dette vil være tilbake til normalt i løpet av 2011.

---

<sup>31</sup> <http://www.ssb.no/emner/08/05/kt/>

### **8.2.5 Varekostnader**

Varekostnadene har historisk ligget på omtrent 55 % av salgsinntektene. 2008 ble et år hvor både RN og RCJ kjøpte inn varer som om det var et ”normalår”. Dette medførte at kostnadene i forhold til salgsinntekt ble langt høyere. Dette på grunn av dårligere salg, og at mye av varene ble solgt som salgsvarer, med lavere margin. Samtidig ble varelagrene bygd opp, og dette tror vi vil være med på å gjøre varekostnadene høyere enn normalt. Vi har derfor regnet med at varekostnadene i 2009 for både RC og RN vil ligge på 65% av salgsinntekt og i 2010 vil ligge på 60 % , før det normaliserer seg i 2011 på 55 %. Dette samsvarer også med regnskap hittil i år, samt historiske tall.

### **8.2.6 Lønnskostnader**

Vi er av den oppfatning at lønnskostnadene burde ligge en del høyere enn hva de gjør per dags dato. Imidlertid tror vi nok ikke at lønnen vil øke mer enn inflasjonen på 2,5 %, og i 2009 vil det ikke være lønnsvekst. Dette selv om RN og RC helt klart har lønnssevne som tilsier at de kan øke lønnen utover dagens nivå.

### **8.2.7 Avskrivning**

Avskrivningene går hovedsakelig tilbake til inventar i butikkene, og denne skattesatsen er på 20 % skattemessig. Selv om inventar kan ha en annen levetid og avskrivning regnskapsmessig, setter vi avskrivningene til 20 % av verdien i balansen. Dette er en forenkling vi til å ha liten betydning for verdivurderingen.

### **8.2.8 Andre driftskostnader**

Andre driftskostnader består av husleie, renhold, strøm, telefon, leie av dataterminal, vedlikeholdskostnader, honorarer til regnskap, kontorutstyr, markedsføring, gaver og andre diverse kostnader.

Vi har beregnet dette som en prosent av historiske tall, hvor vi ser på driftskostnader i forhold til salgsinntekt. Dette utgjør henholdsvis 16 % for RN og 15 % for RC



### ***8.2.9 Inntekt på investering i datterselskap***

Dette er en post som kun gjelder for RC og kommer fra balanseposten som heter ”investering i annet foretak samme konsern”. Dette er andre butikker i konsernet, og det er dermed fornuftig å fortsette lik vekst også for disse. Dermed er veksten vi har satt for RC og RN tidligere, den samme for inntektene på investering i datterselskaper.

### ***8.2.10 Finanskostnader og inntekter***

Dette består hovedsakelig i valutaforskjeller, som enten resulterer i en ekstra kostnad eller inntekt. Historisk sett utgjør ikke dette store summer. Det er også relativt vanskelig å estimere hvordan valutakursene for framtiden blir. Vi vet heller ikke hvilken valuta RN og RC vil handle med i framtiden, dermed har vi valgt å sette disse lik 0 i hele estimeringsperioden.

### ***8.2.11 Rentekostnader og inntekter***

Retro har ikke noe rentebærende gjeld. Dette til tross for at det framkommer rentekostnader og inntekter i resultatet for historiske år.

For RN utgjør dette småbeløp som hovedsakelig kommer når faktura går over forfall, evt renter på offentlige utgifter. Siden beløpene er av så små summer, vurderer vi det slik at dette egentlig er av ubetydelige størrelser. Man kan heller ikke forvente at slike renter skal komme framover pga for sent betalte faktura. Vi setter dem dermed til 0 for både RC og RN.

### ***8.2.12 Skattekostnad***

Skattekostnaden består normalt av betalbar skatt samt endring utsatt skatt. Det vil være vanskelig å finne ut av permanente forskjeller for framtiden. Det samme gjelder for utsatt skatt. Den effektive skattekostnaden har vært 28% for RN, dermed er det ingen grunn til at dette skal endre seg drastisk, såfremt det ikke kommer noen nye investeringer i driftsmidler. Dermed setter vi betalbar og

skattekostnaden til det samme, ettersom forskjellen i betalbar skatt og selve skattekostnaden er så liten.

Når det gjelder RC er det ikke samme tilfelle her. Her har det stort sett vært en betydelig forskjell på grunn av utsatt skatt. Vi benytter oss av betalbar skatt pluss endring utsatt skatt for å komme fram til skattekostnaden.

### **8.2.13 Utbytte**

Det forventes at størstedelen av overskuddet går til utbytte, mye for å reinvesteres i nye prosjekt i konsernet, men også for å betale ut til øvrige aksjonere. Dette stemmer overens med samtaler vi har hatt med styrets konsernleder Jørgen Sagmo.

## **8.3 BALANSE**

### **8.3.1 EIENDELER**

#### **8.3.1.1 ANLEGGSMIDLER**

##### **Utsatt skattefordel**

Tidligere har vi sagt at det vil være problematisk å si noe konkret om hvordan utsatt skatt vil være. Ettersom dette vil variere mellom skattemessige og regnskapsmessige avskrivninger. For både RN og RC ser det ut til å være sammenheng mellom skattefordel og verdi på inventar. Hos RC har det historisk utgjort rundt 8 %, dermed setter vi utsatt skattefordel til 8% av varige driftsmidler: Hos RN har det, med unntak av 2005 hvor det ble gjort en nedskrivning av driftsmidler, ligget på ca 50 %

##### **Varige driftsmidler**

Består av interiør, kassaapparat og kontormøbler. Avskrives med 20 & årlig og balansesummen fra foregående år trekkes av med årets avskrivning i resultatregnskapet. Det er forventet at verken RN og RC investerer i nytt interiør i løpet av budsjettperioden.

**Investeringer i annet foretak samme konsern**

Denne posten gjelder kun RC og vi forutsetter ikke at den kommer til å endre seg i løpet av budsjettperioden. Dermed settes denne til 2008 nivå.

**Investering i aksjer og andeler**

Dette er en liten aksjepost som RC har hos Trondheim Golfklubb. Dette er en ganske ubetydelig post, og den ansees for å holde seg konstant

**8.3.1.2 OMLØPSMIDLER****Lager av varer og annen beholdning**

Dette har vi tidligere nevnt, og vi har sagt at dette har begge butikkene feilberegnet i 2008. Imidlertid vet vi av samtaler med butikksjefene at det jobbes iherdig for å få ned varelageret, da den binder mye kapital.

Historisk sett har disse vært omtrent 30% av salgsinntektene for RC og 24% for RN. Vi tror at den oppbyggingen av varelageret, vil la seg reversere og setter dette som en konstant variabel for hele perioden.

**Fordringer**

Herunder kundefordringer og andre fordringer. Disse beregner vi som en historisk prosent av salgsinntekt. For RN er denne prosenten 1,5 for kundefordringer og 1,5 for andre fordringer. For RC er denne 2,5 % og 13 %

**Bankinnskudd kontanter og lignende**

Denne brukes som til å utligne balansen mellom eiendeler mot egenkapital & gjeld.

### **8.3.2 EGENKAPITAL OG GJELD**

#### **8.3.2.1 EGENKAPITAL**

##### **Selskapskapital**

Finansieringsevnen og likviditeten for både RC og RN er allerede god, dermed forventes det ikke noe endring i selskapskapital

##### **Opptjent egenkapital**

Her brukes fjorårets balansesum sammen med årets tilskudd fra resultatet.

#### **8.3.2.2 GJELD**

##### **Langsiktig gjeld**

Verken RC eller RN har langsiktig gjeld, dette er heller ikke ønskelig fra konsernledelsen. Dermed settes posten til 0 for begge.

##### **Leverandørgjeld**

Historisk har denne vært ganske konstant i forhold til varekostnadene, dermed bruker vi dette forholdet i beregningen. For RN er dette 7 % og for RC 10,6 %

##### **Betalbar skatt**

28 % av resultat før skattekostnader

##### **Skyldige offentlige avgifter**

Dette er hovedsakelig mva, og posten er ganske konstant i forhold til salgsinntekten. Posten utgjør 3,8% for RN og 4% for RC.

**Utbytte**

Hentes fra resultatet og legges som skyldig utbytte i balansen

**Annen kortsiktig gjeld**

I likhet med offentlige avgifter er også denne prosenten ganske konstant, historisk sett, i forhold til salgsinntekter, og vi har satt den til 3% for RN og 4% for RC

**9.0 VERDIVURDERING****9.1 FCF-Metoden****Operasjonell arbeidskapital**

Det første vi gjorde for å komme fram til FCF var å regne ut verdien av arbeidskapital, for å finne endringene i operasjonell arbeidskapital

<b>FCF NORDRE</b>						
ÅR	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Omløpsmidler - kontanter	3 872 971\$	3 834 241	3 949 268	4 107 239	4 312 601	4 528 231
Kortsiktig gjeld	2 031 249\$	2 436 528	3 049 659	3 343 263	3 569 030	3 801 284
Arbeidskapital	1 841 722\$	1 397 713	899 610	763 976	743 571	726 947
<b>+/- Endring netto operasjonell arbeidskapital</b>	<b>-444 009\$</b>	<b>498 104</b>	<b>-135 634</b>	<b>-20 405</b>	<b>-16 624</b>	<b>-726 947</b>

<b>FCF CARL JOHAN</b>						
ÅR	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Omløpsmidler - kontanter	9 892 822	7 679 982	7 910 382	8 226 797	8 638 137	9 070 044
Kortsiktig gjeld	4 998 878	5 921 176	7 302 819	7 480 485	7 915 084	8 355 179
Arbeidskapital	4 893 944	1 758 806	607 562	746 312	723 053	714 865

+/- Endring netto operasjonell arbeidskapital	-3 135 138	-1 151 244	138 749	-23 259	-8 188	-714 865
---	------------	------------	---------	---------	--------	----------

### Gevinst/tap salg av varig driftsmidler

Det er ikke budsjettert med noen salg av driftsmidler, dermed utgjør ikke dette noe verdi i beregning av FCF

### Endring langsiktige avsetninger

Her er det heller ikke budsjettert med noen avsetninger, så dette utgjør heller ingen verdi

### Fri kontantstrøm

For RN kom vi fram til følgende fri kontantstrøm

<b>Kontantstrøm fra drift</b>	757 802	1 245 049
Investeringer	0	0
<b>Fri Kontantstrøm (FCF)</b>	757 802	1 245 049

Og for RC ble beregningen slik

<b>Kontantstrøm fra drift</b>	3 490 314	2 104 382
Investeringer	0	0
<b>Fri Kontantstrøm (FCF)</b>	3 490 314	2 104 382

Disse neddiskonterer vi sammen med terminalverdien tilbake til starten av 2009 for å finne nåverdien.

### Terminalverdi

Som sagt under teoridelen vil det være naturlig å beregne en terminalverdi som utgår fra siste års kontantstrøm i perioden ganget opp med en jevn vekstrate.

Vi er av den oppfatning at markedet etter hvert vil bli mettet, men anser den konstante vekstraten til å være rundt 2 % for både RC og RN

### Kontantstrøm fra investeringsaktiviteter

RC har investeringer i datterselskap, og disse datterselskapene er forventet å generere en kontantstrøm i årene framover. Vi forutsetter også videre at den vil ha en konstant vekstrate. Dermed kom vi fram til en kontantstrøm for investeringene også.

SUM KONTANSTRØM						
FINANSIERINGSAKTIVTET	1 320 054	1 326 721	1 373 390	1 386 724	1 400 058	11 380 773
Neddiskontert	1 320 054	1 326 721	1 051 055	928 405	819 991	5 831 102
NÅVERDI	11 277 328					

#### 9.1.1 Verdivurdering

For RN kommer vi fram til følgende beregning:

Kontanter	2 027 781
Nåverdi fri kontantstrøm	15 881 498
Selskapsverdi (EV)	17 909 279
Verdien av Gjeld	1 972 995
Verdien av Egenkapital	15 936 284
Antall aksjer	5000,00
Verdi per aksje	3 187

Som man kan lese fra tabellen legges kontantene til nåverdien av fri kontantstrøm, dette gir selskapsverdien. Deretter trekker man fra Gjeld og kommer fram til verdien av Egenkapitalen. Dividerer vi den på antall aksjer får vi verdi per aksje.

For RC kommer vi fram til følgende beregning:

Kontanter	4 613 076
Nåverdi finansieringsaktivitet	11 277 328
Nåverdi fri kontantstrøm	23 820 666
Selskapsverdi (EV)	39 711 069
<hr/>	
Verdien av gjeld	4 000 487
<hr/>	
Verdien av Egenkapital	35 710 582
<hr/>	
Andtall aksjer	10000
<hr/>	
Verdi per aksje	3 571

Verdien for RC regnes ut på samme måte, men her må man også legge til nåverdien av finansieringsaktivitetene.

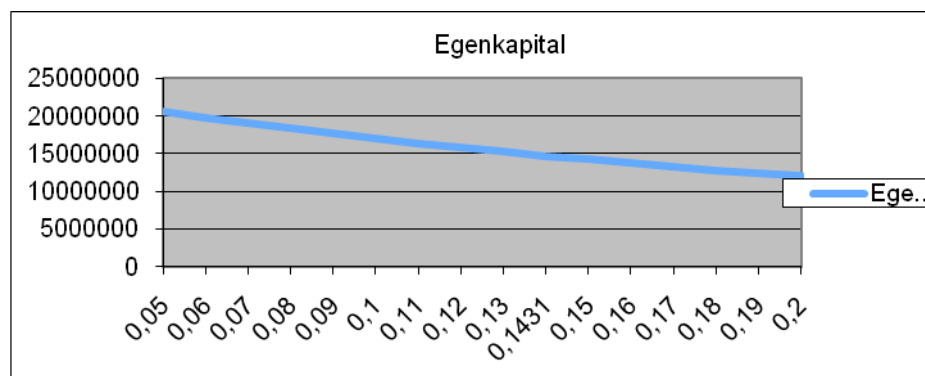
### 9.1.2 Sensitivitetsanalyser

#### Retro Nordre

WACC	Egenkapital	Aksjeverdi
5 %	20 630 206	4 126
6 %	19 825 729	3 965
7 %	19 063 433	3 813
8 %	18 340 702	3 668
9 %	17 655 104	3 531
10 %	17 004 378	3 401
11 %	16 386 423	3 277
12 %	15 799 281	3 160
13 %	15 241 127	3 048
<b>14,31 %</b>	<b>14 550 983</b>	<b>2 910</b>
15 %	14 205 099	2 841
16 %	13 724 158	2 745
17 %	13 266 057	2 653
18 %	12 829 504	2 566
19 %	12 413 291	2 483
20 %	12 016 286	2 403

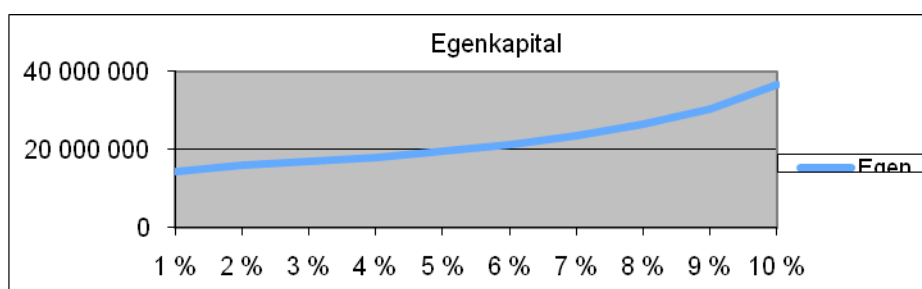
I den første analysen har vi sett hva som skjer med verdien av egenkapital om vi endrer WACC. Av analysen ser vi at jo høyere wacc, desto lavere verdi på egenkapital. Vi har også tatt med verdien på aksjen dersom WACCen går opp eller ned





vekstrate	Egenkapital	Aksjeverdi
1 %	14 467 314	2 893
2 %	15 936 284	3 187
3 %	16 919 197	3 384
4 %	18 092 782	3 619
5 %	19 518 480	3 904
6 %	21 287 306	4 257
7 %	23 540 079	4 708
8 %	26 506 885	5 301
9 %	30 591 132	6 118
10 %	36 570 621	7 314

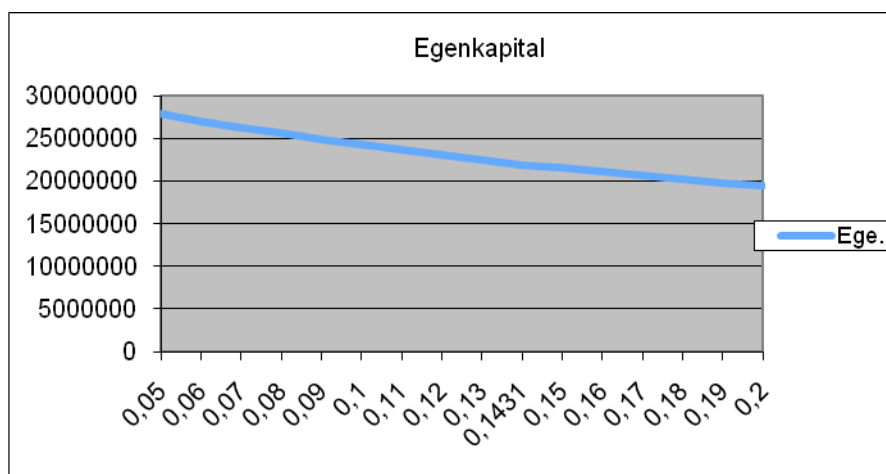
I denne tabellen vises hva som skjer med verdien av egenkapitalen og aksjeverdien dersom den evige vekstraten endres med 1 %. Som man kan se går verdien på EK opp når vekstraten økes.



**Retro Carl Johan**

WACC	Egenkapital	Aksjeverdi
5 %	27 825 275	2 783
6 %	27 033 103	2 703
7 %	26 283 924	2 628
8 %	25 574 800	2 557
9 %	24 903 028	2 490
10 %	24 266 128	2 427
11 %	23 661 812	2 366
12 %	23 087 974	2 309
13 %	22 542 669	2 254
<b>14,31</b>		
<b>%</b>	<b>21 868 511</b>	<b>2 187</b>
15 %	21 530 611	2 153
16 %	21 060 659	2 106
17 %	20 612 823	2 061
18 %	20 185 780	2 019
19 %	19 778 304	1 978
20 %	19 389 256	1 939

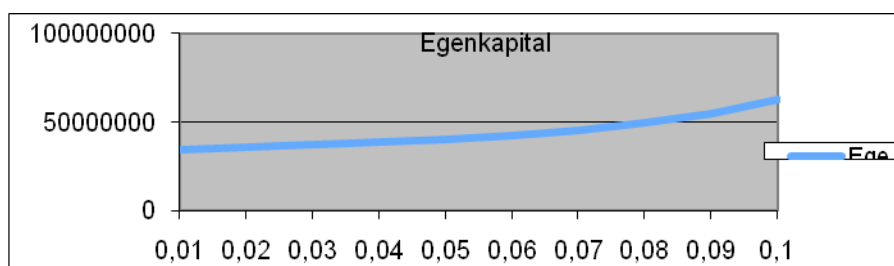
I den første analysen har vi sett hva som skjer med verdien av egenkapital om vi endrer WACC. Av analysen ser vi at jo høyere wacc, desto lavere verdi på egenkapital. Vi har også tatt med verdien på aksen dersom WACCen går opp eller ned



I denne tabellen vises hva som skjer med verdien av egenkapitalen og aksjeverdien dersom den evige vekstraten endres med 1 %. Som man kan se går verdien på EK opp når vekstraten økes.

vekstrate	Egenkapital	Aksjeverdi
1 %	34 621 591	3 462
2 %	35 710 582	3 571
3 %	36 992 144	3 699
4 %	38 522 312	3 852
5 %	40 381 195	4 038
6 %	42 687 462	4 269
7 %	45 624 719	4 562
8 %	49 492 960	4 949
9 %	54 818 166	5 482
10 %	62 614 466	6 261

I denne tabellen vises hva som skjer med verdien av egenkapitalen og aksjeverdien dersom den evige vekstraten endres med 1 %. Som man kan se går verdien på EK opp når vekstraten økes.



## 9.2 MULTIPLE VURDERING

Som tidligere nevnt kan det være hensiktsmessig å bruke multiple vurdering som sammenligningsgrunnlag. Det kan også være nyttig å bruke når man skal vurdere ikke noterte selskap, slik som Retro.

Her kan vi med en gang si at dette er langt fra optimalt, da man skal ha noenlunde like selskaper til sammenligning. Har overhode ikke tatt hensyn til kapitalstruktur, vekstmuligheter osv. Denne analysen blir mest å bruke som et slags sammenligningsgrunnlag for FCF metoden.

Optimalt ville ha vært å sammenligne seg med konkurrentene sine i Norge/Trondheim, men når man ikke har noterte kleskjeder i dette segmentet blir det vanskelig å velge riktige sammenlignbare selskap.

Vi har brukt tre ulike skaleringsfaktorer: Markedsverdi EK/Årsresultat, Markedsverdi EK/Salgsinntekter og til sist Markedsverdi EK/Boført Egenkapital.

Her har vi brukt samme sammenlignbare selskap som vi brukte under beregningen av Beta. Disse er hentet fra Damodaran<sup>32</sup> siden, og inneholder blant annet data som er relevant i beregningen

Selskapsnavn	<u>P/E</u>		RN	RC
Hugo Boss AG	8,72	Årsresultat	1 016 226	1 805 261
Bjorn Borg AB	9,24	<b>Verdi Egenkapital</b>	<b>13 038 317</b>	<b>23 161 742</b>
ASOS plc	26,87			
Burberry Group	6,50			
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>12,8301351</b>			

Selskapsnavn	<u>Price/Sales</u>		RN	RC
Hugo Boss AG	0,67	Salgsinntekter	14 435 762	21 962 086
Bjorn Borg AB	1,84	<b>Verdi Egenkapital</b>	<b>17 480 412</b>	<b>26 594 114</b>
ASOS plc	1,47			
Burberry Group	0,86			
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>1,210910224</b>			

Selskapsnavn	<u>P/Book Equity</u>		RN	RC
Hugo Boss AG	4,94	Bokført Egenkapital	5 210 923	14 222 733
Bjorn Borg AB	2,57	<b>Verdi Egenkapital</b>	<b>24 446 295</b>	<b>66 723 904</b>
ASOS plc	9,55			
Burberry Group	1,71			
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>4,691355999</b>			

For best å kunne bruke tallmaterialet, legger vi sammen for hvert selskap, og regner ut gjennomsnittet. Dette brukes så i vår beregning.

Som man kan se stiger markedsverdien av egenkapitalen alt ettersom hvilken skaleringsfaktor man bruker, og dette er kun med på å gi oss en slags pekepinn på hva markedsverdien er. I intervallet fra 13 til 24 mill for RN og 23 til 66 mill for RC. Dermed er spennet alt for stort til at man kan si noe konkret ut fra tallene, men om man ser isolert på de to første skaleringsfaktorene vil nok disse være bedre grunnlag enn bokført egenkapital. Disse er heller ikke så langt unna verdien av egenkapital vi fant under FCF metoden.

<sup>32</sup> <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

## 10.0 Konklusjon

I de beregningene og forutsetningene vi har tatt har vi kommet fram til verdien av Retro Nordre og Retro Carl Johan. Det blir litt feil å snakke om aksjekurs, siden ingen av aksjeselskapene er børsnoterte. Men vi har kommet fram til en verdi på Egenkapitalen på henholdsvis 15 936 284 for Retro Nordre og 3 5710 582 for Carl Johan. Grunnen til at verdien av Carl Johan blir så mye høyere er på grunn av investeringene de har som moderselskap.

Når det gjelder multiple vurderingen er denne mest for å se hvordan man har truffet på FCF modellen, og sånn sett har den ellers liten verdi

Det finnes ingen fasitsvar på hvordan man skal gjennomføre en verdivurdering, og det ligger en rekke usikre momenter knyttet opp mot verdien.

Om man tar et kritisk blikk på avkastningskravet og spesielt Beta, er nok denne noe usikker fordi sammenligningsgrunnlaget med andre selskaper i bransjen er for dårlig. Optimalt burde vi funnet selskap i land som ligner mer på oss selv, samt lignende butikkjeder i motsetning til klesprodusenter

Derimot har vi fått belyst forskjellene i verdi i sensitivitetsanalysene. Disse viste at verdien ble endret ved endring av blant annet avkastningskravet. Dette svingte fra 12 millioner opp til 20 millioner for Retro Nordre og fra 19 millioner og opp til 27 millioner for Retro Carl Johan. Det er også på det rene at man kunne ha kjørt flere analyser for å belyse usikkerhetene bedre.

Finanskrisen er det ingen som vet utviklingen av, og den kan fort være over om noen måneder uten at vi kan si dette for sikkert. Dermed er det ingen garanti for at omsetning og vekst er slik vi antar at det skal være. Vi føler allikevel at de analysene vi har gjort under makroøkonomiske forhold er med på å støtte opp om dette.

Den kanskje største svakheten ved analysen er at vi ikke har med noen investeringer. Det er en kjensgjerning at man må investere for å oppnå kontantstrømmer. Til tross for at vi tror at det i budsjettperioden ikke vil være nyinvesteringer i drifts eller anleggsmidler, er det nok unngåelig å at det ikke vil

komme investeringer på sikt. Dette burde vi strengt tatt med som et parameter i beregningen av terminalverdien.

Allikevel føler vi at vurderingene og forutsetningen vi har tatt, samt svakhetene ved analysen gir et godt bilde på verdien av Retro Nordre og Retro Carl Johan

## 11.0 Litteraturliste

### Bøker:

- Soffer, Leonard C. & Robin J. Soffer. 2003. Financial Statement Analysis: A valuation Approach. New Jersey: Prentice-Hall.
- Løwendal og Wenstøp. 2003. Grunnbok i Strategi 2.utgave. Oslo: N.W. Damm & Søn.
- Dahl, Gunnar, Terje Hansen, Roar Hoff og Arne Kinserdal. 1997. Verdsettelse i Teori og Praksis. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag AS
- Bøhren, Øyvind og Dag Michalsen. 2006. Finansiell Økonomi: Teori og praksis. Oslo: Skarvet Forlag AS

### Artikkel:

Fernandez, Pablo. 2009. Market Risk Premium used in 2008 by Professors: a survey with 1,400 answers. *IESE Business School*

### Nettsider:

[http://www.norges-bank.no/templates/article\\_\\_\\_\\_41607.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article____41607.aspx)

[http://www.norges-bank.no/templates/report\\_\\_\\_\\_45669.aspx#rammefot4](http://www.norges-bank.no/templates/report____45669.aspx#rammefot4)

[http://www.norges-bank.no/templates/report\\_\\_\\_\\_47004.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/report____47004.aspx)

[http://www.norges-bank.no/templates/article\\_\\_\\_\\_55495.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article____55495.aspx)

<http://www.dn.no/d2/mote/article1668235.ece>

<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article1613812.ece>

<http://www.ssb.no/okind/>

<http://www.ssb.no/sm/dell/ki06011n.shtml>

<http://www.ssb.no/kpi/>

<http://www.ssb.no/kt/>

<http://www.ssb.no/emner/08/05/kt/>

[http://en.wikipedia.org/wiki/Gordon\\_model](http://en.wikipedia.org/wiki/Gordon_model)

<http://en.wikipedia.org/wiki/ASOS.com>

[http://en.wikipedia.org/wiki/Hugo\\_Boss](http://en.wikipedia.org/wiki/Hugo_Boss)

<http://en.wikipedia.org/wiki/Burberry>

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<http://www.bjornborg.com/en/Company/About-Bjorn-Borg/>



## 12.0 VEDLEGG

### VEDLEGG 1

	Omsetning 2007	Markedsandel %
<b>Retro Carl Johan</b>	<b>23 230 000</b>	<b>22 %</b>
<b>Retro Nordre</b>	<b>15 184 000</b>	<b>14 %</b>
Carma	5 950 000	6 %
Cosmo	6 511 000	6 %
Høyer	7 947 000	7 %
Bello	8 338 000	8 %
Kleins Nordre	5 715 000	5 %
Kleins Byhaven	5 715 000	5 %
Shine	2 330 000	2 %
Bogart	10 872 000	10 %
Inzani	2 035 000	2 %
Gant	5 563 000	5 %
Brandstad	4 991 000	5 %
Marlboro	3 308 000	3 %
<b>SUM</b>	<b>107 689 000</b>	<b>100 %</b>

14,78 %

14,1 %

estimert

 RN 08  
 | 14 436 000  
 Endring

-4,93 %

	Omsetning 2006	Markedsandel %
<b>Retro Carl Johan</b>	<b>20 239 000</b>	<b>23 %</b>
<b>Retro Nordre</b>	<b>13 229 000</b>	<b>15 %</b>
Carma	6 537 000	7 %
Cosmo	5 707 000	6 %
Høyer	2 213 000	2 %
Bello	6 605 000	7 %
Kleins Nordre	4 430 000	5 %
Kleins Byhaven	4 430 000	5 %
Shine	2 275 000	3 %
Bogart	9 999 000	11 %
Inzani	1 839 000	2 %
Gant	4 151 000	5 %
Brandstad	4 401 000	5 %
Marlboro	2 719 000	3 %
<b>SUM</b>	<b>88 774 000</b>	<b>100 %</b>

4,61 %

-3,3 %

estimert

Oms RN 04

Oms RN 03

Oms RN 02

11 120 000

9 858 000

9 047 000

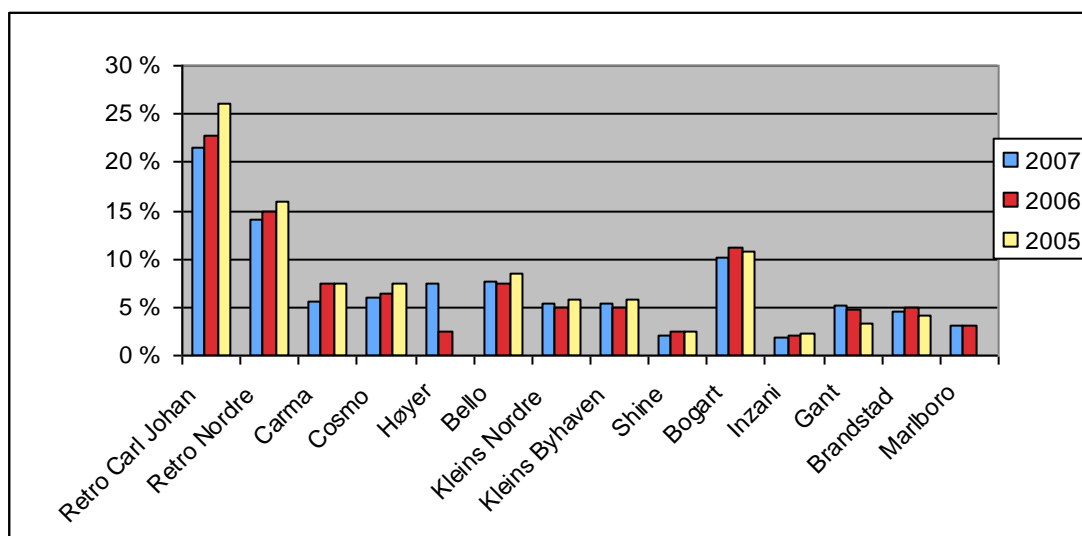
Vekst 04

Vekst 03

12,80 %

8,96 %

	Omsetning 2005	Markedsandel %	Gj.snitt vekst 9,99 %
<b>Retro Carl Johan</b>	<b>20 699 000</b>	<b>26 %</b>	
<b>Retro Nordre</b>	<b>12 646 000</b>	<b>16 %</b>	13,72 %
Carma	5 840 000	7 %	
Cosmo	5 902 000	7 %	
Høyer	0	0 %	Ikke åpnet
Bello	6 746 000	9 %	
Kleins Nordre	4 600 000	6 %	
Kleins Byhaven	4 600 000	6 %	estimert
Shine	2 018 000	3 %	
Bogart	8 559 000	11 %	
Inzani	1 743 000	2 %	
Marlboro	2 611 000	3 %	
Gant	3 258 000	4 %	
Brandstad	0	0 %	Ikke åpnet
<b>SUM</b>	<b>79 222 000</b>	<b>100 %</b>	



**Vedlegg2 Historisk Resultat og Balanse Retro Nordre og Retro AS**

<b>RETRO NORDRE AS</b>			
<b>RESULTATREGNSKAP FOR 2006</b>			
	<b>Note</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
<b>DRIFTSINNEKTER OG DRIFTSKOSTNADER</b>			
Salgsinntekter		13 228 961	12 645 728
<b>SUM DRIFTSINNEKTER</b>		<b>13 228 961</b>	<b>12 645 728</b>
Varekostnader		7 246 216	6 620 511
Lønnskostnader m.m.	2	1 699 017	1 620 980
Avskrivning på driftsmidler og immaterielle eiendeler	7	210 000	316 000
Annen driftskostnad		2 244 077	1 938 826
<b>SUM DRIFTSKOSTNADER</b>		<b>11 399 310</b>	<b>10 496 317</b>
<b>DRIFTSRESULTAT</b>		<b>1 829 651</b>	<b>2 149 411</b>
<b>FINANSINNEKTER OG FINANSKOSTNADER</b>			
Annen renteinntekt		24 785	11 551
Annen finansinntekt		414	0
Annen rentekostnad		2 551	1 812
Annen finanskostnad		-19	4 885
<b>RESULTAT FØR SKATTEKOSTNADE</b>		<b>1 852 318</b>	<b>2 154 265</b>
Skattekostnad på ordinært resultat	3	553 520	604 006
<b>ORDINÆRT RESULTAT</b>		<b>1 298 798</b>	<b>1 550 259</b>
<b>ÅRSOVERSKUDD(ÅRSUNDERSKUDD)</b>		<b>1 298 798</b>	<b>1 550 259</b>
<b>OVERFØRINGER</b>			
Avsatt til utbytte		1 000 000	750 000
Overføringer annen egenkapital		298 798	800 259
<b>RESULTATREGNSKAP RETRO NORDRE AS 2006</b>		<b>Foretaksnr. 983466893</b>	

<b>RETRO NORDRE AS</b>			
<b>BALANSE PR. 31.12.2006</b>			
	Note	2006	2005
<b>ANLEGGSMIDLER</b>			
<b>IMMATRIELLE EIENDELER</b>			
Utsatt skattefordel		136 548	104 886
<b>SUM IMMATRIELLE EIENDELER</b>		<b>136 548</b>	<b>104 886</b>
<b>VARIGE DRIFTSMIDLER</b>			
Driftsløsøre, inventar o.a. utstyr	1, 7	0	210 000
<b>SUM VARIGE DRIFTSMIDLER</b>		<b>0</b>	<b>210 000</b>
Obligasjoner og andre fordringer		250	250
<b>SUM FINANSIELLE ANLEGGSMIDLER</b>		<b>250</b>	<b>250</b>
<b>SUM ANLEGGSMIDLER</b>		<b>136 798</b>	<b>315 136</b>
<b>OMLØPSMIDLER</b>			
<b>LAGER AV VARER OG ANNEN BEHOLDNING</b>		<b>2 999 684</b>	<b>2 877 328</b>
<b>FORDRINGER</b>			
Kundefordringer	1, 8	236 817	182 704
Andre fordringer	1	91 721	357 462
<b>SUM FORDRINGER</b>		<b>328 538</b>	<b>540 166</b>
<b>BANKINNSKUDD KONTANTER O.L</b>	4	<b>2 238 288</b>	<b>1 650 272</b>
<b>SUM OMLØPSMIDLER</b>		<b>5 566 511</b>	<b>5 067 766</b>
<b>SUM EIENDELER</b>		<b>5 703 309</b>	<b>5 382 902</b>
<b>BALANSE RETRO NORDRE AS 2006</b>		<b>Foretaksnr. 983466893</b>	

<b>RETRO NORDRE AS</b>			
<b>BALANSE PR. 31.12.2006</b>			
	Note	2006	2005
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>			
<b>INSKUTT EGENKAPITAL</b>			
Selskapskapital	6	1 760 000	1 760 000
<b>SUM INSKUTT EGENKAPITAL</b>		<b>1 760 000</b>	<b>1 760 000</b>
<b>OPPTJENT EGENKAPITAL</b>			
Annen egenkapital	5	1 161 007	862 208
<b>SUM OPPTJENT EGENKAPITAL</b>		<b>1 161 007</b>	<b>862 208</b>
<b>SUM EGENKAPITAL</b>		<b>2 921 007</b>	<b>2 622 208</b>
<b>GJELD</b>			
<b>ANNEN LANGSIKTIG GJELD</b>			
<b>KORTSIKTIG GJELD</b>			
Leverandørgjeld	1, 8	313 079	505 810
Betalbar skatt	3	585 182	651 564
Skyldige offentlige avgifter		492 485	432 192
Utbytte		1 000 000	750 000
Annen kortsiktig gjeld		391 556	421 128
<b>SUM KORTSIKTIG GJELD</b>		<b>2 782 302</b>	<b>2 760 694</b>
<b>SUM GJELD</b>		<b>2 782 302</b>	<b>2 760 694</b>
<b>SUM GJELD OG EGENKAPITAL</b>		<b>5 703 309</b>	<b>5 382 902</b>
<b>TRONDHEIM den 25.04.2007</b>			
<u>Jørgen Voje Sagmo</u> Styrets leder	<u>Jon Ove Kulsetås</u> Styremedlem	<u>Jannike Holm</u> Styremedlem/daglig leder	
BALANSE RETRO NORDRE AS 2006		Foretaksnr. 983466893	

<b>RETRO NORDRE AS</b>			
<b>RESULTATREGNSKAP FOR 2007</b>			
	Note	2007	2006
<b>DRIFTSINTEKTER OG DRIFTSKOSTNADER</b>			
Salgsinntekter		15 183 687	13 228 961
<b>SUM DRIFTSINTEKTER</b>		<b>15 183 687</b>	<b>13 228 961</b>
Varekostnader		8 314 927	7 246 216
Lønnskostnader m.m.	2	2 054 972	1 699 017
Avskrivning på driftsmidler og immaterielle eiendeler		19 516	210 000
Annen driftskostnad		2 373 131	2 244 077
<b>SUM DRIFTSKOSTNADER</b>		<b>12 762 546</b>	<b>11 399 310</b>
<b>DRIFTSRESULTAT</b>		<b>2 421 141</b>	<b>1 829 651</b>
<b>FINANSINTEKTER OG FINANSKOSTNADER</b>			
Annen renteinntekt		44 571	24 785
Annen finansinntekt		0	414
Annen rentekostnad		198	2 551
Annen finanskostnad		449	-19
<b>RESULTAT FØR SKATTEKOSTNADE</b>		<b>2 465 065</b>	<b>1 852 318</b>
Skattekostnad på ordinært resultat	3	691 375	553 520
<b>ORDINÆRT RESULTAT</b>		<b>1 773 690</b>	<b>1 298 798</b>
<b>ÅRSOVERSKUDD(ÅRSUNDERSKUDD)</b>		<b>1 773 690</b>	<b>1 298 798</b>
<b>OVERFØRINGER</b>			
Avsatt til utbytte		500 000	1 000 000
Overføringer annen egenkapital		1 273 690	298 798
<b>RESULTATREGNSKAP RETRO NORDRE AS 2007</b>		<b>Foretaksnr. 983466893</b>	

<b>RETRO NORDRE AS</b>			
<b>BALANSE PR. 31.12.2007</b>			
	Note	2007	2006
<b>ANLEGGSMIDLER</b>			
<b>IMMATRIELLE EIENDELER</b>			
Utsatt skattefordel	3	100 779	136 548
<b>SUM IMMATRIELLE EIENDELER</b>		<b>100 779</b>	<b>136 548</b>
<b>VARIGE DRIFTSMIDLER</b>			
Driftsløsøre, inventar o. a. utstyr	1	149 114	0
<b>SUM VARIGE DRIFTSMIDLER</b>		<b>149 114</b>	<b>0</b>
Obligasjoner og andre fordringer		250	250
<b>SUM FINANSIELLE ANLEGGSMIDLER</b>		<b>250</b>	<b>250</b>
<b>SUM ANLEGGSMIDLER</b>		<b>250 143</b>	<b>136 798</b>
<b>OMLØPSMIDLER</b>			
<b>LAGER AV VARER OG ANNEN BEHOLDNING</b>		<b>3 647 416</b>	<b>2 999 684</b>
<b>FORDRINGER</b>			
Kundefordringer	1, 8	254 355	236 817
Andre fordringer	1	140 493	91 721
<b>SUM FORDRINGER</b>		<b>394 847</b>	<b>328 538</b>
<b>BANKINNSKUDD KONTANTER O.L</b>	4	<b>2 870 157</b>	<b>2 238 288</b>
<b>SUM OMLØPSMIDLER</b>		<b>6 912 421</b>	<b>5 566 511</b>
<b>SUM EIENDELER</b>		<b>7 162 564</b>	<b>5 703 309</b>
<b>BALANSE RETRO NORDRE AS2007</b>		<b>Foretaksnr. 983466893</b>	

<b>RETRO NORDRE AS</b>						
<b>BALANSE PR. 31.12.2007</b>						
	Note	2007	2006			
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>						
<b>INSKUTT EGENKAPITAL</b>						
Selskapskapital	6	1 760 000	1 760 000			
<b>SUM INSKUTT EGENKAPITAL</b>		<b>1 760 000</b>	<b>1 760 000</b>			
<b>OPPTJENT EGENKAPITAL</b>						
Annen egenkapital	5	2 434 697	1 161 007			
<b>SUM OPPTJENT EGENKAPITAL</b>		<b>2 434 697</b>	<b>1 161 007</b>			
<b>SUM EGENKAPITAL</b>		<b>4 194 697</b>	<b>2 921 007</b>			
<b>GJELD</b>						
<b>ANNEN LANGSIKTIG GJELD</b>						
<b>KORTSIKTIG GJELD</b>						
Leverandørgjeld	1, 8	686 221	313 079			
Betalbar skatt	3	655 606	585 182			
Skyldige offentlige avgifter		682 418	492 485			
Utbytte		500 000	1 000 000			
Annen kortsiktig gjeld		443 621	391 556			
<b>SUM KORTSIKTIG GJELD</b>		<b>2 967 867</b>	<b>2 782 302</b>			
<b>SUM GJELD</b>		<b>2 967 867</b>	<b>2 782 302</b>			
<b>SUM GJELD OG EGENKAPITAL</b>		<b>7 162 564</b>	<b>5 703 309</b>			
<b>TRONDHEIM den</b>						
<table style="width: 100%; border: none;"> <tr> <td style="width: 33%; text-align: center;"> <u>Jørgen Voje Sagmo</u> Styrets leder         </td> <td style="width: 33%; text-align: center;"> <u>Jon Ove Kulsetås</u> Styremedlem         </td> <td style="width: 33%; text-align: center;"> <u>Jannike Holm</u> Styremedlem/daglig leder         </td> </tr> </table>				<u>Jørgen Voje Sagmo</u> Styrets leder	<u>Jon Ove Kulsetås</u> Styremedlem	<u>Jannike Holm</u> Styremedlem/daglig leder
<u>Jørgen Voje Sagmo</u> Styrets leder	<u>Jon Ove Kulsetås</u> Styremedlem	<u>Jannike Holm</u> Styremedlem/daglig leder				
<b>BALANSE RETRO NORDRE AS2007</b>		<b>Foretaksnr. 983466893</b>				



<b>RETRO NORDRE AS</b>			
<b>RESULTATREGNSKAP FOR 2008</b>			
	<b>Note</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>
<b>DRIFTSINNEKTER OG DRIFTSKOSTNADER</b>			
Salgsinntekter		14 435 762	15 183 687
<b>SUM DRIFTSINNEKTER</b>		<b>14 435 762</b>	<b>15 183 687</b>
Varekostnader		8 224 577	8 314 927
Lønnskostnader m.m.	2	2 310 730	2 054 972
Avskrivning på driftsmidler og immaterielle eiendeler	7	41 404	19 516
Annen driftskostnad		2 517 144	2 373 131
<b>SUM DRIFTSKOSTNADER</b>		<b>13 093 855</b>	<b>12 762 546</b>
<b>DRIFTSRESULTAT</b>		<b>1 341 907</b>	<b>2 421 141</b>
<b>FINANSINNEKTER OG FINANSKOSTNADER</b>			
Annen renteinntekt		73 834	44 571
Annen finansinntekt		395	0
Annen rentekostnad		3 416	198
Annen finanskostnad		444	449
<b>RESULTAT FØR SKATTEKOSTNADE</b>		<b>1 412 276</b>	<b>2 465 065</b>
Skattekostnad på ordinært resultat	3	396 050	691 375
<b>ORDINÆRT RESULTAT</b>		<b>1 016 226</b>	<b>1 773 690</b>
<b>ÅRSOVERSKUDD(ÅRSUNDERSKUDD)</b>		<b>1 016 226</b>	<b>1 773 690</b>
<b>OVERFØRINGER</b>			
Avsatt til utbytte		0	500 000
Overføringer annen egenkapital		1 016 226	1 273 690
<b>RESULTATREGNSKAP RETRO NORDRE AS 2008</b>		<b>Foretaksnr. 983466893</b>	

<b>RETRO NORDRE AS</b>			
<b>BALANSE PR. 31.12.2008</b>			
	Note	2008	2007
<b>ANLEGGSMIDLER</b>			
<b>IMMATRIELLE EIENDELER</b>			
Utsatt skattefordel	3	86 076	100 779
<b>SUM IMMATRIELLE EIENDELER</b>		<b>86 076</b>	<b>100 779</b>
<b>VARIGE DRIFTSMIDLER</b>			
Driftsløsøre, inventar o.a. utstyr	1, 7	165 296	149 114
<b>SUM VARIGE DRIFTSMIDLER</b>		<b>165 296</b>	<b>149 114</b>
Obligasjoner og andre fordringer		250	250
<b>SUM FINANSIELLE ANLEGGSMIDLER</b>		<b>250</b>	<b>250</b>
<b>SUM ANLEGGSMIDLER</b>		<b>251 622</b>	<b>250 143</b>
<b>OMLØPSMIDLER</b>			
<b>LAGER AV VARER OG ANNEN BEHOLDNING</b>		<b>4 451 447</b>	<b>3 647 416</b>
<b>FORDRINGER</b>			
Kundefordringer	1	161 262	254 355
Andre fordringer	1, 8	291 806	140 493
<b>SUM FORDRINGER</b>		<b>453 068</b>	<b>394 847</b>
<b>BANKINNSKUDD KONTANTER O.L</b>	4	<b>2 027 781</b>	<b>2 870 157</b>
<b>SUM OMLØPSMIDLER</b>		<b>6 932 295</b>	<b>6 912 421</b>
<b>SUM EIENDELER</b>		<b>7 183 917</b>	<b>7 162 564</b>
<b>BALANSE RETRO NORDRE AS 2008</b>		<b>Foretaksnr. 983466893</b>	

<b>RETRO NORDRE AS</b>			
<b>BALANSE PR. 31.12.2008</b>			
	Note	2008	2007
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>			
<b>INSKUTT EGENKAPITAL</b>			
Selskapskapital	6	1 760 000	1 760 000
<b>SUM INSKUTT EGENKAPITAL</b>		<b>1 760 000</b>	<b>1 760 000</b>
<b>OPPTJENT EGENKAPITAL</b>			
Annen egenkapital		3 450 923	2 434 697
<b>SUM OPPTJENT EGENKAPITAL</b>		<b>3 450 923</b>	<b>2 434 697</b>
<b>SUM EGENKAPITAL</b>	<b>5</b>	<b>5 210 923</b>	<b>4 194 697</b>
<b>GJELD</b>			
<b>ANNEN LANGSIKTIG GJELD</b>			
<b>KORTSIKTIG GJELD</b>			
Leverandørgjeld	1, 8	542 941	686 221
Betalbar skatt	3	381 347	655 606
Skyldige offentlige avgifter		558 298	682 418
Utbytte		0	500 000
Annen kortsiktig gjeld		490 409	443 621
<b>SUM KORTSIKTIG GJELD</b>		<b>1 972 995</b>	<b>2 967 867</b>
<b>SUM GJELD</b>		<b>1 972 995</b>	<b>2 967 867</b>
<b>SUM GJELD OG EGENKAPITAL</b>		<b>7 183 917</b>	<b>7 162 564</b>
<b>TRONDHEIM den</b>			
<u>Jørgen Voje Sagmo</u> Styrets leder	<u>Jon Ove Kulsetås</u> Styremedlem	<u>Jannike Holm</u> Styremedlem/daglig leder	
<b>BALANSE RETRO NORDRE AS 2008</b>			<b>Foretaksnr. 983466893</b>

<b>RETRO AS</b>			
<b>RESULTATREGNSKAP FOR 2006</b>			
	Note	2006	2005
<b>DRIFTSINNTEKTER OG DRIFTSKOSTNADER</b>			
Salgsinntekter		20 238 875	20 699 494
Annen driftsinntekt		540 000	540 000
<b>SUM DRIFTSINNTEKTER</b>		<b>20 778 875</b>	<b>21 239 494</b>
Varekostnader		10 720 758	10 949 671
Lønnskostnader m.m.	2	3 829 664	3 876 752
Avskrivning på driftsmidler og immaterielle eiendeler	7	292 140	86 034
Annen driftskostnad	2	3 193 084	2 927 625
<b>SUM DRIFTSKOSTNADER</b>		<b>18 035 645</b>	<b>17 840 083</b>
<b>DRIFTSRESULTAT</b>		<b>2 743 230</b>	<b>3 399 412</b>
<b>FINANSINNTEKTER OG FINANSKOSTNADER</b>			
Inntekt på investering i datterselskap		3 025 000	1 450 411
Annen renteinntekt		75 573	43 105
Annen finansinntekt		5 404	0
Annen rentekostnad		550	3 562
Annen finanskostnad		6 011	13 117
<b>RESULTAT FØR SKATTEKOSTNADE</b>		<b>5 842 645</b>	<b>4 876 249</b>
Skattekostnad på ordinært resultat	3	824 753	1 004 340
<b>ORDINÆRT RESULTAT</b>		<b>5 017 892</b>	<b>3 871 909</b>
<b>ÅRSOVERSKUDD(ÅRSUNDERSKUDD)</b>		<b>5 017 892</b>	<b>3 871 909</b>
<b>OVERFØRINGER</b>			
Avsatt til utbytte		4 000 000	1 600 000
Avsatt til annen egenkapital		1 017 892	2 271 909
<b>RESULTATREGNSKAP RETRO AS 2006</b>		<b>Foretaksnr. 979496087</b>	

<b>RETRO AS</b>			
<b>BALANSE PR. 31.12.2006</b>			
	Note	2006	2005
<b>EIENDELER</b>			
<b>ANLEGGSMIDLER</b>			
<b>IMMATRIELLE EIENDELER</b>			
Utsatt skattefordel	3	116 143	174 438
<b>SUM IMMATRIELLE EIENDELER</b>		<b>116 143</b>	<b>174 438</b>
<b>VARIGE DRIFTSMIDLER</b>			
Driftsløsøre, inventar o.a. utstyr	7	1 669 100	374 040
<b>SUM VARIGE DRIFTSMIDLER</b>		<b>1 669 100</b>	<b>374 040</b>
Investeringer i annet foretak i samme konsern	9	3 280 610	3 280 610
Investeringer i aksjer og andeler		20 000	20 000
<b>SUM FINANSIELLE ANLEGGSMIDLER</b>		<b>3 300 610</b>	<b>3 300 610</b>
<b>SUM ANLEGGSMIDLER</b>		<b>5 085 854</b>	<b>3 849 088</b>
<b>OMLØPSMIDLER</b>			
<b>LAGER AV VARER OG ANNEN BEHOLDNING</b>		<b>4 309 863</b>	<b>3 391 879</b>
<b>FORDRINGER</b>			
Kundefordringer	8	450 632	504 218
Andre fordringer	8	3 546 005	1 678 949
<b>SUM FORDRINGER</b>		<b>3 996 637</b>	<b>2 183 167</b>
<b>BANKINNSKUDD KONTANTER O.L</b>	4	<b>4 094 365</b>	<b>5 617 533</b>
<b>SUM OMLØPSMIDLER</b>		<b>12 400 865</b>	<b>11 192 579</b>
<b>SUM EIENDELER</b>		<b>17 486 719</b>	<b>15 041 667</b>
<b>BALANSE RETRO AS 2006</b>		<b>Foretaksnr. 979496087</b>	

<b>RETRO AS</b>			
<b>BALANSE PR. 31.12.2006</b>			
	Note	2006	2005
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>			
<b>INSKUTT EGENKAPITAL</b>			
Selskapskapital	6	6 750 000	6 750 000
<b>SUM INSKUTT EGENKAPITAL</b>		<b>6 750 000</b>	<b>6 750 000</b>
<b>OPPTJENT EGENKAPITAL</b>			
Annen egenkapital		3 521 452	2 503 560
<b>SUM OPPTJENT EGENKAPITAL</b>		<b>3 521 452</b>	<b>2 503 560</b>
<b>SUM EGENKAPITAL</b>	5	<b>10 271 452</b>	<b>9 253 560</b>
<b>KORTSIKTIG GJELD</b>			
Leverandørgjeld	8	820 211	1 330 329
Betalbar skatt		766 458	1 255 218
Skyldige offentlige avgifter		884 760	802 144
Utbytte		4 000 000	1 600 000
Annen kortsiktig gjeld		743 838	800 417
<b>SUM KORTSIKTIG GJELD</b>		<b>7 215 267</b>	<b>5 788 108</b>
<b>SUM GJELD</b>		<b>7 215 267</b>	<b>5 788 108</b>
<b>SUM GJELD OG EGENKAPITAL</b>		<b>17 486 719</b>	<b>15 041 667</b>
 <b>TRONDHEIM den 25.04.2007</b>  			
<u>Jørgen V. Sagmo</u> Styremedlem/daglig leder	<u>Frank Norvik</u> Styremedlem	<u>Jon Ove Kulsetås</u> Styrets leder	
<u>Randi Tømmerås</u> Styremedlem	<u>Nils Berger Johannesen</u> Styremedlem	<u>Håkon Klæbo</u> Styremedlem	
<b>BALANSE RETRO AS 2006</b>		<b>Foretaksnr. 979496087</b>	

<b>RETRO AS</b>			
<b>RESULTATREGNSKAP FOR 2007</b>			
	Note	2007	2006
<b>DRIFTSINNEKTER OG DRIFTSKOSTNADER</b>			
Salgsinntekter		23 230 282	20 238 875
Annen driftsinntekt		576 000	540 000
<b>SUM DRIFTSINNEKTER</b>		<b>23 806 282</b>	<b>20 778 875</b>
Varekostnader		12 641 491	10 720 758
Lønnskostnader m.m.	2	4 569 876	3 829 664
Avskrivning på driftsmidler og immaterielle eiendeler	7	417 876	292 140
Annen driftskostnad	2	3 448 425	3 193 084
<b>SUM DRIFTSKOSTNADER</b>		<b>21 077 668</b>	<b>18 035 645</b>
<b>DRIFTSRESULTAT</b>		<b>2 728 614</b>	<b>2 743 230</b>
<b>FINANSINNEKTER OG FINANSKOSTNADER</b>			
Inntekt på investering i datterselskap		2 357 304	3 025 000
Annen renteinntekt		147 917	75 573
Annen finansinntekt		608	5 404
Annen rentekostnad		-751	550
Annen finanskostnad		83 906	6 011
<b>RESULTAT FØR SKATTEKOSTNADE</b>		<b>5 151 288</b>	<b>5 842 645</b>
Skattekostnad på ordinært resultat	3	805 268	824 753
<b>ORDINÆRT RESULTAT</b>	5	<b>4 346 020</b>	<b>5 017 892</b>
<b>ÅRSOVERSKUDD(ÅRSUNDERSKUDD)</b>		<b>4 346 020</b>	<b>5 017 892</b>
<b>OVERFØRINGER</b>			
Avsatt til utbytte		1 600 000	4 000 000
Avsatt til annen egenkapital		2 746 020	1 017 892
<b>RESULTATREGNSKAP RETRO AS 2007</b>		<b>Foretaksnr. 979496087</b>	



<b>RETRO AS</b>			
<b>BALANSE PR. 31.12.2007</b>			
	Note	2007	2006
<b>EIENDELER</b>			
<b>ANLEGGSMIDLER</b>			
<b>IMMATRIELLE EIENDELER</b>			
Utsatt skattefordel	3	108 891	116 143
<b>SUM IMMATRIELLE EIENDELER</b>		<b>108 891</b>	<b>116 143</b>
<b>VARIGE DRIFTSMIDLER</b>			
Driftsløsøre, inventar o. a. utstyr	7	1 294 000	1 669 100
<b>SUM VARIGE DRIFTSMIDLER</b>		<b>1 294 000</b>	<b>1 669 100</b>
Investeringer i annet foretak i samme konsern	9	3 142 610	3 280 610
Investeringer i aksjer og andeler		20 000	20 000
<b>SUM FINANSIELLE ANLEGGSMIDLER</b>		<b>3 162 610</b>	<b>3 300 610</b>
<b>SUM ANLEGGSMIDLER</b>		<b>4 565 501</b>	<b>5 085 854</b>
<b>OMLØPSMIDLER</b>			
<b>LAGER AV VARER OG ANNEN BEHOLDNING</b>		<b>4 335 872</b>	<b>4 309 863</b>
<b>FORDRINGER</b>			
Kundefordringer	8	664 452	450 632
Andre fordringer	8	2 763 527	3 546 005
<b>SUM FORDRINGER</b>		<b>3 427 980</b>	<b>3 996 637</b>
<b>BANKINNSKUDD KONTANTER O.L</b>	4	<b>6 623 159</b>	<b>4 094 365</b>
<b>SUM OMLØPSMIDLER</b>		<b>14 387 011</b>	<b>12 400 865</b>
<b>SUM EIENDELER</b>		<b>18 952 512</b>	<b>17 486 719</b>
<b>BALANSE RETRO AS2007</b>		<b>Foretaksnr. 979496087</b>	



<b>RETRO AS</b>			
<b>BALANSE PR. 31.12.2007</b>			
	Note	2007	2006
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>			
<b>INSKUTT EGENKAPITAL</b>			
Selskapskapital	6	6 750 000	6 750 000
<b>SUM INSKUTT EGENKAPITAL</b>		<b>6 750 000</b>	<b>6 750 000</b>
<b>OPPTJENT EGENKAPITAL</b>			
Annen egenkapital		6 267 472	3 521 452
<b>SUM OPPTJENT EGENKAPITAL</b>		<b>6 267 472</b>	<b>3 521 452</b>
<b>SUM EGENKAPITAL</b>	<b>5</b>	<b>13 017 472</b>	<b>10 271 452</b>
<b>KORTSIKTIG GJELD</b>			
Leverandørgjeld	8	1 531 738	820 211
Betalbar skatt	3	798 016	766 458
Skyldige offentlige avgifter		979 326	884 760
Utbytte	5	1 600 000	4 000 000
Annen kortsiktig gjeld		1 025 960	743 838
<b>SUM KORTSIKTIG GJELD</b>		<b>5 935 040</b>	<b>7 215 267</b>
<b>SUM GJELD</b>		<b>5 935 040</b>	<b>7 215 267</b>
<b>SUM GJELD OG EGENKAPITAL</b>		<b>18 952 512</b>	<b>17 486 719</b>
 <b>TRONDHEIM den</b>			
<u>Jørgen V. Sagmo</u> Styremedlem/daglig leder	<u>Frank Norvik</u> Styremedlem	<u>Jon Ove Kulsetås</u> Styrets leder	
<u>Randi Tømmerås</u> Styremedlem	<u>Nils Berger Johannesen</u> Styremedlem	<u>Håkon Klæbo</u> Styremedlem	
<b>BALANSE RETRO AS2007</b>		<b>Foretaksnr. 979496087</b>	

<b>Resultatregnskap - mor/konsern</b>					
Retro Konsern AS					
<b>Morselskap</b>			<b>Konsern</b>		
<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>Driftsinntekter og driftskostnader</b>	<b>Note</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>
21 962 087	23 230 282	Salgsinntekter	1	73 532 461	73 422 416
672 000	576 000	Andre driftsinntekter		0	35 236
<b>22 634 087</b>	<b>23 806 282</b>	<b>Sum driftsinntekter</b>		<b>73 532 461</b>	<b>73 457 652</b>
12 671 785	12 641 491	Varekostnader		40 656 926	38 428 271
4 617 247	4 569 876	Lønnskostnader	2, 3	13 864 892	11 674 210
422 752	417 876	Avskrivning på driftsmidler og immaterielle eiendeler		1 092 022	941 513
3 419 197	3 448 425	Annens driftskostnad	2, 8	13 607 913	11 950 808
<b>21 130 981</b>	<b>21 077 668</b>	<b>Sum driftskostnader</b>		<b>69 221 754</b>	<b>62 994 801</b>
<b>1 503 106</b>	<b>2 728 614</b>	<b>Driftsresultat</b>		<b>4 310 707</b>	<b>10 462 851</b>
		<b>Finansinntekter og finanskostnader</b>			
575 000	2 357 304	Inntekt på investering i datterselskaper		0	357 304
247 085	147 917	Annens renteinntekt		521 148	332 320
3 589	608	Annens finansinntekt		3 984	608
0	0	Rentekostnad til foretak i samme konsern		10	0
8 155	-751	Annens rentekostnad		78 526	57 092
20 535	83 906	Annens finanskostnad		37 279	103 015
796 984	2 422 674	Resultat av finanskostnader		409 316	530 126
<b>2 300 090</b>	<b>5 151 288</b>	<b>Resultat før skattekostnad</b>		<b>4 720 023</b>	<b>10 992 976</b>
494 828	805 268	Skattekostnad på ordinært resultat	6	1 339 158	3 006 741
1 805 262	4 346 020	Ordinært resultat		3 380 865	7 986 236
		<b>Ekstraordinære inntekter og kostnader</b>			
<b>1 805 262</b>	<b>4 346 020</b>	<b>Årsoverskudd (Årsunderskudd)</b>	<b>14</b>	<b>3 380 865</b>	<b>7 986 236</b>
0	0	Minoritetens andel		225 025	1 001 541
1 805 262	4 346 020	Majoritetens andel		3 155 840	6 984 695
600 000	4 000 000	Avsatt til utbytte	14	0	0
1 205 262	1 017 892	Avsatt til annen egenkapital		0	0

<b>Balanse - mor/konsern</b>					
Retro Konsern AS					
<b>Morselskap</b>		<b>Konsern</b>			
2008	2007	Eiendeler	Note	2008	2007
		<b>Anleggsmidler</b>			
		<b>Immaterielle eiendeler</b>			
111 452	108 891	Utsatt skattefordel	6	650 276	244 218
<u>111 452</u>	<u>108 891</u>	<b>Sum immaterielle eiendeler</b>		<u>650 276</u>	<u>244 218</u>
		<b>Varige driftsmidler</b>			
1 157 836	1 294 000	Driftsløsøre, inventar o.a. utstyr	5	2 255 037	2 862 940
<u>1 157 836</u>	<u>1 294 000</u>	<b>Sum varige driftsmidler</b>		<u>2 255 037</u>	<u>2 862 940</u>
		<b>Finansielle driftsmidler</b>			
5 107 100	3 142 610	Inv. i annet foretak i samme konsern	11	0	0
20 000	20 000	Investeringer i aksjer og andeler	17	20 000	20 000
0	0	Obligasjoner og andre fordringer		250	250
<u>5 127 100</u>	<u>3 162 610</u>	<b>Sum finansielle anleggsmidler</b>		<u>20 250</u>	<u>20 250</u>
<u>6 396 387</u>	<u>4 565 501</u>	<b>Sum anleggsmidler</b>		<u>2 925 563</u>	<u>3 127 408</u>
		<b>Omløpsmidler</b>			
5 495 310	4 335 872	Lager av varer og annen beholdning	4	17 228 949	12 756 113
		<b>Fordringer</b>			
195 206	664 452	Kundefordringer	9	457 703	695 674
1 523 243	2 763 527	Andre fordringer	10	1 135 788	1 014 510
<u>1 718 448</u>	<u>3 427 980</u>	<b>Sum fordringer</b>		<u>1 593 491</u>	<u>1 710 184</u>
		<b>Investeringer</b>			
4 613 076	6 623 159	Bankinnskudd, kontanter o.l.	12	11 511 297	16 715 361
<u>11 826 834</u>	<u>14 387 011</u>	<b>Sum omløpsmidler</b>		<u>30 333 737</u>	<u>31 181 658</u>
<u>18 223 221</u>	<u>18 952 512</u>	<b>Sum eiendeler</b>		<u>33 259 300</u>	<u>34 309 067</u>

<b>Balanse - mor/konsern</b>					
Retro Konsern AS					
2008	2007		Note	2008	2007
		<b>Egenkapital og gjeld</b>			
		<b>Innskutt egenkapital</b>			
6 750 000	6 750 000	Aksjekapital	13, 14	6 750 000	6 750 000
<u>6 750 000</u>	<u>6 750 000</u>	<b>Sum innskutt egenkapital</b>		<u>6 750 000</u>	<u>6 750 000</u>
		<b>Opptjent egenkapital</b>			
7 472 733	6 267 472	Egenkapital		13 682 203	11 065 693
<u>7 472 733</u>	<u>6 267 472</u>	<b>Sum opptjent egenkapital</b>		<u>13 682 203</u>	<u>11 065 693</u>
0	0	Minoritetsinteresser		2 166 358	1 890 255
<u>14 222 733</u>	<u>13 017 472</u>	<b>Sum egenkapital</b>		<u>22 598 561</u>	<u>19 705 948</u>
		<b>Gjeld</b>			
		Avsetning for forpliktelses			
0	0	Utsatt skatt	6	0	2 936
<u>0</u>	<u>0</u>	<b>Sum avsetning for forpliktelses</b>		<u>0</u>	<u>2 936</u>
		<b>Annen langsiktig gjeld</b>			
0	0	Gjeld til kredittinstitusjoner	15	357 130	499 990
<u>0</u>	<u>0</u>	<b>Sum annen langsiktig gjeld</b>		<u>357 130</u>	<u>499 990</u>
		<b>Kortsiktig gjeld</b>			
1 114 863	1 531 738	Leverandørgjeld		2 251 165	2 726 826
497 389	798 016	Betalbar skatt	6	1 695 938	2 874 252
1 002 269	979 326	Skyldige offentlige avgifter		3 297 851	3 157 666
600 000	1 600 000	Utbytte	14	600 000	2 125 000
785 966	1 025 960	Annen kortsiktig gjeld		2 458 654	3 216 447
<u>4 000 488</u>	<u>5 935 040</u>	<b>Sum kortsiktig gjeld</b>		<u>10 303 609</u>	<u>14 100 192</u>
<u>4 000 488</u>	<u>5 935 040</u>	<b>Sum gjeld</b>		<u>10 660 739</u>	<u>14 603 118</u>
<u>18 223 221</u>	<u>18 952 512</u>	<b>Sum egenkapital og gjeld</b>		<u>33 259 300</u>	<u>34 309 067</u>
Trondheim, den 16.04.2009					
<u>Jørgen V. Sagmo</u> Styremedlem/daglig leder		<u>Frank Norvik</u> Styremedlem		<u>Jon Ove Kulsetås</u> Styrets leder	
<u>Nils Berger Johannesen</u> Styremedlem		<u>Svein T. Samdal</u> Styremedlem		<u>Jannike Holm</u> Styremedlem	
				<u>Randi Tømmerås</u> Styremedlem	
				<u>Morten M. Bedin</u> Styremedlem	
Retro Konsern AS					
Side 2					





RETRO NORDRE AS RESULTATREGNSKAP					BUDSJETTERT ÅRSRESULTAT RETRO NORDRE AS					
RESULTATREGNSKAP	2005	2006	2007	2008	Estimert 2009	Estimert 2010	Estimert 2011	Estimert 2012	Estimert 2013	Estimert 2014
<b>DRIFTSINNTEKTER OG DRIFTSKOSTNADER</b>										
Salgsinntekter	12 645 728	13 228 961	15 183 687	14 435 762	14 291 404\$	14 148 490\$	14 572 945\$	15 155 863\$	15 913 656\$	16 709 339\$
<b>SUM DRIFTSINNTEKTER</b>	<b>12 645 728</b>	<b>13 228 961</b>	<b>15 183 687</b>	<b>14 435 762</b>	<b>14 291 404\$</b>	<b>14 148 490\$</b>	<b>14 572 945\$</b>	<b>15 155 863\$</b>	<b>15 913 656\$</b>	<b>16 709 339\$</b>
Varekostnader	6 620 511	7 246 216	8 314 927	8 224 577	65 %	60 %	55 %	55 %	55 %	55 %
Lønnskostnader m.m.	1 620 980	1 699 017	2 054 972	2 310 730	2 310 730\$	2 368 498\$	2 427 711\$	2 488 403\$	2 550 614\$	2 614 379\$
Avskrivning på driftsmidler og immaterielle eiendeler	316 000	210 000	19 516	41 404	33 059\$	26 447\$	21 158\$	16 926\$	13 541\$	10 833\$
Annenn driftskostnad	1 938 826	2 244 077	2 373 131	2 517 144	2 268 295\$	2 263 758\$	2 331 671\$	2 424 988\$	2 546 185\$	2 673 494\$
<b>SUM DRIFTSKOSTNADER</b>	<b>10 496 317</b>	<b>11 399 310</b>	<b>12 762 546</b>	<b>13 093 855</b>	<b>13 901 497\$</b>	<b>13 147 798\$</b>	<b>12 795 660\$</b>	<b>13 265 992\$</b>	<b>13 862 850\$</b>	<b>14 488 842\$</b>
<b>DRIFTSRESULTAT</b>	<b>2 149 411</b>	<b>1 829 651</b>	<b>2 421 141</b>	<b>1 341 907</b>	<b>389 908\$</b>	<b>1 000 692\$</b>	<b>1 777 285\$</b>	<b>1 889 870\$</b>	<b>2 050 806\$</b>	<b>2 220 497\$</b>
Annenn renteinntekt	11 551	24 785	44 571	73 834	0\$	0\$	0\$	0\$	0\$	0\$
Annenn finansinntekt	0	414	0	395	0\$	0\$	0\$	0\$	0\$	0\$
Annenn rentekostnad	1 812	2 551	198	3416	0\$	0\$	0\$	0\$	0\$	0\$
Annenn finanskostnad	4 885	-19	449	444	0\$	0\$	0\$	0\$	0\$	0\$
<b>Netto finans og rente inntekt</b>	<b>4 854</b>	<b>22 667</b>	<b>43 924</b>	<b>703 69</b>	<b>0\$</b>	<b>0\$</b>	<b>0\$</b>	<b>0\$</b>	<b>0\$</b>	<b>0\$</b>
<b>RESULTAT FØR SKATTEKOSTNADER</b>	<b>2 154 265</b>	<b>1 852 318</b>	<b>2 465 065</b>	<b>1 412 276</b>	<b>389 908\$</b>	<b>1 000 692\$</b>	<b>1 777 285\$</b>	<b>1 889 870\$</b>	<b>2 050 806\$</b>	<b>2 220 497\$</b>
Akkumulert resultat										
Skattekostnad på ordinært resultat	604 006	553 520	691 375	396 050	109 174\$	280 194\$	497 640\$	529 164\$	574 226\$	621 739\$
<b>ORDINÆRT RESULTAT</b>	<b>1 550 259</b>	<b>1 298 798</b>	<b>1 773 690</b>	<b>1 016 226</b>	<b>389 908\$</b>	<b>720 498\$</b>	<b>1 279 646\$</b>	<b>1 360 707\$</b>	<b>1 476 580\$</b>	<b>1 598 757\$</b>
<b>ARSOVERSKUDD/(ARSDUNDERSKUDD)</b>	<b>1 550 259</b>	<b>1 298 798</b>	<b>1 773 690</b>	<b>1 016 226</b>	<b>389 908\$</b>	<b>720 498\$</b>	<b>1 279 646\$</b>	<b>1 360 707\$</b>	<b>1 476 580\$</b>	<b>1 598 757\$</b>
<b>OVERFØRINGER</b>										
Avsatt til utbytte	750 000	1 000 000	500 000	0	300 000\$	600 000\$	1 000 000\$	1 200 000\$	1 300 000\$	1 400 000\$
Overføringer annen egenkapital	800 259	298 798	1 273 690	1 016 226	89 908\$	120 498\$	279 646\$	160 707\$	176 580\$	198 757\$

BALANSE 2008 RETRO NORDRE AS								BUDSJETTERT BALANSE RETRO NORDRE AS							
	2005	2006	2007	2008		Estimert 2009	Estimert 2010	Estimert 2011	Estimert 2012	Estimert 2013	Estimert 2014				
<b>EIENDELER</b>						<b>EIENDELER</b>									
<b>ANLEGGSMIDLER</b>															
IMMATERIELLE EIENDELER															
Utsatt skattefordel	104886	136548	100779	86076	50 % av inventar	66 118\$	52 895\$	42 316\$	33 853\$	27 082\$	21 666\$				
SUM IMMATERIELLE EIENDELER	104886	136548	100779	86076		66 118\$	52 895\$	42 316\$	33 853\$	27 082\$	21 666\$				
Varige Driftsmidler															
Driftsøstre, inventar o.a. Utstyr	210000	0	149114	165296	Endres av avskrivninger fra	132 237\$	105 789\$	84 632\$	67 705\$	54 164\$	43 331\$				
SUM VARIGE DRIFTSMIDLER	210000	0	149114	165296		132 237\$	105 789\$	84 632\$	67 705\$	54 164\$	43 331\$				
Obligasjoner og andre fordringer	250	250	250	250	Forutsettes konstant	250\$	250\$	250\$	250\$	250\$	250\$				
SUM FINANSIELLE ANLEGGSMIDLER	250	250	250	250		250\$	250\$	250\$	250\$	250\$	250\$				
SUM ANLEGGSMIDLER	315136	136798	250143	251622		198 605\$	158 934\$	127 197\$	101 808\$	81 496\$	65 247\$				
OMLØPSMIDLER															
LAGER AV VARER OG ANNEN BEHOLDNING	2877328	2999684	3647416	4451447	24% av salgsinntekter	3 429 937\$	3 395 638\$	3 497 507\$	3 637 407\$	3 819 277\$	4 010 241\$				
FORDRINGER															
Kundefordringer	182704	236817	254355	161262	1,5% av salgsinntekt	214 371\$	212 227\$	218 594\$	227 338\$	238 705\$	250 640\$				
Andre fordringer	357462	91721	140493	291806	1,6% av salgsinntekt	228 662\$	226 376\$	233 167\$	242 494\$	254 618\$	267 349\$				
SUM FORDRINGER	540166	328538	394848	453068		443 034\$	438 603\$	451 761\$	469 832\$	493 323\$	517 990\$				
BANKINNSKJUDD KONTANTER OG LIGNENDE	1650272	2238288	2870157	2027781		3 260 504\$	3 864 682\$	4 674 168\$	4 995 898\$	5 213 194\$	5 444 825\$				
SUM OMLØPSMIDLER	5067766	5566510	6912421	6932296		7 133 474\$	7 698 923\$	8 623 436\$	9 103 137\$	9 525 795\$	9 973 055\$				
SUM EIENDELER	5382902	5703308	7162564	7183918		7 332 079\$	7 857 857\$	8 750 633\$	9 204 944\$	9 607 291\$	10 038 303\$				

	2005	2006	2007	2008		2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>											
<b>EGENKAPITAL</b>											
INNSKUTT EGENKAPITAL											
Selskapskapital	1760000	1760000	1760000	1760000	Forutsettes konstant	1 760 000\$	1 760 000\$	1 760 000\$	1 760 000\$	1 760 000\$	1 760 000\$
<b>SUM INNSKUTT EGENKAPITAL</b>	<b>1760000</b>	<b>1760000</b>	<b>1760000</b>	<b>1760000</b>		<b>1 760 000\$</b>	<b>1 760 000\$</b>	<b>1 760 000\$</b>	<b>1 760 000\$</b>	<b>1 760 000\$</b>	<b>1 760 000\$</b>
OPPTJENT EGENKAPITAL											
Annen egenkapital	862208	1161007	2434697	3450923	Tilført fra res-utbytte	3 540 831\$	3 661 329\$	3 940 975\$	4 101 681\$	4 278 261\$	4 477 019\$
<b>SUM EGENKAPITAL</b>	<b>2622208</b>	<b>2921007</b>	<b>4194697</b>	<b>5210923</b>		<b>5 300 831\$</b>	<b>5 421 329\$</b>	<b>5 700 975\$</b>	<b>5 861 681\$</b>	<b>6 038 261\$</b>	<b>6 237 019\$</b>
<b>GJELD</b>											
<b>ANNEN LANGSIKTIG GJELD</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>		<b>0\$</b>	<b>0\$</b>	<b>0\$</b>	<b>0\$</b>	<b>0\$</b>	<b>0\$</b>
<b>KORTSIKTIG GJELD</b>											
Leverandørgjeld	505810	313079	686221	542941	7% av varekostnader	650 259\$	594 237\$	561 058\$	583 501\$	612 676\$	643 310\$
Betalbar skatt	651564	585182	655606	381347	Res før skatt * 28%	109 174\$	280 194\$	497 640\$	529 164\$	574 226\$	621 739\$
Skyldige offentlige avgifter	432192	492485	682418	558298	3,8% av salgsinntekt	543 073\$	537 643\$	553 772\$	575 923\$	604 719\$	634 955\$
Utbytte	750000	1000000	500000	0	Skjønsmessig	300 000\$	600 000\$	1 000 000\$	1 200 000\$	1 300 000\$	1 400 000\$
Annen kortsiktig gjeld	421128	391556	443621	490409	3% av salgsinntekt	428 742\$	424 455\$	437 188\$	454 676\$	477 410\$	501 280\$
<b>SUM KORTSIKTIG GJELD</b>	<b>2760694</b>	<b>2782302</b>	<b>2967866</b>	<b>1972995</b>		<b>2 031 249\$</b>	<b>2 436 528\$</b>	<b>3 049 659\$</b>	<b>3 343 263\$</b>	<b>3 569 030\$</b>	<b>3 801 284\$</b>
<b>SUM GJELD</b>	<b>2760694</b>	<b>2782302</b>	<b>2967866</b>	<b>1972995</b>		<b>2 031 249\$</b>	<b>2 436 528\$</b>	<b>3 049 659\$</b>	<b>3 343 263\$</b>	<b>3 569 030\$</b>	<b>3 801 284\$</b>
<b>SUM GJELD OG EGENKAPITAL</b>	<b>5382902</b>	<b>5703309</b>	<b>7162563</b>	<b>7183918</b>		<b>7 332 079\$</b>	<b>7 857 857\$</b>	<b>8 750 633\$</b>	<b>9 204 944\$</b>	<b>9 607 291\$</b>	<b>10 038 303\$</b>



RESULTATREGNSKAP RETRO AS (CARL JOHAN)				BUDSJETTERT ÅRSRESULTAT RETRO AS (CARL JOHAN)									
	2005	2006	2007	2008		Estimert 2009	Estimert 2010	Estimert 2011	Estimert 2012	Estimert 2013	Estimert 2014		
<b>RESULTATREGNSKAP</b>													
<b>DRIFTSINNTEKTER OG DRIFTSKOSTNADER</b>													
Salgsinntekter	20 699 494	20 238 875	23 230 282	21 962 086		21 742 465\$	21 633 753\$	22 282 765\$	23 174 076\$	24 532 780\$	25 549 419\$		
Annenn driftsinntekt	540 000	540 000	576 000	672 000		672 000\$	576 000\$	768 000\$	768 000\$	768 000\$	768 000\$		
<b>SUM DRIFTSINNTEKTER</b>	<b>21 239 494</b>	<b>20 778 875</b>	<b>23 806 282</b>	<b>22 634 086</b>		<b>22 414 465\$</b>	<b>22 209 753\$</b>	<b>23 050 765\$</b>	<b>23 942 076\$</b>	<b>25 100 780\$</b>	<b>26 317 419\$</b>		
Varekostnader	10 949 671	10 720 758	12 641 491	12 671 785		65 %	60 %	55 %	55 %	55 %	55 %		
Lønnskostnader m.m.	3 876 752	3 829 664	4 569 876	4 617 247		14 132 602\$	12 980 252\$	12 255 521\$	12 745 742\$	13 583 029\$	14 052 180\$		
Avskrivning på driftsmidler og immaterielle eiendeler	86 034	292 140	417 876	422 752	7,5 % vekst (Ikke i år)	4 617 247\$	4 732 678\$	4 850 995\$	4 972 270\$	5 096 577\$	5 223 991\$		
Annenn driftskostnad	2 927 625	3 193 084	3 448 425	3 419 197	20 % av balansesum	231 567\$	185 254\$	148 203\$	118 562\$	94 850\$	75 880\$		
<b>SUM DRIFTSKOSTNADER</b>	<b>17 840 082</b>	<b>18 035 646</b>	<b>21 077 668</b>	<b>21 130 981</b>	15% av salgsinntekter	3 261 370\$	3 245 063\$	3 342 415\$	3 476 111\$	3 649 917\$	3 832 413\$		
<b>DRIFTSRESULTAT</b>	<b>3 399 412</b>	<b>2 743 229</b>	<b>2 728 614</b>	<b>1 503 105</b>		<b>22 242 786\$</b>	<b>21 143 247\$</b>	<b>20 597 134\$</b>	<b>21 312 686\$</b>	<b>22 224 373\$</b>	<b>23 184 464\$</b>		
<b>FINANSINNTEKTER OG FINANSKOSTNADER</b>						171 679\$	1 066 506\$	2 453 631\$	2 629 390\$	2 876 407\$	3 132 955\$		
Inntekt på investering i datterselskap	1 450 411	302 500	235 7304	575 000		1 833 409\$	1 842 668\$	1 907 486\$	1 926 005\$	1 944 524\$	1 944 524\$		
Annenn renteinntekt	43 105	755 73	14 791 7	24 708 5	1851928,75	0\$	0\$	0\$	0\$	0\$	0\$		
Annenn finansinntekt	0	5 404	608	3 589		0\$	0\$	0\$	0\$	0\$	0\$		
Annenn rentekostnad	3 562	550	-751	8155		0\$	0\$	0\$	0\$	0\$	0\$		
Annenn finanskostnad	13 117	60 11	83 906	20 535		0\$	0\$	0\$	0\$	0\$	0\$		
<b>Netto finans og rente inntekt</b>	<b>14 768 37</b>	<b>309 9416</b>	<b>242 2674</b>	<b>796 984</b>		<b>1 833 409\$</b>	<b>1 842 668\$</b>	<b>1 907 486\$</b>	<b>1 926 005\$</b>	<b>1 944 524\$</b>	<b>1 944 524\$</b>		
<b>RESULTAT FØR SKATTEKOSTNADER</b>	<b>4 876 249</b>	<b>5 842 645</b>	<b>5 151 288</b>	<b>2 300 089</b>		<b>2 005 088\$</b>	<b>2 909 175\$</b>	<b>4 361 117\$</b>	<b>4 555 396\$</b>	<b>4 820 932\$</b>	<b>5 077 479\$</b>		
<b>Akkumulert resultat</b>													
Skattekostnad på ordinært resultat	1004340	824753	805268	494828		524 074\$	799 749\$	1 209 257\$	1 266 026\$	1 342 273\$	1 415 624\$		
<b>ORDINÆRT RESULTAT</b>	<b>3 871 909</b>	<b>5 017 892</b>	<b>4 346 020</b>	<b>1 805 261</b>	Betalbar skatt + endring utsatt skatt	1 481 014\$	2 109 426\$	3 151 861\$	3 289 370\$	3 478 659\$	3 661 855\$		
<b>ÅRSOVERSKUDD(ÅRSUNDERSKUDD)</b>	<b>3 871 909</b>	<b>5 017 892</b>	<b>4 346 020</b>	<b>1 805 261</b>		1 481 014\$	2 109 426\$	3 151 861\$	3 289 370\$	3 478 659\$	3 661 855\$		
<b>OVERFØRINGER</b>													
Avsatt til utbytte	1600000	4000000	1600000	600000		1 200 000\$	2 000 000\$	3 000 000\$	3 000 000\$	3 200 000\$	3 400 000\$		
Avsatt til annen egenkapital	2 271 909	1 017 892	2 746 020	1 205 261	Skjønsmessig føres til balanseposten annen egenka	281 014\$	109 426\$	151 861\$	289 370\$	278 659\$	261 855\$		

HISTORISK BALANSE RETRO AS (CARL JOHAN)					BUDSJETTERT BALANSE RETRO AS (CARL JOHAN)									
	2005	2006	2007	2008		Estimert	Estimert	Estimert	Estimert	Estimert	Estimert	Estimert	Estimert	Estimert
EIENDELER						2009	2010	2011	2012	2013	2014			
<b>ANLEGGSMIDLER</b>														
IMMATERIELLE EIENDELER														
Utsatt skattefordel	174438	116143	108891	111452	8 % av varige driftsmidler	74 102\$	59 281\$	47 425\$	37 940\$	30 352\$	24 282\$			
<b>SUM IMMATERIELLE EIENDELER</b>	<b>174438</b>	<b>116143</b>	<b>108891</b>	<b>111452</b>		<b>74 102\$</b>	<b>59 281\$</b>	<b>47 425\$</b>	<b>37 940\$</b>	<b>30 352\$</b>	<b>24 282\$</b>			
Varige Driftsmidler														
Driftsøse, inventar o.a. Utstyr	374040	1669100	1294000	1157836	Balansesum minus avskrivninger for p	926 269\$	741 015\$	592 812\$	474 250\$	379 400\$	303 520\$			
<b>SUM VARIGE DRIFTSMIDLER</b>	<b>374040</b>	<b>1669100</b>	<b>1294000</b>	<b>1157836</b>		<b>926 269\$</b>	<b>741 015\$</b>	<b>592 812\$</b>	<b>474 250\$</b>	<b>379 400\$</b>	<b>303 520\$</b>			
Investering i annet foretak samme konsern	3280610	3280610	3142610	5107100	Forutsettes at investeringen holder se	5 107 100\$	5 107 100\$	5 107 100\$	5 107 100\$	5 107 100\$	5 107 100\$			
Investering i aksjer og andeler	20000	20000	20000	20000	Forutsettes at investeringen holder se	20 000\$	20 000\$	20 000\$	20 000\$	20 000\$	20 000\$			
Obligasjoner og andre fordringer			0	0		0\$	0\$	0\$	0\$	0\$	0\$			
<b>SUM FINANSIELLE ANLEGGSMIDLER</b>	<b>3300610</b>	<b>3300610</b>	<b>3162610</b>	<b>5127100</b>		<b>5 127 100\$</b>	<b>5 127 100\$</b>	<b>5 127 100\$</b>	<b>5 127 100\$</b>	<b>5 127 100\$</b>	<b>5 127 100\$</b>			
<b>SUM ANLEGGSMIDLER</b>	<b>3849088</b>	<b>5085853</b>	<b>4565501</b>	<b>6396388</b>		<b>6 127 470\$</b>	<b>5 927 396\$</b>	<b>5 767 337\$</b>	<b>5 639 290\$</b>	<b>5 536 852\$</b>	<b>5 454 901\$</b>			
<b>OMLØPSMIDLER</b>														
LÅGER AV VARER OG ANNEN BEHOLDNING	3391879	4309863	4335872	5495310	90% av salgsinntekter	6 522 740\$	4 326 751\$	4 456 553\$	4 634 815\$	4 866 556\$	5 109 894\$			
<b>FORDRINGER</b>														
Kundefordringer	504218	450632	664452	195206	2,5 % av salgsinntekt	543 562\$	540 844\$	557 069\$	579 352\$	608 319\$	638 735\$			
Andre fordringer	1678949	3546005	2763527	1523243	13% av salgsinntekt	2 826 520\$	2 812 388\$	2 896 760\$	3 012 630\$	3 163 261\$	3 321 424\$			
<b>SUM FORDRINGER</b>	<b>2183167</b>	<b>3996637</b>	<b>3427979</b>	<b>1718449</b>		<b>3 370 082\$</b>	<b>3 353 232\$</b>	<b>3 453 829\$</b>	<b>3 591 982\$</b>	<b>3 771 581\$</b>	<b>3 960 160\$</b>			
<b>BANKINNSKJUDD KONTANTER OG LIGNENDE</b>														
	5617533	4094365	6623159	4613076	Balderingspost	3 482 322\$	6 926 970\$	8 390 134\$	8 668 802\$	9 073 158\$	9 425 151\$			
<b>SUM OMLØPSMIDLER</b>	<b>11192579</b>	<b>12400865</b>	<b>14387010</b>	<b>11826385</b>		<b>13 375 154\$</b>	<b>14 606 952\$</b>	<b>16 300 516\$</b>	<b>16 895 599\$</b>	<b>17 711 294\$</b>	<b>18 495 194\$</b>			
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>15041667</b>	<b>17486718</b>	<b>18952511</b>	<b>18223223</b>		<b>19 502 624\$</b>	<b>20 534 348\$</b>	<b>22 067 853\$</b>	<b>22 534 888\$</b>	<b>23 248 146\$</b>	<b>23 950 096\$</b>			

	2005	2006	2007	2008		2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>											
<b>EGENKAPITAL</b>											
INNSKUTT EGENKAPITAL											
Selskapskapital	6750000	6750000	6750000	6750000	Forutsettes konstant	6 750 000\$	6 750 000\$	6 750 000\$	6 750 000\$	6 750 000\$	6 750 000\$
<b>SUM INNSKUTT EGENKAPITAL</b>	<b>6750000</b>	<b>6750000</b>	<b>6750000</b>	<b>6750000</b>		<b>6 750 000\$</b>	<b>6 750 000\$</b>	<b>6 750 000\$</b>	<b>6 750 000\$</b>	<b>6 750 000\$</b>	<b>6 750 000\$</b>
OPPTJENT EGENKAPITAL											
Annen egenkapital	2503560	3521452	6267472	7472733	Balansesum plus tilgang i løpet av året	7 753 747\$	7 863 173\$	8 015 033\$	8 304 403\$	8 583 062\$	8 844 917\$
<b>SUM EGENKAPITAL</b>	<b>9253560</b>	<b>10271452</b>	<b>13017472</b>	<b>14222733</b>		<b>14 503 747\$</b>	<b>14 613 173\$</b>	<b>14 765 033\$</b>	<b>15 054 403\$</b>	<b>15 333 062\$</b>	<b>15 594 917\$</b>
<b>GJELD</b>											
<b>ANNEN LANGSIKTIG GJELD</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>		<b>0\$</b>	<b>0\$</b>	<b>0\$</b>	<b>0\$</b>	<b>0\$</b>	<b>0\$</b>
<b>KORTSIKTIG GJELD</b>											
Leverandørgjeld	1330329	820211	1531738	1114863	10,6% av varekostnad	1 498 056\$	1 375 907\$	1 299 085\$	1 351 049\$	1 418 601\$	1 489 531\$
Betalbar skatt	1255218	766458	798016	497389	Skatt på resultat før skattekostnad	561 425\$	814 569\$	1 221 113\$	1 275 511\$	1 349 861\$	1 421 694\$
Skyldige offentlige avgifter	802144	884760	979326	1002269	4% av salgsinntekt	869 699\$	865 350\$	891 311\$	926 963\$	973 311\$	1 021 977\$
Utbyste	1600000	4000000	1600000	600000	Fra resultatregnskap	1 200 000\$	2 000 000\$	3 000 000\$	3 000 000\$	3 200 000\$	3 400 000\$
Annen kortsiktig gjeld	800417	743838	1025960	783966	4% av salgsinntekt	869 699\$	865 350\$	891 311\$	926 963\$	973 311\$	1 021 977\$
<b>SUM KORTSIKTIG GJELD</b>	<b>5788108</b>	<b>7215267</b>	<b>5935040</b>	<b>4000487</b>		<b>4 998 878\$</b>	<b>5 921 176\$</b>	<b>7 302 819\$</b>	<b>7 480 485\$</b>	<b>7 915 084\$</b>	<b>8 355 179\$</b>
<b>SUM GJELD</b>	<b>5788108</b>	<b>7215267</b>	<b>5935040</b>	<b>4000487</b>		<b>4 998 878\$</b>	<b>5 921 176\$</b>	<b>7 302 819\$</b>	<b>7 480 485\$</b>	<b>7 915 084\$</b>	<b>8 355 179\$</b>
<b>SUM GJELD OG EGENKAPITAL</b>	<b>15041668</b>	<b>17486719</b>	<b>18952512</b>	<b>18222220</b>		<b>19 502 624\$</b>	<b>20 534 348\$</b>	<b>22 067 853\$</b>	<b>22 534 888\$</b>	<b>23 248 146\$</b>	<b>23 950 096\$</b>



FCF NORDRE						
ÅR	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Omløpsmidler - kontanter	3 872 971\$	3 834 241	3 949 268	4 107 239	4 312 601	4 528 231
Kortsiktig gjeld	2 031 249\$	2 436 528	3 049 659	3 343 263	3 569 030	3 801 284
Arbeidskapital	1 841 722\$	1 397 713	899 610	763 976	743 571	726 947
Driftsresultat	389 908\$	1 000 692	1 777 285	1 889 870	2 050 806	2 220 497
Skatt på driftsresultat	109 174\$	280 194	497 640	529 164	574 226	621 739
<b>Driftsresultat etter skatt</b>	<b>280 734\$</b>	<b>720 498</b>	<b>1 279 646</b>	<b>1 360 707</b>	<b>1 476 580</b>	<b>1 598 757</b>
Av- nedskrivninger	33 059\$	26 447	21 158	16 926	13 541	10 833
-/+ Gevinst tap ved salg av varige driftsmidler	- \$	0	0	0	0	0
+/- Endring langsiktige avsetninger	- \$	0	0	0	0	0
+/- Endring netto operasjonell arbeidskapital	444 009\$	-498 104	-135 634	-20 405	-16 624	-726 947
<b>Kontantstrøm fra drift</b>	<b>757 802\$</b>	<b>1 245 049</b>	<b>1 436 437</b>	<b>1 398 038</b>	<b>1 506 745</b>	<b>2 336 538</b>
Investeringer	0\$	0	0	0	0	0
<b>Fri Kontantstrøm (FCF)</b>	<b>757 802\$</b>	<b>1 245 049</b>	<b>1 436 437</b>	<b>1 398 038</b>	<b>1 506 745</b>	<b>2 336 538</b>
Vekst i FCF		64 %	15 %	-3 %	8 %	55 %
<b>Terminalverdi</b>						19 360 425\$
<b>SUM FCF</b>	<b>757 802</b>	<b>1 245 049</b>	<b>1 436 437</b>	<b>1 398 038</b>	<b>1 506 745</b>	<b>21 696 962</b>
Neddiskontert	757 802	1 089 187	1 099 305	935 979	882 476	11 116 749
Nåverdi	15 881 498					
Kontanter	2 027 781					
Nåverdi fri kontantstrøm	15 881 498					
Selskapsverdi (EV)	17 909 279					
Verdien av Gjeld	1 972 995					
Verdien av Egenkapital	15 936 284					
Antall aksjer	5000,00					
Verdi per aksje	3 187					

FCF CARL JOHAN						
ÅR	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Omløpsmidler - kontanter	9 892 822	7 679 982	7 910 382	8 226 797	8 638 137	9 070 044
Kortsiktig gjeld	4 998 878	5 921 176	7 302 819	7 480 485	7 915 084	8 355 179
Arbeidskapital	4 893 944	1 758 806	607 562	746 312	723 053	714 865
Driftsresultat	171 679	1 066 506	2 453 631	2 629 390	2 876 407	3 132 955
Skatt på driftsresultat	48 070	298 622	687 017	736 229	805 394	877 227
<b>Driftsresultat etter skatt</b>	<b>123 609</b>	<b>767 885</b>	<b>1 766 615</b>	<b>1 893 161</b>	<b>2 071 013</b>	<b>2 255 727</b>
Av- nedskrivninger	231 567	185 254	148 203	118 562	94 850	75 880
-/+ Gevinst tap ved salg av varige driftsmidler	0	0	0	0	0	0
+/- Endring langsiktige avsetninger	0	0	0	0	0	0
+/- Endring netto operasjonell arbeidskapital	-3 135 138	-1 151 244	138 749	-23 259	-8 188	-714 865
<b>Kontantstrøm fra drift</b>	<b>3 490 314</b>	<b>2 104 382</b>	<b>1 776 069</b>	<b>2 034 982</b>	<b>2 174 051</b>	<b>3 046 472</b>
Investeringer	0	0	0	0	0	0
<b>Fri Kontantstrøm (FCF)</b>	<b>3 490 314</b>	<b>2 104 382</b>	<b>1 776 069</b>	<b>2 034 982</b>	<b>2 174 051</b>	<b>3 046 472</b>
Vekst i FCF		-40 %	-16 %	15 %	7 %	40 %
<b>Terminalverdi</b>						<b>25 242 905</b>
<b>SUM FCF</b>	<b>3 490 314</b>	<b>2 104 382</b>	<b>1 776 069</b>	<b>2 034 982</b>	<b>2 174 051</b>	<b>28 289 377</b>
Neddiskontert	3 490 314	1 840 943	1 359 225	1 362 411	1 273 306	14 494 467
<b>NÅVERDI</b>	<b>23 820 666</b>					
Inntekt investeringsaktiviteter	1 833 409	1 842 668	1 907 486	1 926 005	1 944 524	1 944 524
Skatt på investeringsaktiviteter	513 354	515 947	534 096	539 281	544 467	544 467
<b>Kontantstrøm investeringsaktiviteter</b>	<b>1 320 054</b>	<b>1 326 721</b>	<b>1 373 390</b>	<b>1 386 724</b>	<b>1 400 058</b>	<b>1 400 058</b>
Terminalverdi						9 980 715
<b>SUM KONTANSTRØM FINANSIERINGSAKTIVITETER</b>	<b>1 320 054</b>	<b>1 326 721</b>	<b>1 373 390</b>	<b>1 386 724</b>	<b>1 400 058</b>	<b>11 380 773</b>
Neddiskontert	1 320 054	1 326 721	1 051 055	928 405	819 991	5 831 102
<b>NÅVERDI</b>	<b>11 277 328</b>					
Kontanter	4 613 076					
Nåverdi finansieringsaktivitet	11 277 328					
Nåverdi fri kontantstrøm	23 820 666					
Selskapsverdi (EV)	39 711 069					
Verdien av gjeld	4 000 487					
Verdien av Egenkapital	35 710 582					
Andtall aksjer	10000					
Verdi per aksje	3 571					