

NORGES HANDELSHØYSKOLE
Bergen, høsten 2007

Utredning i regnskapsanalyse
Veileder: Bjørn Svendsen

REGNSKAPSANALYSE AV KAPITALFORVALTNINGSSELSKAPER
NORDEA INVESTMENT MANAGEMENT
STOREBRAND KAPITALFORVALTNING
DNB NOR KAPITALFORVALTNING

av

Knut Garli

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Innhold

1	Problemstilling	3
2	Presentasjon av selskapene	5
2.1	Nordea Investment Management	5
2.2	Storebrand Kapitalforvaltning	5
2.3	DnB NOR Kapitalforvaltning	5
3	Analysemetodikk	7
3.1	Analysers ståsted	7
3.2	Regnskapsanalyse	8
4	Regnskapsmodeller og –prinsipper	13
4.1	Alternativer til historisk kost	13
4.2	Historisk kost-modellen	15
4.3	Fremgangsmåte ved regnskapsanalysen	17
5	Analysens grunnlag, forutsetninger og grupperinger	27
5.1	Grunnlag	27
5.2	Forutsetninger og grupperinger	27
6	Analyse	29
6.1	Trendanalyser	29
6.2	Common size-analyse	37
6.3	Forholdstallanalyse	42
7	Konklusjoner	49
7.1	Generelt	49
7.2	Nordea Investment Management	50
7.3	Storebrand Kapitalforvaltning	51
7.4	DnB NOR Kapitalforvaltning	52

Tillegg:

Litteraturliste

Vedlegg 1: Nordea Investment Management

- resultat, balanse, trend, common size, forholdstall

Vedlegg 2: Storebrand Kapitalforvaltning

- resultat, balanse, trend, common size, forholdstall

Vedlegg 3: DnB NOR Kapitalforvaltning

- resultat, balanse, trend, common size, forholdstall

1 Problemstilling

Regnskapsanalysen søker å sammenstille og vurdere 4 års regnskapstall for tre av Norges største kapitalforvaltningsselskaper, DnB NOR Kapitalforvaltning, Storebrand Kapitalforvaltning og Nordea Investment Management.

Disse selskapene har som formål å plassere midler for institusjonelle kunder, verdipapirfond og konserninterne selskaper med henblikk på å skape høyest mulig avkastning på midlene gitt de risikorammer selskapene er underlagt fra kunder og myndigheter. De institusjonelle kundene vil dermed være en del av et konkurranseutsatt marked, mens de konserninterne selskapene vil i høy grad være bundet til sin respektive forvalter. Avkastningen selskapene oppnår i verdipapirfondene publiseres på daglig basis, og er blant kriteriene som privatkunder forholder seg til i valget av verdipapirfond.

Selskapene plasserer seg således i en bransje som skaper et inntektsgrunnlag ved å selge en forventning om avkastning gjennom investering av kundenes midler i aksjer, obligasjoner og andre investeringskonsepter. Kunder som etterspør slik avkastningsforventning kan deles i flere kategorier, eksempelvis massemarkedet, velstående enkeltpersoner, offentlige institusjoner, private institusjoner, ideelle organisasjoner og andre bransjemedlemmer. Tilbyderne vil ofte finne det fornuftig å konsentrere sitt fokus om et begrenset utvalg av kundesegmenter, både fordi de enkelte kundesegmentene stiller forskjellige krav til systemer og personlig bistand, og fordi lovgivende myndigheter setter begrensninger.

Kapitalforvaltningsselskaper har derfor historisk konsentrert seg om institusjonelle kunder, dvs. private institusjoner som f.eks. kraftverk og pensjonskasser, offentlige institusjoner som f.eks. kommuner, samt ideelle organisasjoner som f.eks. legater. Flere slike selskaper har sitt opprinnelige utspring i det behov som større konsern på et tidspunkt hadde for å ivareta sin egen finansforvaltning. Etter at denne ofte interne avdelingen har fungert som en divisjon med formål å forvalte konsernets egne midler, har avdelingen også begynt å tilby tjenestene til eksterne kunder på samme nivå.

I flere av disse finanskonsernene har der skjedd en parallell etablering av et fondsselskap, med forvaltning og distribusjon av verdipapirfond rettet mot massemarkedet. Forskriftene krevde på et tidspunkt separasjon mellom fondsselskapet og kapitalforvaltningsselskapet, men da disse ble lempet i 2002, så de fleste nytten av å slå sammen disse to funksjonene, ved at samme enhet både forvalter innholdet i fondene som selges til massemarkedet, samtidig som den forvalter såkalte diskresjonære porteføljer (dvs. porteføljer som består av enkeltpapirer) til større kunder.

En slik sammenslåingen har også vært interessant ut fra det perspektiv at mange større kunder har funnet det fornuftig å pakke sine diskresjonære posisjoner i fondkonstruksjoner. Dette har gitt stordriftsfordeler til kapitalforvaltningsselskapene, som derigjennom har kunnet tilby lavere forvaltningsomkostninger.

Selskapene som er en del av denne analysen, har ulik størrelse, både i mengden kapital til forvaltning og antall ansatte. Mange i bransjen antar at personalbehovet er forholdsvis uelastisk ift. mengde kapital til forvaltning, og det kan derfor være interessant å vurdere hvorvidt et større selskap har lavere mengde per ansatt enn et mindre.

Alle disse selskapene har de siste årene gjennomgått strukturelle endringer, og litt av utfordringen består i å identifisere og kompensere for disse endringene slik at regnskapstallene blir sammenlignbare. I tillegg kommer endringer i regnskapsprinsipper vedrørende pensjonskostnader som følge av overgangen fra NRS 6 til IAS 19 (Ytelser til ansatte/Employee Benefits).

Min personlige interesse av denne analysen er det faktum at jeg har vært ansatt i Nordea Investment Management i en årrekke, noe som gir meg et godt innblikk i bransjen og de kriterier denne bruker for å måle suksess. Det gir også anledning til å innhente intern informasjon. Men ettersom slikt er tilgjengelig fra kun ett av de tre selskapene, vil bruken av intern informasjon bli begrenset til et minste felles multiplum.

2 Presentasjon av selskapene

2.1 Nordea Investment Management

Nordea Investment Management (forkortet til "Nordea" i analysen) er det minste selskapet i denne analysen, gitt et utelukkende norsk fokus. For selv om Nordea er et nordisk konsern, og den største konsernet blant disse tre, er den norske operasjonen innenfor kapitalforvaltning relativt beskjeden, med kun 87,3 milliarder til forvaltning ved utgangen av 2006. Litt av grunnen til dette er at Nordea-konsernets kapitalforvaltning til en viss grad er sentralisert i Danmark, slik at det norske selskapet primært skal understøtte kun norske behov. Men også historisk har det som tidligere het Kreditkassen vært et mindre spiller i dette markedet enn de to øvrige selskapene.

Den norske virksomheten er lokalisert to steder, i Oslo og Bergen. I 2005 ble den norske virksomheten filialisert under et svensk morselskap, en legal endring som hadde liten innvirkning på selskapets faktiske drift og struktur.

2.2 Storebrand Kapitalforvaltning

Storebrand Kapitalforvaltning (i analysen benevnt som "Storebrand") er et datterselskap av konsernet Storebrand ASA, som i Norge har sitt primære utspring i forsikringstjenester. Ved utgangen av 2006 forvaltet selskapet 217 milliarder kroner, som plasserer selskapet i mellomstørrelsen av de tre analyserte. Virksomheten er lokalisert i Oslo, med en filial i Sverige og et datterselskap i Luxembourg.

2.3 DnB NOR Kapitalforvaltning

DnB NOR Kapitalforvaltning (i analysen angitt med "DnB") er den desidert største av norske kapitalforvaltere, med en dominerende markedsandel på 298 milliarder kroner eller 38,3 % (ved utgangen av 2006). Salget av verdipapirfond er godt hjulpet av å være distribuert via DnB NOR Bank og Postbanken, mens selskapet selv forestår

salget av forvaltning for institusjonelle kunder. Den største interne kunden er Vital-selskapene.

Selskapets hovedlokasjon er Oslo, med enkelte funksjoner lagt til Bergen. I tillegg har selskapet investeringskontorer i London, New York og Hong Kong, samt støttekontorer i Stockholm, Luxembourg og Dublin.

DnB NOR Kapitalforvaltning har også etablert et tilbud for verdipapiradministrasjon, som gir kundene mulighet til å utkontraktere selve administrasjonen rundt det å drive kapitalforvaltning, samt motta rapportering på midlene. Slik kan kunden fokusere på å skape best mulig avkastning på midlene som kunden selv forvalter.

3 Analysemetodikk

3.1 Analysers ståsted

Generelt kan de ståsted som velges i en analyse, kategoriseres i følgende:

- Analytisk
- System
- Aktør

Ofte vil det være valget av ståsted være innlysende i en såvidt teknisk analyse som dette, men det er likevel viktig å være bevisst omkring de forskjellige alternativene. Slik er det også enklere å identifisere dersom analysen beveger seg fra ett ståsted til et annet.

3.1.1 Analytisk ståsted

Dette kan best beskrives som et objektivt utgangspunkt, hvor individet ikke skal ha betydning overhodet. Det objektive utgangspunkt innebærer at de samme regler gjelder på alle områder og at virkeligheten dermed blir sammenlignbar.

I en regnskapsanalyse vil det analytiske ståsted representeres av de regnskapsregler som er definert av myndigheter og bransjeorganisasjoner.

3.1.2 Systemståsted

Fra et systemståsted vil analytiker søke å finne sammenhenger og relasjoner mellom forskjellige deler av virksomheten. Slik oppnås et mer overordnet fokus, og synergier eller suboptimaliseringer kan enklere identifiseres.

3.1.3 Aktørståsted

Dersom analytiker fokuserer på de enkelte komponentenes egenskaper og samtidig tar inn personlige erfaringer og kunnskaper, blir ståstedet langt mer subjektivt. Samtidig åpner det for nye vinklinger og nyskapende detaljinnsikt.

3.2 Regnskapsanalyse

Analysen som dette er gjerne ment å gi et bidrag i form av foredling av den informasjon som er offentlig tilgjengelig i selskapsregnskapene de enkelte rapporteringsår. For å oppnå dette, er en oversikt over hvilke målgrupper analysen har, samt hvilken informasjon disse typisk vil etterspørre, nyttig.

3.2.1 Interessegrupper

Den såkalte interessentmodellen baserer seg på at selskapsenheter vil ha 8 sentrale interessegrupper, hver med forskjellig fokus [Elling, s33-42].

3.2.1.1 Eiere

Eierne vil generelt vektlegge avkastning på sine innskutte midler. Mange kapitalforvaltningsselskaper vil som nevnt i kapittel 1 være et resultat av morkonserns behov for finansforvaltning, og senere utskillelse av disse til datterselskap. Det vil dermed i hovedsak være konsernet som eier forvaltningsselskapet, og konsernet vil ha et utvidet eierforhold sammenlignet med en børsnotert bedrift. Konsernet har gjerne sine egne midler forvaltet i selskapet, og vil dermed ønske kvalitativt fokus på leveransen. I tillegg kan der eksistere overordnede interesser så som lokalisering, fordeling av felleskostnader, personalutviklingspolitikk etc.

Selvsagt kan innvendes at konsernene i sin tur er børsnoterte, og at det derigjennom er vanlige aksjeeiere som også eier forvaltningsselskapene. Forvaltningsselskapenes andel av morkonsernets balanse og resultat er likevel såvidt beskjedne at den vil fremstå som neglisjerbar for aksjeeierne i morkonsernet.

3.2.1.2 Ledelse

Ledelsen ønsker et beslutningsgrunnlag på kort og lang sikt, hvor analyser av årsregnskapet vil utgjøre et nyttig supplement til øvrig informasjon som budsjetter, medarbeiderundersøkelser, prognoser m.m. Ledelsens beslutninger vil søke en avveining av de ulike faktorene og interessene med det formål å maksimere de økonomiske og ikke-økonomiske resultater de er satt til å oppnå.

Ettersom kapitalforvaltningsselskapene ofte er del av større konsern, vil ledelsen ofte være underlagt tilleggskrav utover ren økonomisk avkastning, for at konsernet slik kan fremstå som attraktivt mhp. karriereutvikling, samfunnsansvarlighet og enhetlig profil.

3.2.1.3 Ansatte

Tradisjonelt vil ansatte fokusere på jobbtrygghet, og dermed ha visshet for at selskapet driver med lønnsomhet. Denne effekten er også tilstede i kapitalforvaltningsselskaper. Men i takt med konjunkturer i stigning og strammere arbeidsmarked, vil medarbeidernes fokus rettes mot andre kvaliteter, så som renommé og ansvarlighet, sammenlignbarhet med resten av bransjen, karrièremuligheter og lønnsøkninger. Dermed kan et regnskap med godt overskudd bli et kort i forhandlinger om lønn og øvrige betingelser, samt forespørsler om initiativer til økt grad av samfunnsansvar og etisk profil. Kapitalforvaltningsselskaper vil særlig være preget av dette, i og med at mennesker er den dominerende innsatsfaktoren, og at bransjen har god lønnsomhet i oppgangstider.

Enkelte deler av bransjen er også preget av liten grad av lojalitet ift. arbeidsgiver, ved at mange sentrale spillere jevnlig ønsker å få bekreftet sin markedsverdi ved å bytte selskap. I et slikt miljø vil jobbtrygghet ha liten betydning, fordi kulturen oppmuntrer en rask forflytning dersom forholdene ellers tilsier det. Dette er selvsagt holdninger som kan straffe seg idet selskapene igjen opplever nedgangstider, fordi disse menneskene da vil oppfattes som mindre attraktive ressurser. I en slik situasjon vil atter de ansatte som har fokusert på jobbtrygghet, bli tilgodesett for sin lojalitet.

3.2.1.4 Leverandører

Generelt vil en leverandør ha interesse av å få bekreftet selskapets betalingsevne, for å sikre sin egen virksomhet mot tap. Spesielt for kapitalforvaltningsselskaper er at deres primære innsatsfaktor er de ansattes kapasitet til forvaltning. Den eneste øvrige innsatsfaktor av betydning vil være de IKT-løsninger som selskapet leier eller kjøper, og programvaretilbydere vil dermed være blant de som kunne tenkes å etterspørre slik betalingsevne. Forskjellige programvaretilbydere vil ha forskjellige vilkår for sin

leveranse, med etterskuddsvis eller forskuddsvis oppgjør, forskjellig lisensvarighet og oppsigelsesperiode. Disse vilkårene er satt ut fra tilbydernes behov for sikkerhet, og ettersom programvare og tilhørende support er såvidt abstrakt i sin natur, vil tilbyderne sjelden ha problemer med å tilpasse sin innsats dersom kunden utviser redusert betalingsevne.

3.2.1.5 Kunder

Kundene kan ønske å få indikert god lønnsomhet i selskapet, slik at de kan få vite om de har rom for å presse prisene. Bransjen har historisk hatt relativt gode marginer, men i senere år har forvaltningsselskapene opplevd stadig prispress på sine standardprodukter. Som et motsvar på dette, er nye produkter lansert med mer spesialisert forvaltning og dertil lukrative marginer, og selskapene har derigjennom klart å opprettholde sin inntjening [Årsregnskapenes årsberetninger].

3.2.1.6 Myndigheter

Myndighetene vil ha et primært ønske i å sikre korrekt skatte- og avgiftsinngang. I tillegg er Kredittilsynet opprettet med det formål å sikre at bransjen driver etter sunne og etiske retningslinjer, bl.a. for å hindre forfordeling mellom selskapets kunder og hvitvasking av penger fra ulovlig virksomhet. Denne funksjonen er viktig fordi kapitalforvaltningsselskapene behandler betydelige kontantstrømmer som kan innebære – fra myndighetenes synspunkt – en uønsket maktfordeling dersom kapitalen får fritt spillerom. Også Kredittilsynet vil derfor være interessert i årsregnskapene for å kontrollere samsvar mot øvrig rapportering som de mottar fra kapitalforvaltningsselskapene samt de konsesjoner som er gitt.

3.2.1.7 Bransje

Bransjen vil ha ønsker om å se trender i tallene, for om mulig å forutse fremtidig utvikling i den sektor de opererer i. Samtidig får de et sammenligningsgrunnlag for å vurdere hvordan de selv plasserer seg i forhold til det enkelte selskapet, samt hvilke markedsandeler de respektive selskapene innehar.

3.2.1.8 Långivere

Enheter som yter lån til selskapene ønsker å få bekreftet at selskapene har evne til å betjene de forpliktelser de har inngått. I tillegg vil regnskapet være en kilde til informasjon i tilfeller der nye lån blir innvilget, ved at det gir et bilde på den risiko långiver tar ved å låne ut midler. Det kan dermed i ytterste konsekvens bli bestemmende for hvilken kostnad, dvs. rente, som selskapet må betale for å ta opp ny lånefinansiering.

Disse interessegruppenes fokus kan også kategoriseres i tre forskjellige oppgaver eller målsetninger som et regnskap bør dekke:

- Prognoseoppgaven – å gi innsikt til at leseren kan forutse fremtidig inntjening, likviditet, risiko etc.
- Kontrolloppgaven – å gi mulighet til å etterprøve ledelsens ansvarlighet i disposisjoner, dvs. få bekreftet at selskapet drives etter sunne prinsipper
- Fordelingsoppgaven – å understøtte ressursforvaltningen internt i selskapet

Regnskapslovgivning og –standarder i Norge og utenlands forutsetter at de primære interessentene er eiere og kreditorer. Ettersom disses informasjonsbehov er av en generell og vidtspennende natur, vil denne informasjonen langt på vei dekke også de øvrige interessentgruppenes behov. Det bør derfor være mulig å ta utgangspunkt i regnskapsoppstillingen for å gi slik informasjon.

3.2.2 Informasjonskilder

En regnskapsanalyse kan utarbeides på to forskjellige grunnlag [Kinserdal, del 1, s230]:

- Ekstern regnskapsanalyse – Analytiker har kun tilgang til offisielle regnskaper, eksempelvis pliktige årsregnskaper.
- Intern regnskapsanalyse – Analytiker har tilgang til interne regnskapstall. Omfanget av denne informasjonen vil variere fra bransje til bransje og selskap til selskap.

Kan analytiker velge fritt på øverste hylle, vil en intern analyse ofte være å foretrekke, ihvertfall dersom informasjonsnivået er sammenlignbart på tvers av selskapene og konsistent over tid. Men ofte er disse forutsetningene ikke tilstede, og da vil rapporteringspliktige regnskapstall gi et nødvendig minste felles multiplum som grunnlag til en ekstern analyse.

3.2.3 Metodevalg

Som nevnt i innledningen gir undertegnedes ansettelsesforhold til ett av de analyserte selskapene tilgang til interne regnskapstall for dette selskapet. Ettersom tilsvarende informasjon ikke er tilgjengelig fra de to andre selskapene, vil analysen bli strukturert som en ekstern analyse.

Utgangspunktet for en analyse basert på standardiserte regnskapstall, blir her et analytisk ståsted. Men som ansatt i denne bransjen, er der en risiko for innslag av aktørens ståsted. I de tilfeller der et aktørståsted kan gi økt innsikt eller merverdi i analysen, vil et eventuelt skifte av ståsted gjøres uttrykkelig klart.

4 Regnskapsmodeller og –prinsipper

4.1 Alternativer til historisk kost

Tradisjonelt finansregnskap settes opp iht. den såkalte historisk kost-modellen. Denne har, som navnet tilsier, et fokus på historiske tall. Dette kan ses som problematisk i bransjer der omstilling og tilpasning er nøkkelord, fordi denne modellen ikke evner å hensynta generelle utviklingstrekk og prognoser. For å synliggjøre de mangler denne modellen innehar, vil her oppsummeres hovedtrekkene ved alternative modeller [Kinserdal, del 2, s131-149].

4.1.1 Prisnivåjustert modell

Særtrekket ved denne modellen, er at de tall som presenteres er omregnet til dagens pengeverdi. De konteringer som er gjort i selskapet blir i praksis justert for generell prisstigning eller egne prisnivåindekser. Dette for å uttrykke regnskapet i en skala som er sammenlignbar med kjøpekraft på et gitt tidspunkt, som gjerne er regnskapsårets slutt.

Svakheten ved modellen er vanskene forbundet med å finne relevante data og prissammenligninger, noe som også er hovedårsaken til at den kun tas i bruk i særskilte tilfeller.

4.1.2 Nåverdimodellen

Mens de førnevnte modeller tar utgangspunkt i registrerte konteringer i regnskapet, vil verdiorienterte modeller søke å verdsette selskapet ved å isteden vurdere de eiendeler selskapet har eller antas å ha. Nåverdimodellens basis er en prognostisering av fremtidig kontantstrøm over en årrekke. Disse kontantstrømmene blir så neddiskontert med en representativ rente (eller avkastning, dersom sett fra eiers ståsted) tilbake til et gitt tidspunkt. Slik fremkommer en størrelse som sier noe om hvor mye selskapet er verdt i dagens kroneverdi. For eier sier dette hvor mye meravkastning selskapet kan forvente å gi, utover den representative renten.

Finansbransjen, der de tre selskapene befinner seg, er forøvrig relativt vant med å vurdere verdier som neddiskonterte kontantstrømmer. Innehav i både aksjer og særlig obligasjoner blir konsekvent verdsatt til forventet fremtidig kontantstrøm og inntjening, neddiskontert med en risikotilpasset rente. Som medlem av denne bransjen er det interessant å observere at majoriteten av ens kolleger er langt mer vant til å verdsette andre selskaper ut fra en nåverdimodell, enn sin egen arbeidsplass.

4.1.3 Salgsverdimodellen

Mens nåverdimodellen kan sies å ha et langsiktig fokus, kan salgsverdimodellen sies å ha et mer kortsiktig utgangspunkt. Ved å vurdere hvilke beløp som kan oppnås ved å selge hver enkelt eiendel i selskapet, fremkommer en størrelse som sier noe om hva selskapet kan tjene på å likvidere på nåværende tidspunkt.

4.1.4 Gjenanskaffelsesmodellen

Denne modellen er på sett og vis den andre siden av salgsverdimodellen. Her vurderes eiendeler til den pris det vil koste å anskaffe dem på nytt. Som ikke-profesjonell aktør i et slikt marked, kan selskapet oftest regne med å måtte betale mer for et aktivum som kjøpes enn selskapet selv får solgt det samme aktivum for. Slik vil denne verdien vil oftest gi en høyere sum enn salgsverdimodellen gir. Det er likevel viktig å se dette i sammenheng med de inntekter selskapet oppnår på samme tidspunkt.

4.1.5 Offerverdimodellen

Der er både fordeler og ulemper ved hver av de førnevnte modellene, og ved å legge seg på en av disse verdsettelsesmodellene, vil selskapet kunne risikere ulemper som gir urimelige utslag på ett eller flere områder av verdivurderingen. Offerverdimodellen er konstruert for å avhjelpe slike uheldige utslag [Elling, s156-158]. Hensikten med denne modellen er at selskapet for hver enkelt aktivum benytter den metodikk som gir det beste bildet. Hva som er den beste metodikk fastslås gjennom å vurdere hva selskapet rasjonelt sett ville gjøre dersom det mister det aktuelle aktivum.

Dersom det er rasjonelt for selskapet å kjøpe den samme eiendelen, vil den verdsettes til gjenanskaffelseskost. Dette vil dermed kun være aktuelt dersom inntekten fra salg eller fortsatt bruk av eiendelen overstiger kjøpesummen. Dersom så ikke er tilfelle, vil eiendelen verdsettes til nåverdien av de tapte inntekter og fordeler som bortfallet av eiendelen medfører. Slik blir verdien satt til hva selskapet er villig til å ofre for de enkelte eiendelene, som er et godt utgangspunkt sett det fra eiernes ståsted.

4.2 Historisk kost-modellen

Som nevnt er de aktuelle årsregnskapene basert på historisk kost. Her følger en gjennomgang av forutsetninger og prinsipper i denne modellen [Kinserdal, del 1, s24-28].

4.2.1 Forutsetninger for bruk av historisk kost

4.2.1.1 Selvstendig enhet

Regnskapet beskriver et selskap som er en selvstendig økonomisk entitet, og vil derved kunne ses isolert. Den økonomiske stilling til selskapets eiere vil følgelig ikke forstyrre bildet. Slik vil også selskapet fremstå som selvstendig skattesubjekt, hvor alle skattetall kan tilordnes denne enheten.

4.2.1.2 Periodisk avgrensning

Foretak har oftest en kontinuerlig drift. Forutsetningen er at de økonomiske effektene kan deles opp i perioder, hvor regnskap settes opp for hver av disse periodene. Typisk vil hovedperiodiseringen være per kalenderår, selv om avvikende regnskapsår og underdelinger som kvartals- og halvårsregnskap også forekommer.

Ligningsmyndighetenes frister vil ofte gi et insentiv til å la regnskapsåret følge skatteregnskapet.

4.2.1.3 Penger er måleenhet

Penger fungerer som en felles måleenhet, slik at alle postene i regnskapet uttrykkes i sammenlignbare verdier.

4.2.2 Prinsippene bak historisk kost

Regnskapsloven §6 angir 10 hovedprinsipper for utarbeiding av foretakets regnskap. Disse prinsippene danner et grunnleggende rammeverk, som ikke går i enkeltdetaljer. Dette gir en fleksibilitet i en verden med omskiftelige behov, ved at de danner basis for tolkning av enkeltspørsmål. Særlig de siste årene har globalisering og dermed internasjonal harmonisering stått i fokus, og da har dette rammeverket gitt det nødvendige verktøy for å sikre at Norge har kunnet tilpasse seg de internasjonale strømninger på dette området.

4.2.2.1 Transaksjonsprinsippet

Transaksjoner skal registreres på det samme tidspunkt som de faktisk hender, og til den verdi som utveksles på dette tidspunktet.

4.2.2.2 Opptjeningsprinsippet

Resultatet skal føres på det tidspunkt det faktisk inntreffer, og således frigjøres fra tidspunktet for den etterfølgende kontantstrøm.

4.2.2.3 Sammenstillingsprinsippet

Inntekter skal periodiseres til samme periode som de kostnader som påløper i produksjonen av det inntektsgivende produkt.

4.2.2.4 Forsiktighetsprinsippet

Inntekter skal ikke overvurderes og kostnader skal ikke undervurderes. Ved verdsetting av omløpsmidler kommer f.eks. laveste verdis prinsipp til anvendelse, ved at omløpsmidlene skal verdsettes til det laveste av anskaffelseskost og virkelig verdi.

4.2.2.5 Sikringsprinsippet

Gevinst og tap fra transaksjoner med sikringsformål skal sammenstilles med tilsvarende tap og gevinst fra det sikrede aktivum eller kontantstrøm.

4.2.2.6 Beste estimat-prinsippet

For å unngå uegnet og overdrevet anvendelse av forsiktighetsprinsippet, defineres at ved stor usikkerhet skal i stedet det beste tilgjengelige estimat benyttes, ut fra den informasjon som er tilgjengelig på rapporteringstidspunktet.

4.2.2.7 Kongruensprinsippet

Verdiendringer i balansen over en periode skal gjenspeiles i resultatregnskapet for den samme periode, og vice versa.

4.2.2.8 Prinsippanvendelse

De samme prinsipper skal anvendes over tid, for å sikre sammenlignbarhet i data over perioden. Dette innebærer at skifte i regnskapsprinsipp skal skje unntaksvis og helst ikke innenfor samme regnskapsperiode. Uansett skal alle slike endringer være godt dokumentert.

4.2.2.9 Fortsatt drift

Alle vurderinger skal være gjort under forutsetning om at selskapet ikke skal avvikles i nærmeste fremtid.

4.2.2.10 God regnskapsskikk

Dette gir den henvisningen til de bransjefora som blir enige om regnskapsstandarder på forskjellige områder av den økonomiske verden. Loven har ikke ambisjon om å detaljstyre alle aspekter av alle bransjers regnskapsbehov, og refererer derfor i stor utstrekning til god regnskapsskikk. Slik sikres en dynamikk i regnskapsutviklingen, som gir rom for pragmatisk tilnærming samt den førnevnte internasjonale harmonisering.

4.3 Fremgangsmåte ved regnskapsanalysen

Generelt vil en regnskapsanalyse gjennomføres i følgende 4 trinn [Kinserdal, del 1, s230-276]:

1. Vurdering med henblikk på korrigeringer
2. Gruppering av tallmateriale
3. Beregninger for å belyse selskapenes finansielle stilling og utvikling
4. Analyse og konklusjon

4.3.1 Vurdering med henblikk på korrigeringer

Årsregnskapene danner den primære kilden til regnskapsanalysen, og det vil derfor være viktig å foreta en vurdering for å avdekke svakheter med tallmaterialet. Ofte vil et årsregnskap danne et for svakt grunnlag til de helt store korreksjonene, men et kritisk blikk kan likevel avdekke gjennomgående problemer. Disse problemene kan inkludere følgende:

4.3.1.1 Periodisering

Sammenstillingsprinsippet definerer behovet for å henføre kostnader og inntekter til samme regnskapsperiode. Dette inkluderer avsetninger, og gir dermed rom for skjønn, som kan bidra til å skjule realiteter i sammenligning med andre regnskaper.

4.3.1.2 Vurderingsfeil

Selskapets balanse fordrer en verdsetting av selskapets eiendeler og gjeld.

Regnskapsloven gir klare og konkrete regler i mange tilfeller, men der vil alltid være poster som er offer for skjønnsmessige vurderinger.

4.3.1.3 Klassifiseringsfeil

Gruppering av regnskapstallene er et sted der det gis mindre rom for skjønn. Men ettersom mange av nøkkeltallene og regnskapsanalysens konklusjoner treffes på grunnlag av grupperte tall, vil en feilklassifisering av poster gi grunnleggende svakheter i analysen.

4.3.1.4 Kreativ regnskapsføring

Revisors drøm er å finne tilfeller av kreativitet i regnskapsføringen. Dette, sammen med økt bruk av elektronisk registrering, er med til å redusere risikoen for at vi i våre

dager ser bevisst villedning fra selskapets side med formål å gi feilaktig inntrykk av virksomheten.

Dersom de regnskaper som behandles i denne analysen lider av noen av de nevnte svakheter, uten at dette lar seg identifisere, vil analysen uunngåelig bli påvirket av dette.

4.3.1.5 Endringer i regelverk

Dersom selskapet i løpet av analyseperioden har blitt underlagt endringer i regnskapsreglene, vil selskapet være pålagt å omarbeide fjorårets proforma regnskap til å bli sammenlignbart med årets regnskap. Men analyseperioden strekker seg gjerne utover disse to årene, hvilket betyr at noen år ikke vil være sammenlignbare. I den aktuelle analysen opptrer dette problemet med at selskapene har innført IFRS i 2005, noe som har medført endringer i pensjonsforpliktelsene iht. IAS 19, som derigjennom får effekt på resultat og balanse for dette året [KPMG / Ernst&Young].

4.3.2 Gruppering av tallmaterialet

Regnskapsloven §6 angir oppstillingsplan for balanse og resultatregnskap. Dette for å understøtte sammenlignbarhet på tvers av selskaper, samt lette innsamling av statistikk. Dersom planen fravikes, skal det være forenlig med god regnskapsskikk, eller som følge av forskrifter som gir adgang til avvikelse.

Hovedinndelingen ser følgende slik ut:

Resultatregnskap

1. Salgsinntekt
2. Driftskostnader
3. Driftsresultat
4. Finansposter
5. Ordinært resultat før skattekostnad
6. Skattekostnad på ordinært resultat
7. Ordinært resultat
8. Ekstraordinære poster
9. Skattekostnad på ekstraordinært resultat

10. Årsresultat

Balanse – eiendeler:

A: Anleggsmidler

1. Immaterielle eiendeler
2. Varige driftsmidler
3. Finansielle anleggsmidler

B: Omløpsmidler

1. Varer
2. Fordringer
3. Investeringer
4. Bankinnskudd, kontanter o.l.

Balanse – egenkapital og gjeld:

C: Egenkapital

1. Innskutt egenkapital
2. Opptjent egenkapital

D: Gjeld

1. Avsetning for forpliktelser
2. Annen langsiktig gjeld
3. Kortsiktig gjeld

Postene i resultat, balanse og kontantstrømoppstilling skal sammenstilles med tilsvarende tall for foregående regnskapsperiode. Ved behov skal disse tallene omarbeides for å bli sammenlignbare, med mindre god regnskapsskikk tilsier annet. Typiske tilfeller inkluderer endring av regnskapsprinsipp, feilkorleksjoner og omklassifiseringer.

Disse oppstillingsplanene vil være en nyttig kategoriseringsstandard for en regnskapsanalyse, og årsregnskapene vil derfor grupperes iht. den angitte planen.

4.3.3 Beregninger for å belyse selskapenes finansielle stilling og utvikling

4.3.3.1 Trendanalyse

Trendanalysen gir et bilde av utviklingen i de enkelte postene og grupperingene over tid. Teknisk sett vil tallene indekseres iht. et basisår (som regel det første av regnskapsperiodene) ved å la disse representeres som 100%. Utviklingen etter basisåret vil dermed kunne avlese hvorvidt posten har økt hhv. minket ved at etterfølgende poster ligger over hhv. under 100 % [Kinserdal, del 1, s298-299].

Denne analysen avslører raskt om elementer utvikler i gal retning, men sier ingenting om absolutt utvikling. Resultatet skal derfor behandles kvalitativt f.eks. ved at det blir sammenstilt mot andre selskap eller bransjetall. Slik kan foretakets trender relateres til generell bransjeutvikling, noe som vil indikere hvordan foretaket klarer seg ift. konkurrenter.

4.3.3.2 Common size-analyse

Dette relativiserer regnskapet ift. enkeltposter. Ved å sette en gitt enkeltpost til 100 %, de øvrige postene uttrykkes i forhold til denne. En norsk betegnelse er "prosent-av-totalsum"-beregning. Det gjør sammenligningen enklere, ikke minst mellom foretak som kan være av svært ulik størrelse [Kinserdal, del 1, s297-298].

4.3.3.3 Forholdstallsanalyse

Forholdstall eller nøkkeltall er spesifikke poster i regnskapet sett i forhold til hverandre. Disse gir en rask indikasjon på sentrale begreper og sammenhenger, og kan sammenstilles over tid eller på tvers av foretak for rangeringsformål. De utgjør også et foretrukket informasjonsformat for selskapenes ledere, og vil dermed kunne danne grunnlag for beslutninger av taktisk og strategisk art [Kinserdal, del 1, s302-304].

Populariteten slike columbi egg har hos bedriftsledere, har gjort det attraktivt å utarbeide nye nøkkeltalldefinisjoner, og der er følgelig et stort utvalg tilgjengelig. Oversiktighet og struktur i analysen beholdes dog best ved å fokusere på et begrenset men adekvat utvalg av disse.

Nøkkeltallene som velges, bør gi et bilde ved følgende økonomiske aspekter:

- a) Lønnsomhet
- b) Likviditet
- c) Finansiering
- d) Soliditet

a) Lønnsomhet

De fleste selskap vil ha som mål å skape et overskudd for sine eiere. Dersom overskuddet uteblir, vil selskapet på sikt enten bli oppløst eller gå konkurs.

Lønnsomhetsanalysene kan kategoriseres i følgende:

- Resultatanalyse – forholdet mellom inntekter og kostnader
- Rentabilitetsanalyse – forholdet mellom avkastning og investert kapital

Sentrale nøkkeltall:

1. Bruttofortjenesteanalyse (brutto og netto driftsmargin)

$$\text{Brutto driftsmargin: } \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{Ord.avskrivninger}) \times 100}{\text{Driftsinntekter}}$$

$$\text{Netto driftsmargin: } \frac{\text{Driftsresultat} \times 100}{\text{Driftsinntekter}}$$

2. Totalkapitalrentabilitet

$$\frac{(\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}) \times 100}{\text{Gjennomsnittlig investert kapital}}$$

- Dette gir et bilde av selskapets evne til å skape avkastning i sin ordinære drift. Her holdes altså finanskostnader utenfor, fordi finansieringsmiksen er irrelevant.
- Tallet bør holdes opp mot bransjedata, risiko og konjunkturer. I tillegg danner gjeldsrenten en minimumsgrense for akseptabel totalkapitalrentabilitet – denne renten kan tolkes som finansieringsmarkedets avkastningskrav til det aktuelle selskapet, og

dersom selskapet ikke klarer å levere bedre enn denne, vil eierne kunne oppnå bedre avkastning på egenkapitalen andre steder.

3. Egenkapitalrentabilitet

$$\frac{\text{Årsresultat} \times 100}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

- Denne gir avkastningen på eiernes midler i selskapet, og er dermed mest interessant for disse.
- Både resultat før og etter skatt kan være relevant. Tallet før skatt vil være mest sammenlignbart med total kapitalrentabiliteten.
- Ettersom egenkapitalen bærer høyere risiko enn gjelden, bør der stilles krav til at dette tallet generelt er bedre enn total kapitalrentabiliteten. I tillegg er det naturlig å sammenligne med hva som kan oppnås gjennom alternative plasseringer av kapitalen, gitt samme risikoprofil.

Følgende formel gir sammenhengen mellom rentabilitet på total kapital og egenkapital:

$$r = R + (R - i) \times \frac{G}{E}$$

der

R = total kapitalrentabilitet

r = egenkapitalrentabilitet

i = gjennomsnittlig lånerente

G = gjeld

E = egenkapital

Altså, jo høyere gjeldsgrad ($\frac{G}{E}$), jo mer risiko føres over til egenkapitalen. Gitt en fast lånerente, vil alle resultatsvingninger føres inn på egenkapitalen. Dette vil begrunne et høyere krav til avkastning på egenkapitalen enn på total kapitalen.

b) Likviditet

Denne angir hvorvidt selskapet har evne til å betale sine forpliktelser innen forfall.

Den kan vurderes fra to forskjellige utgangspunkt:

- Kontantstrømanalyse – Denne gir en oversikt over hvordan likviditeten flyter i en gitt periode, og vil ofte være et nødvendig supplement til nøkkeltallene.
- Statusmessig vurdering – Nøkkeltall beregnes ut fra balansen på et gitt tidspunkt. Følgende er eksempler på slike nøkkeltall:
 - Likviditetsgrad 1 $\frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$
 - Bør være 2 eller større, dvs. halvparten av omløpsmidlene bør være finansiert av langsiktig kapital.
 - Likviditetsgrad 2 $\frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$
 - Bør være minst 1, dvs. kortsiktig gjeld skal kun brukes til å finansiere de mest likvide omløpsmidlene.

Disse likviditetsgradene lider under én viktig forutsetning: Omløpsmidler og kortsiktig gjeld skal ha noenlunde samme "omløpshastighet" for at de skal gi et riktig bilde. For å bedre innsikten i omløpshastighetene, suppleres gjerne med følgende nøkkeltall:

- Varelagerets omløpshastighet/lagringstid:

$$\frac{\text{Varekostnad}}{\text{Gjennomsnittlig varelager}}$$
- Kreditt-tid til kunder:

$$\frac{\text{Gjennomsnittlig kundefordringer}}{\text{Salg på kreditt}} \times 360$$
- Kreditt-tid hos leverandører:

$$\frac{\text{Gjennomsnittlig leverandørgjeld}}{\text{Kjøp på kreditt}} \times 360$$

Disse forholdstallene for omløpshastighet og kreditt-tider vil likevel være mindre aktuelle for kapitalforvaltningsselskaper, ettersom de ikke opererer med innsatsfaktorer eller produkter i tradisjonell forstand. Deres primære innsatsfaktor er medarbeiderne, hvor lønnsutbetalingens frekvens utgjør kreditt-tiden. Produktets

leveringstidspunkt kan anses som kontinuerlig, og det vil dermed ikke gi mening i å kalkulere eller publisere slike forholdstall for de selskaper som her analyseres.

c) Soliditet

Mens likviditet beskriver selskapets evne til å dekke kortsiktige driftsmessige utlegg fra dag til dag, er soliditeten et uttrykk for dens evne til å tåle større tap. Dette er størrelser som långivere vil være interesserte i. Finansieringsstrukturen danner altså rammeverket for dette, og vises ved følgende nøkkeltall:

- Egenkapitalprosent

$$\frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} \times 100$$

- Denne forteller hvor mye selskapet kan tape før kreditorenes fordringer kommer i fare. Dermed vil en høy egenkapitalprosent gjøre det enklere å få gunstige lån. Samtidig vil det være en rimelig finansieringsform i nedgangskonjunkturer eller dårlige tider. Men det er ikke dermed gitt at en høyest mulig egenkapitalprosent er å foretrekke, fordi det vil redusere forskjellen mellom avkastning på egenkapital og totalkapital. Det er derfor vanskelig å angi en optimal egenkapitalprosent, fordi det avhenger av selskapets bransje og risikoprofil.

- Rentedeckningsgrad

$$\frac{\text{Resultat før x - ord poster} + \text{Finanskostnader}}{\text{Finanskostnader}} \times 100$$

- Dersom dette tallet faller under 1, betyr det at selskapet ikke er i stand til å betale sine finansieringskostnader, dvs. gjeldens rentekostnader. Det vil dermed være et poeng å få en høyere rentedeckningsgrad som gir handlingsrom, samt mulighet til økt låneopptak.

4.3.4 Analyse og konklusjon

Etter en vurdering av det beregnede tallmateriale, følger en analyse, hvor analytiker søker å presentere et helhetsbilde av den økonomiske situasjonen samt fremtidsutsiktene.

4.3.5 Oppsummering

Dette kapitlet har etablert et generelt sett av referanserammer og teori bak regnskapsanalyser. Neste kapittel inneholder en konkret utdyping av de problemstillingene som analysen av de aktuelle selskapene har avdekket, samt de forutsetninger som er tatt.

5 Analysens grunnlag, forutsetninger og grupperinger

5.1 Grunnlag

Selskapenes årsregnskaper for årene 2004 til 2006 er hovedgrunnlaget i analysen. 2003-tallene er dannet ut fra de proforma regnskap som er presentert i 2004-regnskapene. For DnB og Storebrand er samtlige årsregnskaper offentlig tilgjengelige, bl.a. via Brønnøysundregistrene. For Nordea er årsregnskapene for 2004 og første halvår av 2005 offentlige. 30.06.2005 ble Nordea filialisert under et svensk morselskap, og den norske filialens regnskap (som er det relevante i denne sammenhengen) er dermed ikke offentliggjort for siste halvår 2005 og året 2006.

Godkjennelse er innhentet fra Nordeas administrerende direktør til å bruke disse regnskapene i denne analysen og derigjennom offentliggjøre dem. Der er også innhentet tall for kapital til forvaltning fra Nordea særskilt, idet dette ikke var en del av Nordeas årsregnskaper eller årsberetning. Forbehold er tatt for at disse tallene inkluderer såkalt "double counting", dvs. institusjonelle kunder av Nordea som går direkte i fond distribuert av NordeaFondene, vil bli regnet dobbelt fordi Nordea også foretar selve forvaltningen av NordeaFondene sine fond.

Utover dette er interne regnskapstall ikke benyttet for noen av selskapene.

5.2 Forutsetninger og grupperinger

Selskapene har fulgt regnskapslovens grupperinger av resultat og balanse. Det er derfor satt som generell forutsetning – dersom ikke annet er spesifisert – at selskapene har gruppert riktig, og at tallene derigjennom er sammenlignbare på overordnet nivå.

En forskjell i kategoriseringen av avgitte provisjoner er identifisert. Storebrand spesifiserer dette som en egen kostnadskomponent for 2006 (og dermed proforma for 2005), mens det er grunn til å anta at dette inngikk i "netto salgsprovisjon" for 2003

og 2004 (som var tatt som en del av driftsinntektene). DnB spesifiserer tilsvarende et element med teksten "Salg og porteføljeprovvisjoner" som en del av "Andre driftskostnader" for alle år. Nordea spesifiserer ikke provisjoner tilsvarende.

På bakgrunn av dette er tallene for avgitte provisjoner ført mot inntektssiden på alle tre selskaper. Storebrand og DnB får dermed redusert sine sum driftsinntekter med en negativ komponent "Avgitt provisjon" hhv. "Salg og porteføljeprovvisjoner", mens der forutsettes at Nordea – dersom det er aktuelt for selskapet – har et tilsvarende element innbakt i sine salgsinntekter.

6 Analyse

6.1 Trendanalyser

Utviklingen i følgende størrelser i perioden 2003-2006 vil bli nærmere belyst:

- Kapital til forvaltning, sett ift. antall ansatte
- Salgsinntekter
- Lønnskostnader
- Sum driftskostnader
- Avskrivninger
- Andre driftskostnader

6.1.1 Kapital til forvaltning

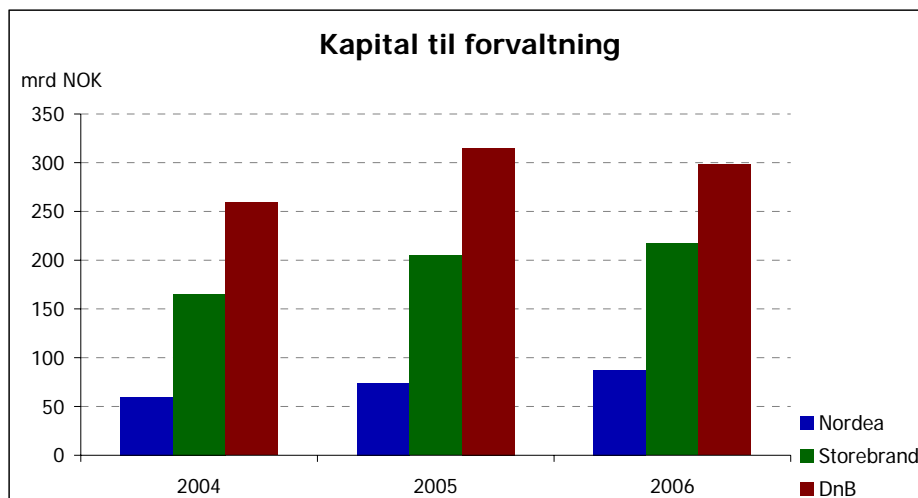


Fig. 1 – Kapital til forvaltning

Fig. 1 viser at Nordea er den minste aktøren av disse tre, mens DnB alene forvalter omtrent det samme som Storebrand og Nordea til sammen. Generelt er trenden stigende, men det er verdt å merke seg en nedgang for DnB sin del fra 2005 til 2006, som kan tyde på at DnB har mistet forvaltningsmandater.

6.1.2 Kapital til forvaltning vs. antall ansatte

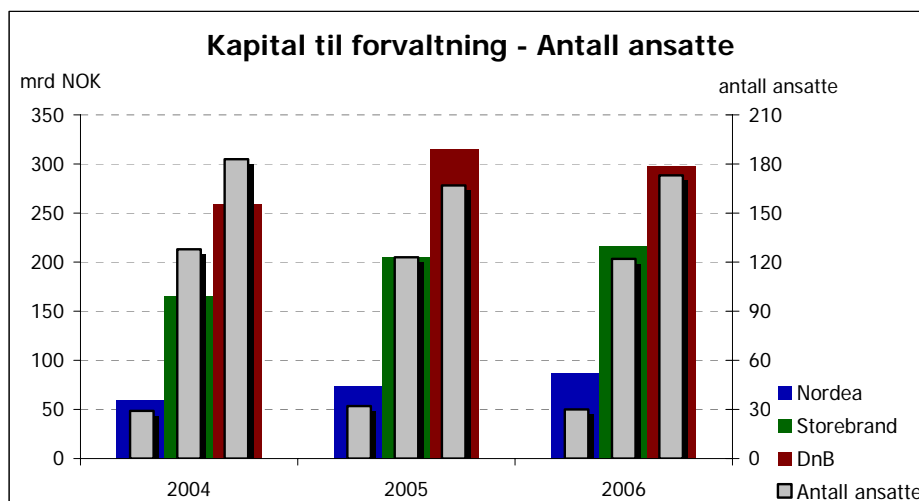


Fig. 2 – Kapital til forvaltning – Antall ansatte

Grafikken i fig. 2 viser at der er en sammenheng mellom forvaltningsstørrelse og antall ansatte. Men den viser samtidig at selskapene klarer også å vokse i volum uten å måtte øke antall årsverk. Alle selskapene har hatt mer eller mindre konstant bemanning, selv om volumet har økt fra år til år.

Men Nordea fremstår som spesiell i denne sammenhengen. Det later til at selskapet er i stand til å forvalte forholdmessig mer kapital per årsverk enn DnB og Storebrand.

Dette kan ha følgende forklaringer:

- Nordea kan operere mer effektivt enn DnB og Storebrand.
- Nordea kan ha definert større deler av fellesfunksjonene til å høre til andre steder i konsernet. Dermed kan selskapet kjøpe slike fellesfunksjoner fra andre konsernselskaper, istedenfor at disse ansatte inngår direkte i Nordeas regnskap.
- Der kan være forskjeller i hva og hvordan de enkelte selskaper definerer kapital til forvaltning. Som angitt under kapittel 5, praktiserer Nordea en dobbeltregning av kapital som går direkte i fond, og dette vil bidra til dette bildet. Alle tall vedrørende kapital til forvaltning er oppgitt "som de er", og dermed med små muligheter til å sammenligne definisjoner på tvers av selskapene.

6.1.3 Salgsinntekter

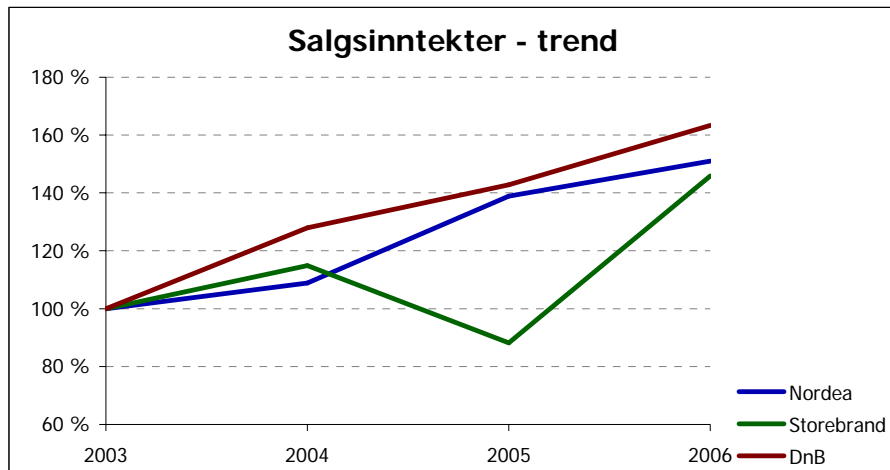


Fig. 3 – Salgsinntekter – trend

Mens DnB og Nordea begge har hatt en jevn utvikling i salgsinntekter over perioden, på 50-60 %, har Storebrand hatt en mer volatil fremgang (se fig. 3). Fra 2004 til 2005 skjer et fall på 23 %, noe som oppveies av en stigning fra 2005 til 2006 på 65%. Dette indikerer problemer med periodiseringen av inntektene for selskapet, noe også korrigeringer av 2005-tallene som ble presentert i 2006-regnskapet kan tyde på. Den egentlige årsaken til dette er imidlertid vanskelig å finne ut fra opplysninger som gis i årsregnskapet. Samlet sett over perioden har Storebrand en utvikling rett i underkant av Nordea og DnB, på 46 %.

Alle tre selskaper har dermed en solid utvikling i inntektsbasen over den angitte perioden, noe som kan tyde på at bransjen generelt er i god vekst.

6.1.4 Sum driftskostnader

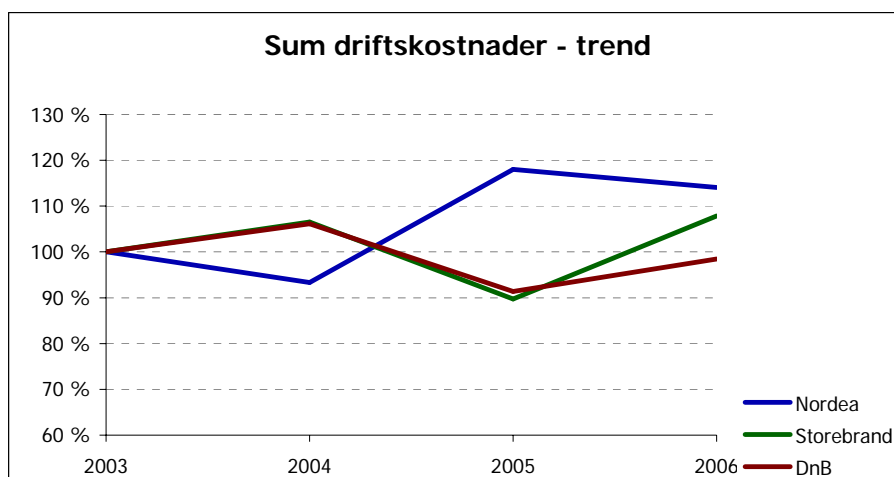


Fig. 4 – Sum driftskostnader – trend

Figur 4 viser trenden i sum driftskostnader, hvor alle selskapene har større eller mindre utslag fra år til år. Mens DnB og Storebrand har en moderat økning fra 2003 til 2004, etterfulgt av en reduksjon i 2005 og igjen en økning i 2006, ligger Nordeas utvikling i motfase. Dette selskapet har en reduksjon fra 2003 til 2005, så en økning i 2005 og en moderat reduksjon i 2006. Sett over perioden har Storebrand og Nordea en liten økning på 8 – 15 %, mens DnB fremviser en liten reduksjon på 1,5 %. En nærmere analyse av de enkelte kostnadskomponentene vil forhåpentligvis gi dypere innsikt i årsakene til disse variasjonene.

6.1.5 Lønnskostnader

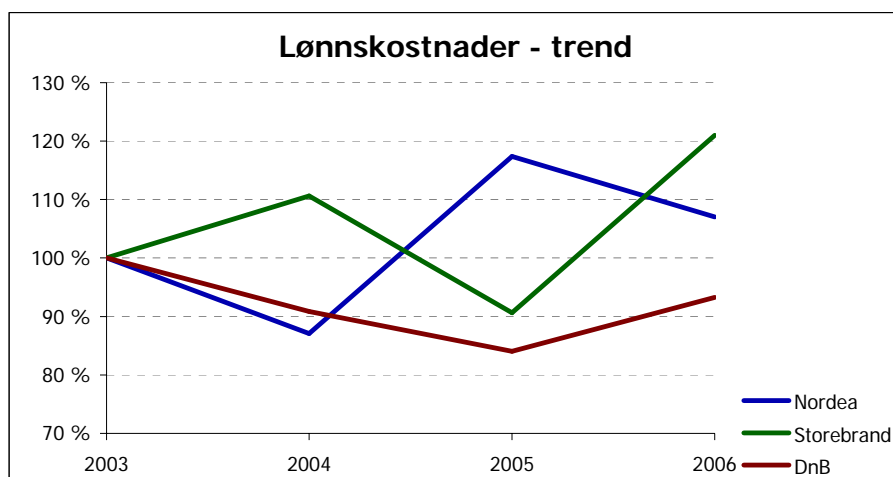


Fig. 5 – Lønnskostnader – trend

Figur 5 viser utviklingen i lønnskostnadene, og alle tre selskaper har en relativt skiftende utvikling. Nordeas kostnader går først ned med 13 % før de går opp med 35 % og så ned igjen med 9 % slik at selskapet over perioden har en total økning i sine lønnskostnader på 7 %.

Storebrand viser tilsvarende utslag, men i motfase til Nordea. Først en økning på 11 % etterfulgt av en nedgang på 18 % og til sist en økning på 36 %, som blir en oppgang på 21 % over perioden.

DnB er det selskapet som viser mest konsekvent trend, med en nedgang på 9 % fulgt av en nedgang på 8 % og en oppgang på 11 % tilslutt, en total nedgang på 7 % i perioden.

Tatt i betraktning at lønnskostnader utgjør hoveddelen av kostnader for selskapene, er det interessant å identifisere årsaken til utslagene. De følgende figurer stiller derfor opp den prosentvise fordelingen mellom enkeltkomponentene i lønnskostnadene, slik de er angitt i årsregnskapenes noter.

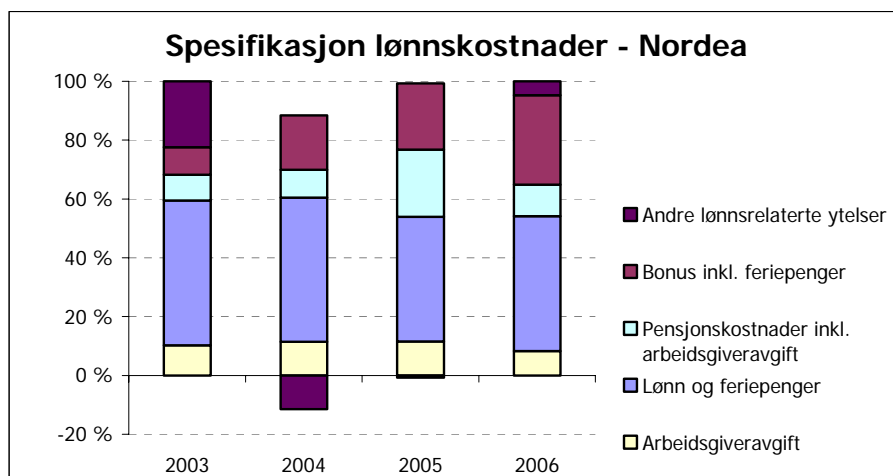


Fig. 6 – Spesifikasjon lønnskostnader – Nordea

Nordea har en jevn utvikling i regulær lønn, dog med en liten nedgang. Bransjens avlønning baseres til dels på bonuser for å gi incentiver til god forvaltningsinnsats. Når Nordeas bonuser øker i perioden, bør det avspeile det faktum at selskapet i samme periode har hatt økende inntjening.

I figur 6 avdekkes to hovedårsaker til svingningene for Nordea:

- Andre lønnsrelaterte ytelser har gått fra å utgjøre over 20 % i 2003, til å bli en "inntekt" i 2004. Dette utgjør den kraftige kostnadsreduksjonen fra 2003 til 2004.
- Pensjonskostnadene er ekstraordinært store i 2005. Dette er et resultat av at selskapet i løpet av året implementerte den internasjonale bokføringsstandarden IAS, hvor IAS 19 (Ytelser til ansatte) i Nordeas tilfelle tilsier at fremtidige pensjonsforpliktelser ligger på et høyere nivå enn tidligere kalkulert i norsk regnskapsstandard. Derigjennom kostnadsførte selskapet drøyt 4 millioner ekstra på dette året, ref. IAS 19.7.

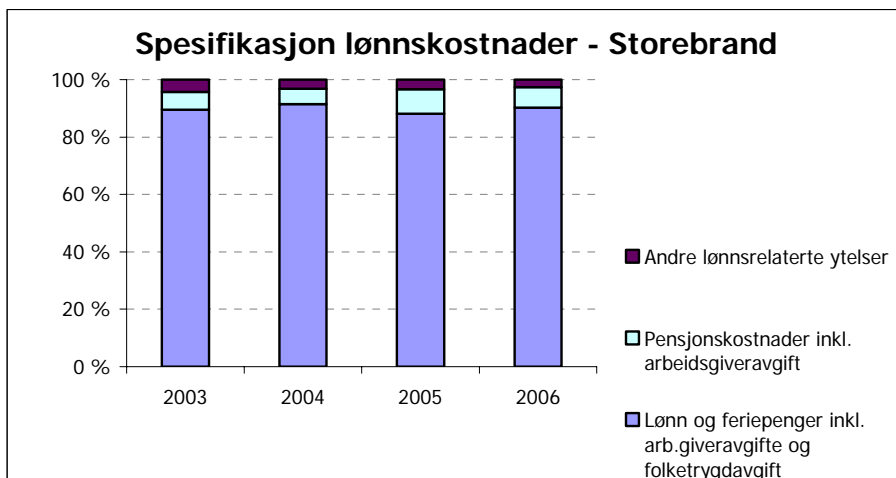


Fig. 7 – Spesifikasjon lønnskostnader – Storebrand

Storebrand spesifiserer dessverre ikke bonuskostnader separat, noe som umuliggjør en vurdering av hvorvidt det er den resultatavhengige lønnskostnaden som driver de store utslagene i nevneverdig grad. Lønn (inkl. bonus) utgjør prosentmessig større andel i 2004 enn de øvrige år, og figur 7 viser også den prosentmessige andelen lønnen har også for de andre årene, later til å følge den generelle trenden til Storebrands lønnskostnader totalt. Det er dermed en naturlig slutning at utslagene skriver seg hovedsaklig fra vanlig og resultatbasert lønn, mens pensjonskostnader og andre ytelser ligger relativt konstant.

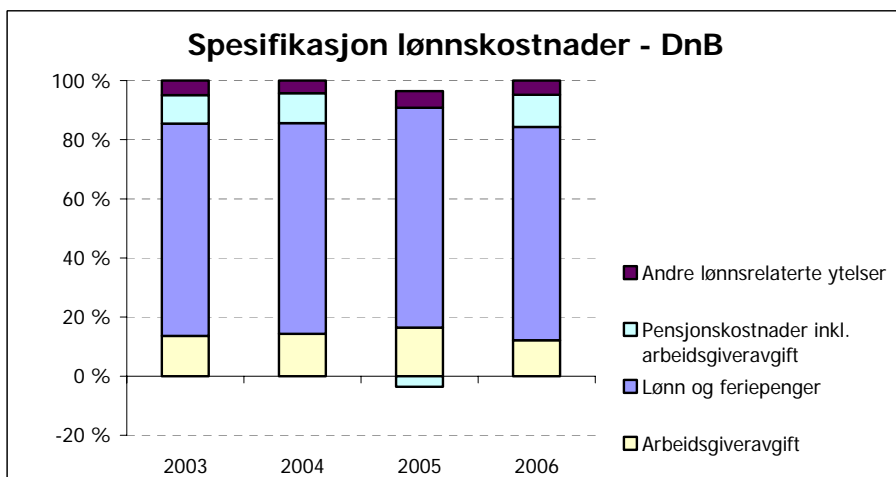


Fig. 8 – Spesifikasjon lønnskostnader – DnB

DnB hadde jevnest utvikling over perioden, med en svak nedgang. Men likevel er figur 8 interessant, fordi den viser at pensjonskostnadene for 2005 faktisk ble positive.

På samme måte som Nordea, har også DnB i 2005 implementert IAS 19 (Ytelser til ansatte), men der Nordeas overgang til nytt prinsipp medfører en ekstra engangskostnad, gir DnBs overgang en tilbakeføring av tidligere avsatte midler, og selskapet får dermed en positiv effekt i sine regnskaper av denne prinsippendringen.

6.1.6 Avskrivninger

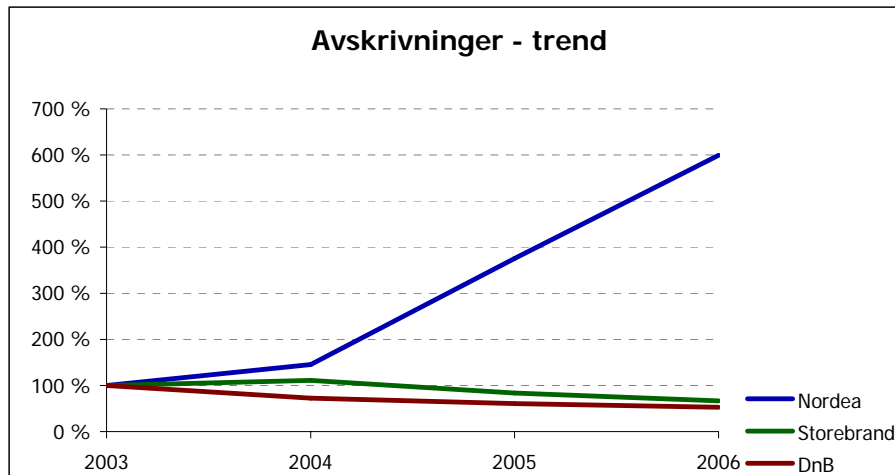


Fig. 9 – Avskrivninger – trend

Mens DnB og Storebrand begge over perioden har en pen og jevn reduksjon i sine avskrivninger på hhv. 47 og 33 %, fremviser Nordea en imponerende økning på hele 600 % (se figur 9). Bakgrunnen for dette ligger i den filialiseringen som Nordea foretok i 2005, som førte til at selskapet aktiverte goodwill på 5,9 millioner ved overgangen til nytt selskap. Denne aktiveringen øker avskrivbare eiendeler med 646 %. At hele økningen ikke fremkommer fra 2004 til 2005, men også fra 2005 til 2006, skyldes at filialiseringen skjedde midt i året, og at 2005 derfor kun inneholder 6 måneder avskrivning på goodwill, mens 2006 har fulle 12 måneders avskrivning.

Selv etter denne økningen, utgjør avskrivninger kun 2 % av sum driftskostnader for Nordea. DnB og Storebrand ligger på tilsvarende nivåer. Dette viser at dette neppe utgjør en vesentlig kostnadsfaktor i denne bransjen, men mer kan være utslag av regnskapstekniske tilfeldigheter som følge av endringer i legal organisering eller andre tilpasninger. Det vil dermed ikke være vesentlig i denne analysen.

6.1.7 Andre driftskostnader

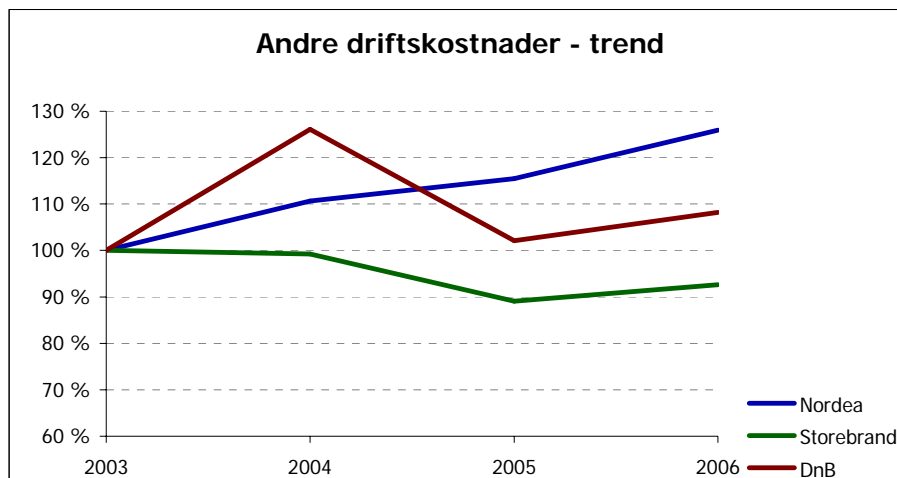


Fig. 10 – Andre driftskostnader – trend

Figur 10 viser at Storebrand er det selskapet som klarest har klart å holde sine øvrige driftskostnader under kontroll. Selskapet har hatt en pen reduksjon både i 2004 og 2005, og selv en liten økning i 2006 kan ikke hindre at Storebrand over perioden reduserer sine kostnader med 7,4 %.

Nordea fremviser stikk motsatt evne, ved at kostnadene øker jevnt over hele perioden, til en total endring på nesten 26 %. Nordea står dermed fram som det selskapet som klart stiller svakest i utvikling av andre driftskostnader.

DnB har en mer variert utvikling, ved at selskapet i 2004 har en kraftig økning på 26 %, før en oppnådd reduksjon på 19 %, hvor en del imidlertid spises opp av en økning på knappe 6 % i 2006. Over perioden oppnår DnB dermed en økning på over 8 %, som ligger midt på treet sammenlignet med Nordea og Storebrand.

6.2 Common size-analyse

Det følgende fremstiller utviklingen i de enkelte kostnadskomponentene sett i forhold til sum driftsinntekter fra 2003 til 2006.

6.2.1 Sum driftskostnader i % av driftsinntekt

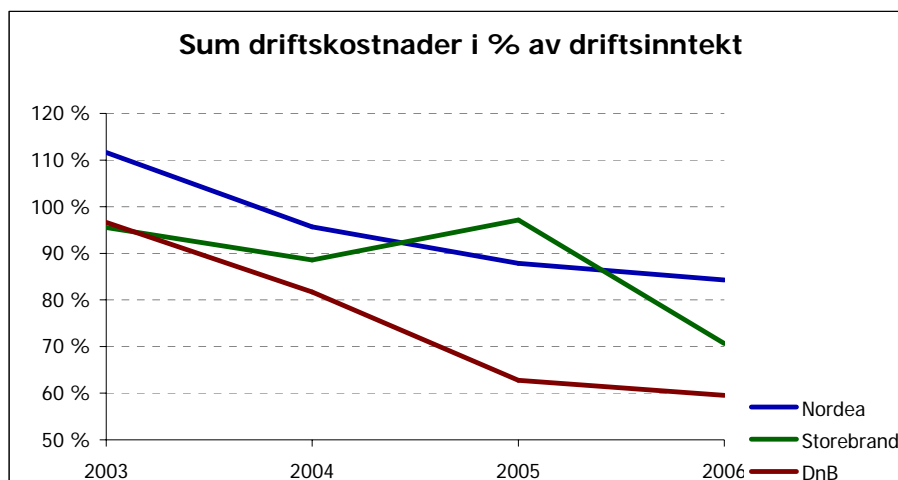


Fig. 11 – Sum driftskostnader i % av driftsinntekt

Alle de tre selskapene har hatt en tildels stor reduksjon i forholdet mellom sum driftskostnader og driftsinntekt (se figur 11), og dermed en tilsvarende god bedring av sine marginer. Nordea hadde det verste utgangspunktet, hvor driftskostnadene var 11 % høyere enn driftsinntektene i 2003 og dermed ga et negativt resultat. Derfra har selskapet hatt en jevn positiv utvikling, slik at kostnadene i 2006 var 16 % lavere enn inntektene.

DnB er det selskapet som både hadde et godt utgangspunkt og som har klart å redusere forholdstallet mest. Dermed står DnB som det beste selskapet i denne sammenhengen, med reduksjon fra 97 % til 70 %.

Storebrand har hatt en mer varierende utvikling, hvor en reduksjon i 2004 følges av en økning i 2005 som mer enn spiser opp den reduksjonen selskapet klarte å oppnå året før. I 2006 klarer Storebrand en kraftig reduksjon, slik at bildet ikke ser så verst ut perioden sett samlet, med en nedgang på 20 %-poeng. Denne variasjonen fra år til år kan gjenkjennes fra figur 3 under punkt 6.1.3, som viser trenden i sum salgsinntekter. Men i figur 4 med sum driftskostnader under punkt 6.1.4, fremkommer svingninger for Storebrand som burde tilsi stikk motsatt variasjon fra år til år i common size-grafen i figur 11. Det er paradoksalt at salgsinntektene faktisk svinger nok til å mer

enn oppveie for denne utviklingen. Beklageligvis gir ikke årsregnskapet ytterlig innsikt i dette paradokset.

6.2.2 Lønnskostnader i % av driftsinntekt

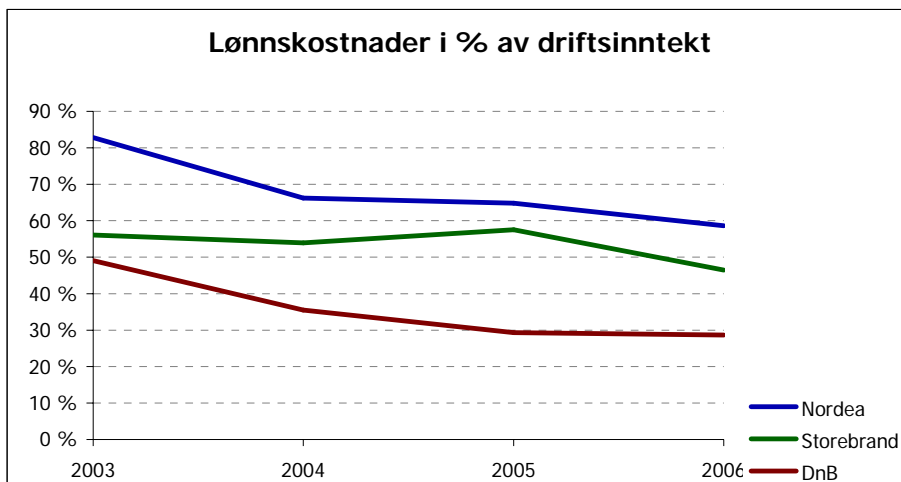


Fig. 12 – Lønnskostnader i % av driftsinntekt

I figur 12 viser alle selskapene en jevn nedgang i lønnskostnadsandelen sett i forhold til driftsinntekt. Men det som gjør grafen interessant, er at den viser at andelen av inntektene som går ut i lønn, er mindre jo større selskapet er. DnB, som er det største av de tre selskapene, går fra 49 % til 29 %, mens Nordea, det minste av de tre, starter på hele 83 % til 59 %, altså nesten dobbelt så stor andel som DnB. Storebrand plasserer seg midt mellom de to andre.

Dette kan indikere at i en bransje som anses å være særdeles kompetansedrevet og hvor human capital står sterkt, vil det være nettopp i denne human capital at stordriftsfordeler først lar seg avspeile. Det er med andre ord en viss elastisitet ift. hvor stor kapital det samme antall mennesker er i stand til å forvalte. Jo større selskaper, jo mer kapital vil hver enkelt kunne behandle.

I tillegg vil et selskap uansett størrelse måtte bruke en viss minimumsbemanning for å dekke noen funksjoner. Denne lønnskostnaden vil bli fordelt utover flere inntektskroner noenlunde proporsjonalt med volumøkninger.

På den annen side er forskjellen i nivåene mellom selskapene så vesentlige, at de øvrige kostnadskomponentene fortjener tilsvarende analyse.

6.2.3 Avskrivninger i % av driftsinntekt

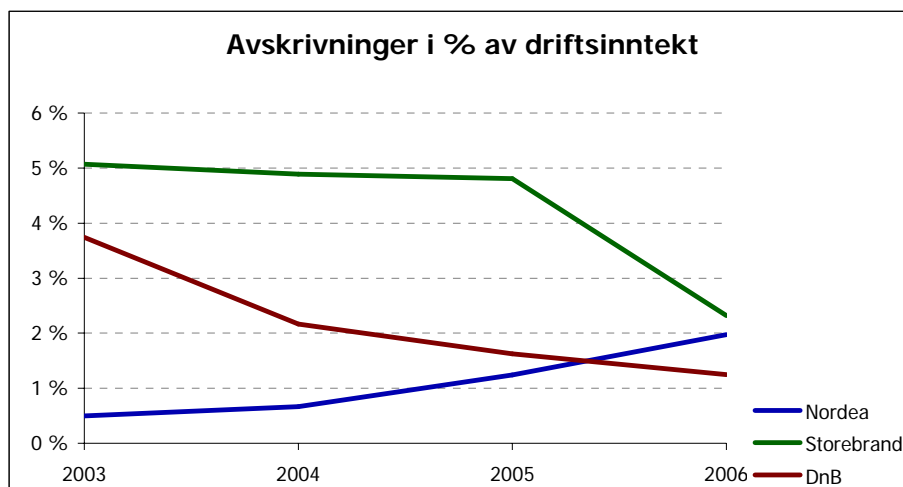


Fig. 13 – Avskrivninger i % av driftsinntekt

Igjen er det lett å la seg forlede av de store grafiske utslagene av avskrivninger. Men gitt det generelt lave nivået, og at akse i figur 13 i dette tilfellet er særdeles detaljert, bør det være tilstrekkelig å fastslå at utslagene er minimale og ikke har vesentlig innvirkning på analysen.

6.2.4 Andre driftskostnader i % av driftsinntekt

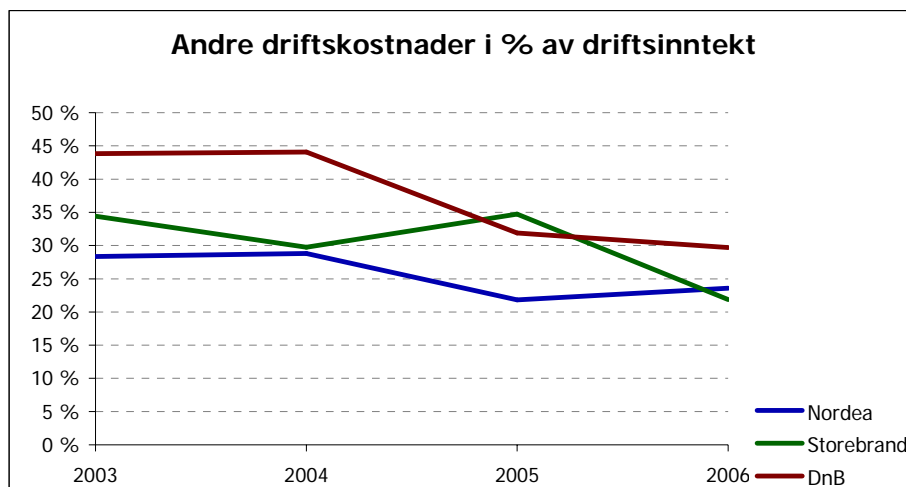


Fig. 14 – Andre driftskostnader i % av driftsinntekt

Fremstillingen i figur 14 av andre driftskostnader i prosent av driftsinntekt kan sammenstilles med tilsvarende utvikling for lønnskostnadene. Her er interessant å se en stikk motsatt fordeling mellom selskapene. Storebrand er riktignok kommet noe lavere ned, på grunn av avskrivningene, men forøvrig er grafen et speilbilde av lønnskostnadene – gitt sammenkoblingen med selskapenes størrelse. DnB velger å bruke fra oppunder 58 % til 48 % av driftsinntektene på andre driftskostnader, mens Nordea bare ligger fra 28 % til 24 %.

Dette kan indikere at DnBs størrelse gir selskapet mulighet og incentiv til å utvikle automatiseringer for å gi medarbeiderne mulighet til å håndtere større datamengder. Et mindre selskap vil ikke finne det lønnsomt å investere i så store prosjekter, fordi den nåværende inntjeningen ikke gir grunnlag for å hente ut effektiviseringsgevinst god nok.

Et siste element som skal nevnes i denne sammenhengen, er det faktum at alle tre selskaper er datterselskaper av større konsern som opererer innenfor de fleste finansområder. Slike konsern vil ha en viss mengde felleskostnader, som de søker å fordele utover sine døtre på best mulig måte. Hva som blir resultatet av en slik brøk, vil avhenge av faktorer som kan synes irrelevante i denne analysens sammenheng,

f.eks. politikk og intern maktkamp. Det vil derfor være en viss usikkerhet tilknyttet andre driftskostnader som bl.a. omfatter husleie, kontordrift, datakostnader, markedsføringskostnader og ikke minst såkalte restruktureringskostnader, fordi disse kan være et resultat av internpriser som avviker mellom selskapene, og som avviker ift. ekstern markedspris på tilsvarende tjeneste.

6.3 Forholdstallanalyse

6.3.1 Lønnsomhet

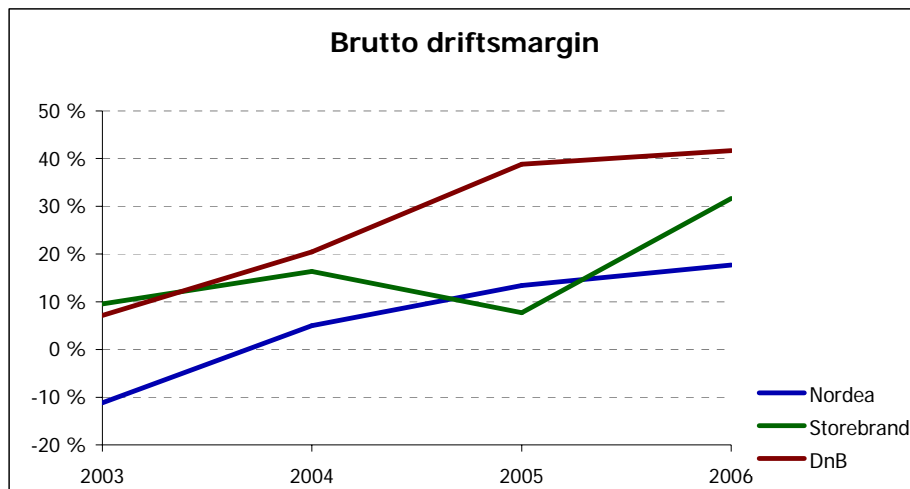


Fig. 15 – Brutto driftsmargin

Brutto driftsmargin (figur 15) tenderer oppover for alle tre selskaper, selv om Nordea hadde et langt dårligere utgangspunkt enn DnB og Storebrand, med et negativt resultat i 2003. Siden har Nordea vist samme økningstakt som DnB, og har kommet seg opp til 18 % i 2006. I mellomtiden har DnB klatret til over 30 %, og har dermed en klar ledelse i denne sammenhengen. Storebrands svingninger på inntektssiden slår igjennom også i dette forholdstallet, men over perioden viser selskapet en pen stigning, om enn noe svakere enn DnB.

Ved utgangen av perioden har selskapene dermed en meget behagelig brutto driftsmargin, fra 18 til 31 %, noe som er meget sterkt i alle sammenhenger.

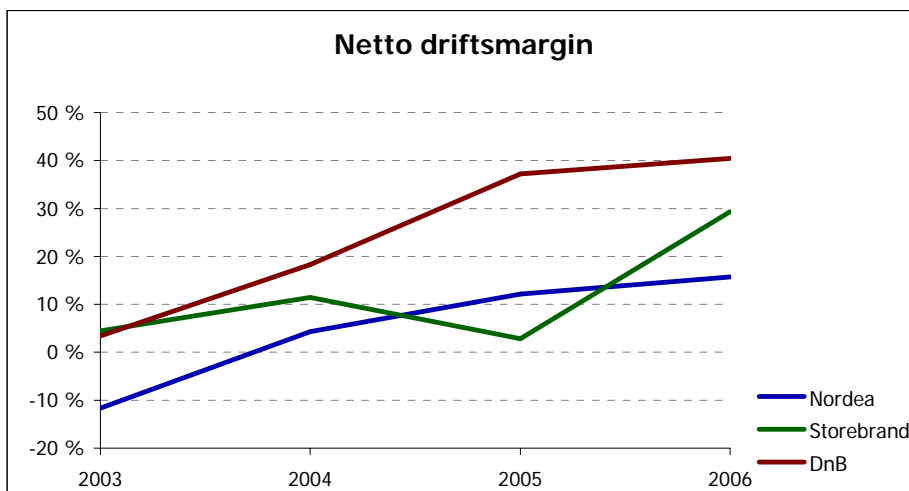


Fig. 16 – Netto driftsmargin

Ettersom avskrivninger utgjør en så marginal del av bransjens kostnader, vil netto driftsmargin (figur 16) kun vise mindre forskjeller ift. tilsvarende brutto-tall.

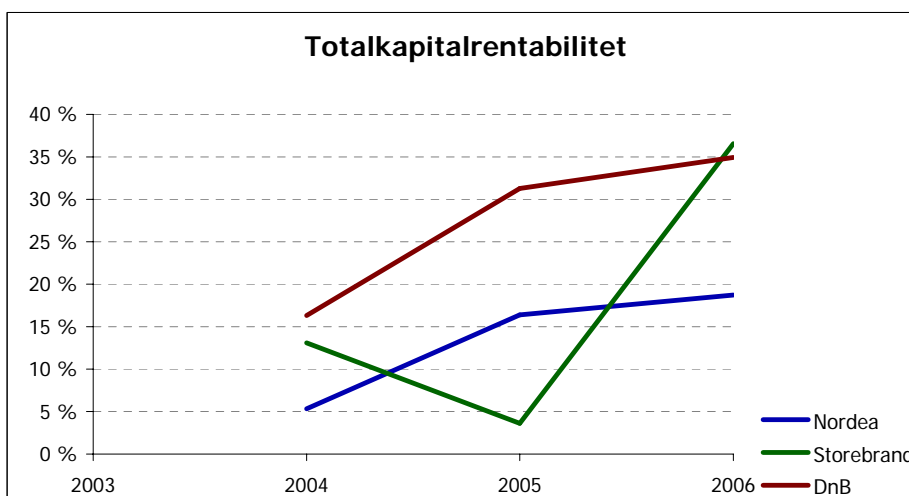


Fig. 17 – Totalkapitalrentabilitet

Rentabilitetstallene vil kun lages for de tre siste år, ettersom balansetallene for 2002 ikke er en del av grunnlaget for denne analysen. Totalkapitalrentabiliteten viser en avkastning som utvikler seg særdeles godt i perioden for alle selskapene, se figur 17. Igjen ligger DnB jevnt på topp, med utvikling fra 16 til 35 %, mens Nordea ligger lavest med utvikling fra 5 til 19 %. Storebrand ligger mellom, men ender ut litt over

DnB med 37 %. Igjen slår Storebrands inntektssvingning i 2005 inn med et lavt tall på knapt 4 %.

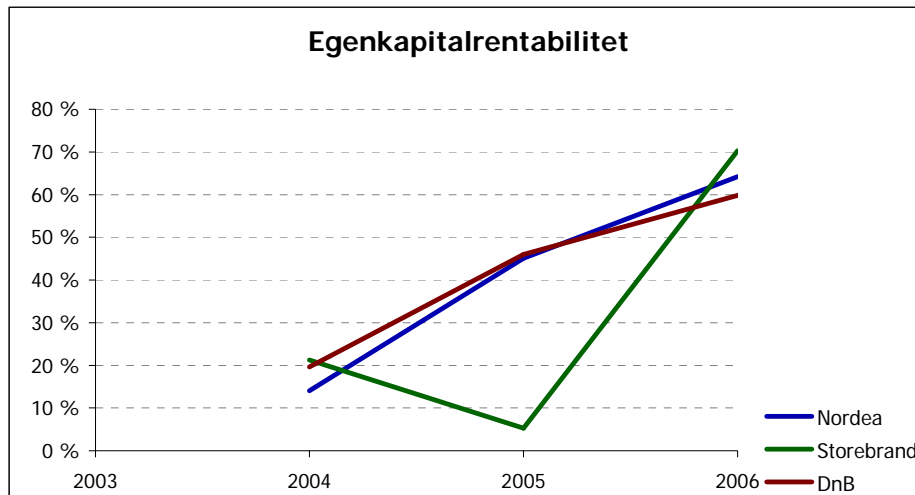


Fig. 18 – Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten (figur 18) viser at Nordea og DnB ligger langt nærmere hverandre i avkastning på eiernes kapital enn hva tilfellet er for totalkapitalen. Hovedårsaken til dette ligger i at Nordea har langt lavere egenkapitalprosent enn DnB, og at Nordea dermed gjør bedre bruk av långiveres midler for å skape avkastning for sine eiere.

Alle selskapene har en utvikling i avkastning på egenkapitalen som er utrolig sterk. En avkastning på 60 til 70 % viser at det er særdeles gode tider for bransjen, at den står sterkt, og at dersom dette hadde vært selvstendig børsnoterte selskaper, burde det fremstått som attraktive kjøpsobjekter.

6.3.2 Likviditet

I denne bransjen er det ikke relevant med omløpsmidler i tradisjonell forstand, ettersom selskapene ikke har f.eks. et lager av innsatsmidler som utgjør en vesentlig del av selskapenes leveranser. I hovedsak består omløpsmidlene av fordringer til eksterne og konserninterne aktører, i tillegg til bankinnskudd. Likviditetsgrad 1 og 2 vil dermed gi et bilde av den balanse selskapene har mellom sine kortsiktige

fordringer og kortsiktig gjeld. Men forholdstallene vil ha begrenset nytteverdi i å vurdere hvorvidt det enkelte selskap kan stå overfor en reell likviditetsskvis eller ikke – det vil være naturlig å forutsette at konsernet vil være i stand til å betale tilbake utestående dersom en underliggende avdeling ikke har nok midler til å gjøre opp for seg.

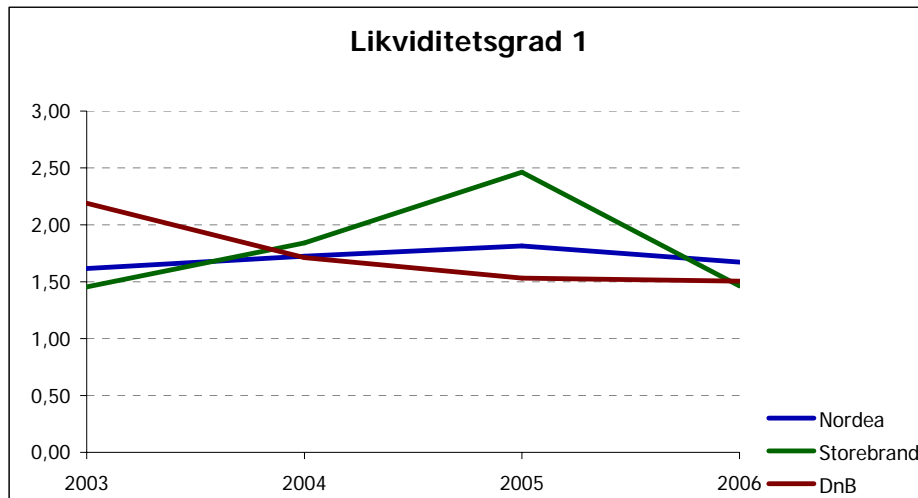


Fig. 19 – Likviditetsgrad 1

Som tidligere nevnt er en likviditetsgrad på 2 eller høyere å foretrekke i dette forholdstallet i selskap hvor omløpsmidlene utgjør en viktig del av innsatsfaktorene. At selskapene i denne analysen ligger litt i underkant av dette, behøver dog ikke ha stor betydning, jfr. tidligere momenter vedr. bransjestruktur og konserninterne fordringer.

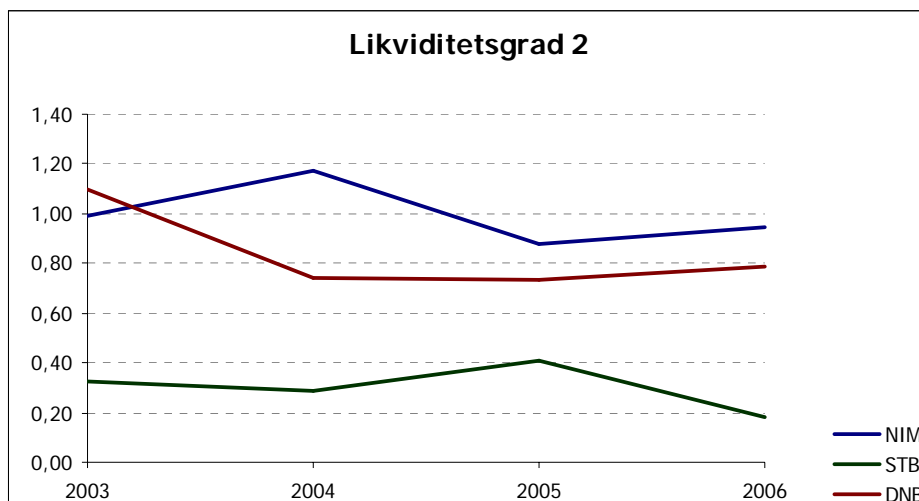


Fig. 20 – Likviditetsgrad 2

Figur 20 er laget med det utgangspunkt at kun bankinnskudd anses som de mest likvide midler. Den ideelle minimumsverdien er 1 i forholdstallet likviditetsgrad 2, og både DnB og Nordea ligger noenlunde i riktig territorium. Storebrand ligger derimot langt lavere, hvor kun 30 % av kortsiktig gjeld er dekket av bankinnskuddet. I tillegg til bankinnskudd, spesifiserer Storebrand en separat post med sertifikater. I note 11 fremgår at denne har en modifisert durasjon på 0,36, noe som innebærer at disse midlene i snitt er 4 måneder unna forfall. Det fremgår også at det er snakk om kun offentlig utstedte og børsnoterte papirer i norsk valuta. Da er det nærliggende å tro at det er snakk om norske statssertifikater, som er lett omsettelige i det norske markedet og dermed kan byttes til rede penger på kort varsel. Og note 15 fastslår at "Selskapet har en beholdning av sertifikater som kan dekke eventuelle utbetalinger på kort varsel". Det vil dermed være riktig å ta disse midlene inn blant de mest likvide, og den grafiske fremstillingen i figur 21 viser at dette bedrer bildet betraktelig for Storebrands del:

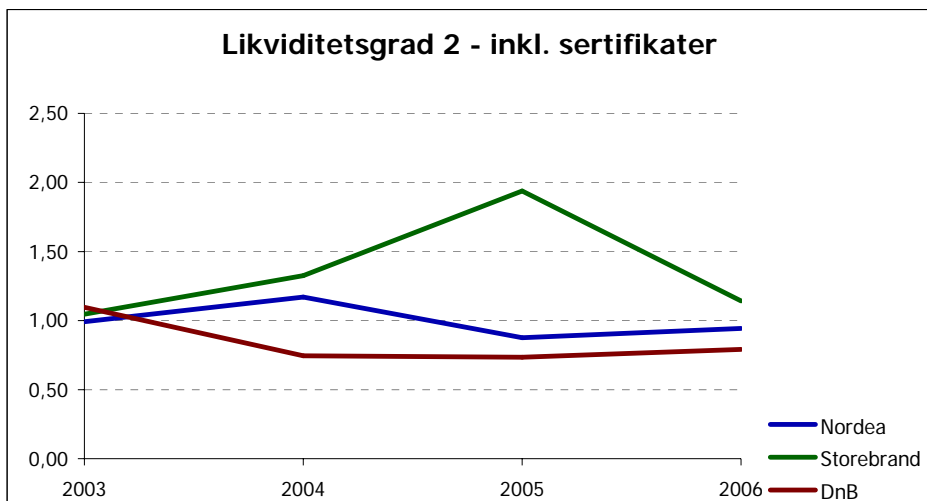


Fig. 21 – Likviditetsgrad 2 – inkl. sertifikater

Utviklingen av likviditetsgradene i perioden, viser små utslag, og at alle selskapene later til å ha en fornuftig sammensetning av midlene. Der er en svak nedadgående trend, men den er for liten til at den bør tillegges betydning.

6.3.3 Finansiering og soliditet

Finansieringsstrukturen, dvs. fordelingen mellom egenkapital og fremmedkapital, vil ha betydning for enkelte av de andre forholdstallene, som nevnt under egenkapitalrentabiliteten. Derfor vil egenkapitalprosenten være et relevant nøkkeltall i denne sammenhengen, se figur 22.

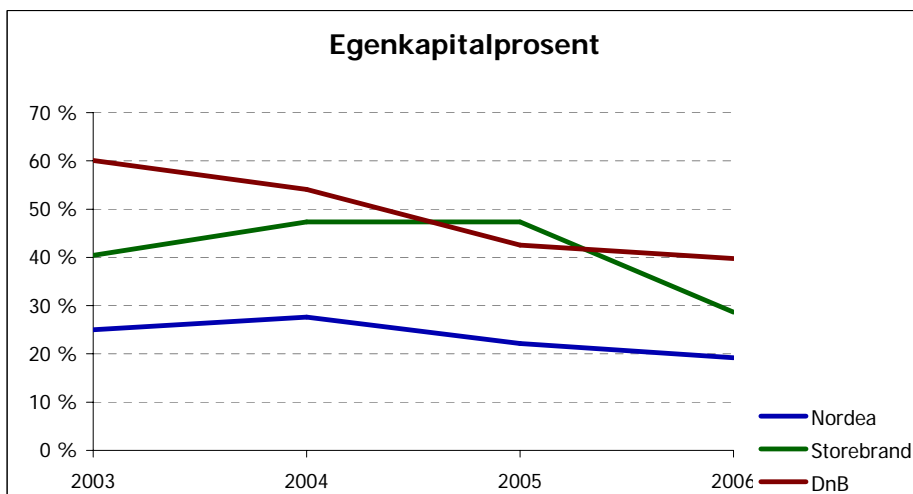


Fig. 22 – Egenkapitalprosent

Nordea har altså en langt lavere egenkapitalprosent enn DnB og Storebrand. Ettersom selskapet har hatt en avkastning som er større en fremmedkapitalens avkastningskrav, har den økte gearingen sørget for at eierne av Nordea har opplevd like god avkastning på sine midler som eierne i DnB, til tross for at Nordeas totale avkastning var lavere enn DnB.

Forøvrig har alle tre selskaper en fallende trend på egenkapitalprosenten. Alle søker altså en høyere gearing, og dette kan være en del av forklaringen på den unaturlig sterke økningen i egenkapitalrentabilitet som fremkommer i figur 18 under pkt. 6.3.1. Den sterke oppgangstiden som bransjen har opplevd siden nedgangskonjunkturen på begynnelsen av 2000-tallet, har trolig også sørget for en optimisme både blant eiere og långivere. Det har gitt eierne insentiv til å søke å øke fremmedkapitalens andel for å gi handlingsrom for utvidelser, samtidig som långiverne vil være villig til å kreve lavere risikopremie fra en bransje som kanskje oppfattes som mindre risikofyllt enn for noen få år siden. Resultatet blir at selskapet ber om og får innvilget større lån til realøkonomisk sett lavere pris per lånt krone.

6.3.4 Oppsummering

Dette kapitlet har inneholdt regnskapsanalysen av de tre kapitalforvaltnings-selskapene, og har utredet aspekter omkring denne. I siste kapittel vil hovedtrekkene fremgå, satt sammen til noen konklusjoner.

7 Konklusjoner

7.1 Generelt

Bransjen hadde omskiftelige år rundt årtusenskiftet pga. en global finansuro som startet så tidlig som høsten 1998, og som etter en tid med opptur fikk nye problemer med den såkalte .com-boblen som sprakk på begynnelsen av 2000-tallet. Dette førte til en periode med usikkerhet, kostnadskutt og personalreduksjoner. Det gav også de store finanskonsernene et behov for å fokusere på sin(e) kjernevirksomhet(er), noe som førte til restruktureringer og utskilling av virksomheter. Siden 2002 har imidlertid tallene igjen begynt å komme med riktig fortegn, og denne analysen, med startår 2003, viser at de fleste piler siden har pekt oppover. En regnskapsanalyse over denne perioden vil dermed neppe kunne avdekke noen store faremomenter i bransje eller enkeltvirksomheter, men kan isteden brukes til å vurdere hvordan de enkelte selskapene er strukturert mhp. forvaltningskapital, antall ansatte og finansiering.

Rentabiliteten for alle tre selskaper ligger i utgangspunktet på et høyt nivå, og mot analyseperiodens slutt kan den benevnes som eksepsjonelt god. At rentabiliteten ligger på et høyt nivå, vil forklares ut fra at selskapenes virksomhet er relativt lite kapitalavhengig. Produktet skapes for en stor del av menneskelig innsats, som ikke er proporsjonalt reflektert i balansen – dvs. med unntak av pensjonsforpliktelser – og dermed heller ikke i divisorene i rentabilitetstallene. Innsatsen reflekteres primært i resultatantallet over brøkstreken, som fører til at rentabiliteten vil være mer volatil i denne bransjen, enn i bransjer med større innslag av kapitalavhengig produksjon.

At utviklingen i rentabiliteten har vært såvidt positiv, kan trolig kobles mot det faktum at bransjen har en inntektsstruktur som premierer gode resultater progressivt. I oppgangstider på verdens børser vil selskapene nyte godt av klausuler i sine kundeavtaler som definerer at såkalte meravkastningsbonuser - (out)performance fees - slår inn dersom selskapet har oppnådd en meravkastning på sine midler ift. en gitt sammenlignende "kurv" av verdipapirer – en såkalt referanseindeks eller benchmark.

Gode tider gjør det ikke enklere å skape bedre avkastning enn referanseindeksen, ettersom også referanseindeksen vil oppleve tilsvarende oppgang. Men dersom selskapet lykkes i å slå referanseindeksen, vil det økonomiske utbyttet trolig bli større i oppgangstider enn i nedgangstider. Dette har dels sin årsak i at dersom markedet generelt har hatt negativ avkastning, innebærer det at kundene faktisk har tapt penger på sine investeringer. Da vil trolig kundene i sin avtalestruktur ha reflektert at de vil finne det vanskelig å belønne forvalteren for å ha tapt marginalt mindre enn markedet generelt. I de motsatte tilfeller, i et stigende marked der kundene har tjent gode penger på sine investeringer, vil forvalteren oppleve at kundene er mer raus med sin avkastning, og at de belønner godt for ekstra innsats.

Den andre årsaken til økt økonomisk utbytte i oppgangstider ligger i effekter som gjør at dersom meravkastning skapes, vil denne ofte ha betydelig større absoluttverdi enn dersom meravkastning skapes i negative trender. Dette bunner trolig i psykologiske faktorer i markedet, ved at pengene sitter "løsere" i et positivt sentiment, og disse effektene er dermed vanskelige å kvantifisere.

Dette viser at den gode inntektsutviklingen ikke utelukkende er resultat av selskapenes interne disposisjoner, men at de i stor grad er avhengige av omgivelsene. Omgivelsene er omskiftelige, og der vil med overveiende sannsynlighet komme negative trender i markedet innenfor den tidshorisont som selskapenes ledelse og eiere planlegger for. En gjennomgang av selskapenes struktur med formål å identifisere potensialer for forbedring vil dermed være nyttig.

7.2 Nordea Investment Management

Nordea har lavt antall ansatte ift. forvaltningskapital, men høy lønnskostnad ift. inntekt. Denne motsetningen kan ha følgende forklaringer:

- Nordea kan ha lavere inntekt på forvaltningen enn DnB og Storebrand (dvs. selskapet tjener mindre per krone det forvalter)
- Lønnsnivået i Nordea kan være vesentlig høyere enn i de DnB og Storebrand

- Andre lønnsrelaterte kostnader kan være vesentlig høyere i Nordea enn i DnB og Storebrand
- Nordea definerer begrepet kapital til forvaltning på en måte som gjør at den samme kronen telles flere ganger.

Det er som nevnt tidligere klart at Nordea gjør bruk av dobbelttelling av enkelte av kronene selskapet forvalter, og dette vil kunne forklare noe av det faktum at Nordea har lavt antall ansatte per krone forvaltet. Men det vil ikke kunne forklare at Nordea har såvidt mye større andel lønnskostnad ift. inntekt enn DnB og Storebrand. Her kan forklaringsmomentene gitt i punkt 6.2.2 gi svaret, som altså inkluderer minimumsbemanning av fellesfunksjoner og mangel på stordriftsfordeler av human capital.

Totalbildet viser uansett at Nordea bruker langt mer av hver inntektskrone på lønnskostnader, enn DnB og Storebrand. Selv om trenden går riktig vei, går den også samme vei for alle selskapene, slik at Nordea ikke har klart å oppnå noen relativ bedring av dette tallet i perioden. Det bør innebære at dette er en ratio som Nordea bør være svært fokusert på å forbedre, enten ved å øke inntektene eller redusere lønnskostnadene.

7.3 Storebrand Kapitalforvaltning

Storebrand har en veldig svingning i driftsinntekten, med en "dipp" i 2005. Dette kan indikere problemer med periodisering av inntekter, og ettersom den generelle trenden de øvrige år er stigende, vil denne anomalien ikke bli lagt vekt på. I tillegg matches det delvis av en motsatt bevegelse på lønnsiden.

Storebrand ligger også midt på treet ift. andel av lønnskostnader ift. driftsinntekt. Men her fremviser selskapet en slakere reduksjon enn DnB og Nordea. Dersom Storebrand fortsetter den generelle trenden, og de øvrige selskapene gjør det samme, vil Nordea allerede etter et år eller to ha oppnådd en bedre ratio enn Storebrand, mens DnB vil være håpløst langt foran. Dette forholdstallet bør altså være fokus også for

Storebrand. Over brøkstreken fremstår Storebrand som det selskapet som over perioden har hatt størst økning i lønnskostnadene.

Ved å fokusere på periodens start og slutt kan Storebrand skilte med utmerket utvikling i rentabiliteten, hvilket burde indikere at dette er selskapet både eiere og långivere burde foretrekke. Men det førnevnte utslaget i driftsinntekten i 2005 bringer total kapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten for dette året ned til 3,6 % hhv. 5,3 %. Ved å kalkulere avkastningen for de tre årene $[(1+R_{2004}) \times (1+R_{2005}) \times (1+R_{2006}) - 1]$, vil dermed Storebrand komme dårligst ut på egenkapitalrentabiliteten, og bare litt foran Nordea på total kapitalrentabiliteten.

7.4 DnB NOR Kapitalforvaltning

DnB er altså den desidert største aktøren av disse tre, og drar nytte av dette i sin kostnadssammensetning. Selskapet har lavere lønnskostnad per forvaltet krone, som avspeiler stordriftsfordelene på personalsiden. På den annen side har DnB den høyeste andelen ikke-lønnsrelaterte kostnader, hvilket viser at selskapet har kostnader forbundet med automatiseringer som har gitt mulighet til å forvalte et høyt volum med få hender i arbeid.

DnB har gjennomgående de mest positive tallene for sin virksomhet i alle henseender. Selskapet har best utvikling på inntektssiden, og god utvikling på driftskostnadene sett i forhold til inntektene. Samtidig har DnB stor andel egenkapital, som også gir god avkastning for eierne, med god egenkapitalrentabilitet og den beste total kapitalrentabiliteten.

Det området DnB kan fokusere på, er å redusere andelen ikke-lønnsrelaterte kostnader. På dette området ligger DnB jevnt høyest, noe som kan skyldes høy grad av automatisering og investering i understøttende systemer. De IKT-løsninger som er designet for å understøtte denne typen virksomhet, er komplekse og har få tilbydere og flere etterspørere. Som den største aktøren i denne bransjen i Norge, vil DnB være

den som best kan vise forhandlingsmakt overfor sine leverandører i spørsmål om pris på slike systemer og tjenester.

Litteraturliste

Elling, Jens O.: *Årsrapporten – teori og regulering*

Gjellerup, 1. utgave 2004

Ernst & Young: *IFRS i Norge*

Ernst & Young, 4. utgave 2007

Finansdepartementet: *FOR 2002-07-08 nr 798 - Forskrift om forvaltningsselskaper for verdipapirfonds bruk av oppdragstakere (utkontraktering)*

The KPMG International Financial Reporting Group: *Insights into IFRS*

Thomson, 2005/2006 Edition

Kinserdal, Arne: *Finansregnskapet med analyse (Del 1 og Del 2)*

Bedriftsøkonomens Forlag, 9. utgave 1994

Lov om årsregnskap m.v. (regnskapsloven) av 17. juli. Nr. 56. 1998

Årsregnskap DnB NOR Kapitalforvaltning ASA 2004 – 2006

Årsregnskap Nordea Investment Management Norge ASA/AB 2004 – 2006

Årsregnskap Storebrand Kapitalforvaltning AS 2004 – 2006

Vedlegg 1 – Nordea Investment Management

Nordea Investment Managem. - Resultat	2003	2004	2005	2006
DRIFTSINNEKTER OG DRIFTSKOSTNADER				
Driftsinntekter				
Salgsinntekter	52 470 192	57 129 299	72 852 887	79 250 258
Gevinst ved avgang av anleggsmidler			5 858 698	75 155
Sum driftsinntekter	52 470 192	57 129 299	78 711 585	79 325 413
Driftskostnader				
Lønnskostnad	43 454 341	37 841 290	51 001 193	46 504 620
Avskrivning på varige driftsmidler	260 873	379 907	978 929	1 564 423
Andre driftskostnader	14 858 980	16 440 434	17 156 676	18 708 096
Tap ved avgang anleggsmidler			-	66 276
Sum driftskostnader	58 574 194	54 661 631	69 136 798	66 843 415
DRIFTSRESULTAT	(6 104 002)	2 467 668	9 574 787	12 481 998
Finansinntekter				
Finansinntekter	1 114 140	622 229	813 125	1 175 143
Finanskostnader				
Finanskostnader	4 042	2 619	18 358	86 623
Netto finansposter	1 110 098	619 610	794 767	1 088 520
ORDINÆRT RES. FØR SKATTEKOSTNAD	(4 993 904)	3 087 278	10 369 554	13 570 518
Skattekostnad på ordinært resultat	(1 092 491)	943 768	3 311 703	3 937 692
ÅRSRESULTAT	(3 901 413)	2 143 510	7 057 851	9 632 826

Nordea Investment Managem. - Balanse	2003	2004	2005	2006
EIENDELER				
Anleggsmidler				
Immaterielle eiendeler				
Goodwill			5 272 828	4 101 088
Utsatt skattefordel	3 240 637	3 376 972	1 621 493	3 012 694
Sum immaterielle eiendeler	3 240 637	3 376 972	6 894 321	7 113 782
Varige driftsmidler				
Driftsløsøre, inventar, verktøy, kontorm.	1 089 135	941 694	708 964	521 698
Sum anleggsmidler	4 329 772	4 318 666	7 603 285	7 635 480
Omløpsmidler				
Fordringer				
Forskuddsbetalte kostnader	-	541 268	19 995	-
Andre fordringer	17 053 455	17 091 008	31 016 742	30 750 960
Fordringer på selskap i samme konsern	3 162 028	-	-	-
Sum andre fordringer	20 215 483	17 632 276	31 036 737	30 750 960
Bankinnskudd, kontanter o.l.	32 139 005	37 203 662	29 058 566	39 747 306
Sum omløpsmidler	52 354 489	54 835 938	60 095 303	70 498 266
SUM EIENDELER	56 684 261	59 154 604	67 698 588	78 133 746
EGENKAPITAL OG GJELD				
EGENKAPITAL				
Innskutt egenkapital				
Aksjekapital/Filialkapital	20 200 000	20 200 000	15 000 000	15 000 000
Annen innskutt egenkapital	10 590 077	10 590 077	-	-
Sum innskutt kapital	30 790 077	30 790 077	15 000 000	15 000 000
Opptjent egenkapital				
Annen egenkapital	(16 597 084)	(14 453 574)	-	-
Sum opptjent egenkapital	(16 597 084)	(14 453 574)	-	-
SUM EGENKAPITAL	14 192 993	16 336 503	15 000 000	15 000 000
GJELD				
Avsetning for forpliktelser				
Pensjonsforpliktelser	10 111 590	11 013 842	19 565 000	20 995 000
Sum avsetning for forpliktelser	10 111 590	11 013 842	19 565 000	20 995 000
Andre avsetninger for forpliktelser	23 033 265	20 969 438	17 414 264	21 107 643
Skyldige offentlige avgifter	4 260 509	5 865 250	2 559 715	2 301 001
Annen kortsiktig gjeld	4 712 484	3 350 369	3 178 889	3 768 382
Kortsiktig gjeld til selskap i samme konsern/NIM	373 420	539 098	5 938 193	9 632 826
Betalbar skatt	-	1 080 104	4 042 527	5 328 893
Sum kortsiktig gjeld	32 379 678	31 804 259	33 133 588	42 138 746
SUM GJELD	42 491 268	42 818 101	52 698 588	63 133 746
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	56 684 261	59 154 604	67 698 588	78 133 746

Nordea Investment Management - Trend	2003	2004	2005	2006
DRIFTSINNTEKTER OG DRIFTSKOSTNADER				
Driftsinntekter				
Salgsinntekter	100,0 %	108,9 %	138,8 %	151,0 %
Gevinst ved avgang av anleggsmidler				
Sum driftsinntekter	100,0 %	108,9 %	150,0 %	151,2 %
Driftskostnader				
Lønnskostnad			34,8 %	-8,8 %
100,0 %	87,1 %	117,4 %	107,0 %	
Avskrivning på varige driftsmidler	100,0 %	145,6 %	375,3 %	599,7 %
Andre driftskostnader	100,0 %	110,6 %	115,5 %	125,9 %
Tap ved avgang anleggsmidler				
Sum driftskostnader	100,0 %	93,3 %	118,0 %	114,1 %
DRIFTSRESULTAT	100,0 %	-40,4 %	-156,9 %	-204,5 %
Finansinntekter	100,0 %	55,8 %	73,0 %	105,5 %
Finanskostnader	100,0 %	64,8 %	454,2 %	2143,1 %
Netto finansposter	100,0 %	55,8 %	71,6 %	98,1 %
ORDINÆRT RES. FØR SKATTEKOSTNAD	100,0 %	-61,8 %	-207,6 %	-271,7 %
Skattekostnad på ordinært resultat	100,0 %	-86,4 %	-303,1 %	-360,4 %
ÅRSRESULTAT	100,0 %	-54,9 %	-180,9 %	-246,9 %
Nordea Investment Man. - Common size				
Lønnskostnad	82,8 %	66,2 %	64,8 %	58,6 %
Avskrivning på varige driftsmidler	0,5 %	0,7 %	1,2 %	2,0 %
Andre driftskostnader	28,3 %	28,8 %	21,8 %	23,6 %
Tap ved avgang anleggsmidler				
Sum driftskostnader	111,6 %	95,7 %	87,8 %	84,3 %
Forholdstall				
Bruttofortjenesteanalyse:				
Brutto driftsmargin:	-11,14 %	4,98 %	13,41 %	17,71 %
Netto driftsmargin:	-11,63 %	4,32 %	12,16 %	15,74 %
Totalkapitalrentabilitet:				
- Gjennomsnittlig investert kapital:		5,33 %	16,38 %	18,73 %
		57 919 433	63 426 596	72 916 167
Egenkapitalrentabilitet:				
- Gjennomsnittlig egenkapital		14,04 %	45,05 %	64,22 %
		15 264 748	15 668 252	15 000 000
Likviditetsgrad 1:	1,62	1,72	1,81	1,67
Likviditetsgrad 2:	0,99	1,17	0,88	0,94
Soliditet:				
Egenkapitalprosent:	25,04 %	27,62 %	22,16 %	19,20 %
Rentedekningsgrad:	(1 234,50)	1 179,80	565,85	157,66
Kapital til forvaltning - mrd. NOK		60	74	87

Vedlegg 2 – Storebrand Kapitalforvaltning

Storebrand Kapitalforvaltning - Resultat	2003	2004	2005	2006
DRIFTSINNEKTER OG DRIFTSKOSTNADER				
Driftsinntekter				
Forvaltningshonorar konserninterne selskaper	137 100 000	147 700 000	92 300 000	196 100 000
Forvaltningshonorar eksterne kunder og fond	130 300 000	155 700 000	190 700 000	252 400 000
Netto salgsprovisjon	4 900 000	9 500 000	15 050 000	17 100 000
Avgitt provisjon			(57 850 000)	(68 500 000)
Sum driftsinntekter	272 300 000	312 900 000	240 200 000	397 100 000
Driftskostnader				
Lønnskostnad	152 600 000	168 800 000	138 300 000	184 600 000
Avskrivninger	13 800 000	15 300 000	11 550 000	9 200 000
Andre driftskostnader	93 700 000	93 000 000	83 450 000	86 800 000
Sum driftskostnader	260 100 000	277 100 000	233 300 000	280 600 000
DRIFTSRESULTAT	12 200 000	35 800 000	6 900 000	116 500 000
Mottatt konsernbidrag	500 000	1 600 000	1 200 000	900 000
Finansinntekter	6 700 000	4 800 000	4 100 000	7 100 000
Finanskostnader	300 000	500 000	600 000	100 000
Netto finansposter	6 900 000	5 900 000	4 700 000	7 900 000
ORDINÆRT RES. FØR SKATTEKOSTNAD	19 100 000	41 700 000	11 600 000	124 400 000
Skattekostnad på ordinært resultat	6 100 000	12 500 000	4 000 000	38 600 000
ÅRSRESULTAT	13 000 000	29 200 000	7 600 000	85 800 000

Storebrand Kapitalforvaltning - Balanse	2003	2004	2005	2006
EIENDELER				
Anleggsmidler				
Immaterielle eiendeler				
Utsatt skattefordel	20 200 000	10 200 000	17 800 000	17 000 000
Goodwill	31 600 000	29 700 000	27 700 000	25 800 000
Immaterielle eiendeler	11 700 000	6 800 000	2 200 000	5 500 000
Sum immaterielle eiendeler	63 500 000	46 700 000	47 700 000	48 300 000
Varige driftsmidler				
Driftsløsøre, inventar, verktøy, kontorm.	8 900 000	10 400 000	5 900 000	6 900 000
Aksjer i datterselskaper	1 100 000	1 100 000	1 100 000	1 100 000
Aksjer i utenlandske selskaper	-	-	-	-
Sum materielle eiendeler	10 000 000	11 500 000	7 000 000	8 000 000
Sum anleggsmidler	73 500 000	58 200 000	54 700 000	56 300 000
Omløpsmidler				
Fordringer				
Andre fordringer og eiendeler	34 400 000	34 200 000	32 500 000	30 800 000
Fordringer på selskap i samme konsern	24 700 000	44 400 000	13 500 000	46 250 000
Sertifikater og obligasjoner	104 400 000	157 900 000	133 200 000	228 700 000
Sum andre fordringer	163 500 000	236 500 000	179 200 000	305 750 000
Bankinnskudd, kontanter o.l.	46 500 000	43 200 000	35 900 000	44 350 000
Sum omløpsmidler	210 000 000	279 700 000	215 100 000	350 100 000
SUM EIENDELER	283 500 000	337 900 000	269 800 000	406 400 000
EGENKAPITAL OG GJELD				
EGENKAPITAL				
Innskutt egenkapital				
Selskapskapital	1 200 000	1 200 000	1 200 000	1 200 000
Overkursfond	116 500 000	116 500 000	20 000 000	20 000 000
Annen innskutt egenkapital	-	22 400 000	106 600 000	95 100 000
Sum innskutt kapital	117 700 000	140 100 000	127 800 000	116 300 000
Opptjent egenkapital				
Annen egenkapital	(3 000 000)	19 900 000	-	-
Sum opptjent egenkapital	(3 000 000)	19 900 000	-	-
SUM EGENKAPITAL	114 700 000	160 000 000	127 800 000	116 300 000
GJELD				
Avsetning for forpliktelseser				
Pensjonsforpliktelseser	24 500 000	26 000 000	54 800 000	50 800 000
Sum avsetning for forpliktelseser	24 500 000	26 000 000	54 800 000	50 800 000
Andre avsetninger for forpliktelseser	7 700 000	4 800 000	3 400 000	2 500 000
Ansvarlig lån	-	10 000 000	-	-
Leverandørgjeld	200 000	1 000 000	1 200 000	1 000 000
Skyldige offentlige avgifter	9 900 000	8 200 000	7 700 000	8 900 000
Annen kortsiktig gjeld	93 000 000	114 800 000	43 900 000	87 900 000
Kortsiktig gjeld til selskap i samme konsern	33 500 000	13 000 000	21 100 000	139 000 000
Betalbar skatt	-	-	-	-
Avsatt utbytte	-	-	10 000 000	-
Sum kortsiktig gjeld	144 300 000	151 800 000	87 300 000	239 300 000
SUM GJELD	168 800 000	177 800 000	142 100 000	290 100 000
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	283 500 000	337 800 000	269 900 000	406 400 000

Storebrand Kapitalforvaltning - Trend	2003	2004	2005	2006
DRIFTSINNTEKTER OG DRIFTSKOSTNADER				
Driftsinntekter				
Forvaltningshonorar konserninterne selskaper	100,0 %	107,7 %	67,3 %	143,0 %
Forvaltningshonorar eksterne kunder og fond	100,0 %	119,5 %	146,4 %	193,7 %
Netto salgsprovisjon	100,0 %	193,9 %	307,1 %	349,0 %
Avgitt provisjon			100,0 %	118,4 %
Sum driftsinntekter	100,0 %	114,9 %	88,2 %	145,8 %
Driftskostnader				
Lønnskostnad	100,0 %	110,6 %	90,6 %	121,0 %
Avskrivninger	100,0 %	110,9 %	83,7 %	66,7 %
Andre driftskostnader	100,0 %	99,3 %	89,1 %	92,6 %
Sum driftskostnader	100,0 %	106,5 %	89,7 %	107,9 %
DRIFTSRESULTAT	100,0 %	293,4 %	56,6 %	954,9 %
Mottatt konsernbidrag	100,0 %	320,0 %	240,0 %	180,0 %
Finansinntekter	100,0 %	71,6 %	61,2 %	106,0 %
Finanskostnader	100,0 %	166,7 %	200,0 %	33,3 %
Netto finansposter	100,0 %	85,5 %	68,1 %	114,5 %
ORDINÆRT RES. FØR SKATTEKOSTNAD	100,0 %	218,3 %	60,7 %	651,3 %
Skattekostnad på ordinært resultat	100,0 %	204,9 %	65,6 %	632,8 %
ÅRSRESULTAT	100,0 %	224,6 %	58,5 %	660,0 %

Storebrand Kapitalforv. - Common size	2003	2004	2005	2006
Driftskostnader				
Lønnskostnad	56,0 %	53,9 %	57,6 %	46,5 %
Avskrivninger	5,1 %	4,9 %	4,8 %	2,3 %
Andre driftskostnader	34,4 %	29,7 %	34,7 %	21,9 %
Sum driftskostnader	95,5 %	88,6 %	97,1 %	70,7 %

Forholdstall	2003	2004	2005	2006
Bruttofortjenesteanalyse:				
Brutto driftsmargin:	9,55 %	16,33 %	7,68 %	31,65 %
Netto driftsmargin:	4,48 %	11,44 %	2,87 %	29,34 %
Totalkapitalrentabilitet:				
- Gjennomsnittlig investert kapital:		13,07 %	3,62 %	36,55 %
		310 650 000	303 850 000	338 150 000
Egenkapitalrentabilitet:				
- Gjennomsnittlig egenkapital:		21,26 %	5,28 %	70,30 %
		137 350 000	143 900 000	122 050 000
Likviditetsgrad 1:	1,46	1,84	2,46	1,46
Likviditetsgrad 2:	0,32	0,28	0,41	0,19
Likviditetsgrad 2 - inkl. sertifikater	1,05	1,32	1,94	1,14
Soliditet:				
Egenkapitalprosent:	40,46 %	47,37 %	47,35 %	28,62 %
Rentedekningsgrad:	64,67	84,40	20,33	1 245,00
Kapital til forvaltning - mrd. NOK		165	205	217

Vedlegg 3 – DnB NOR Kapitalforvaltning

DnB NOR Kapitalforvaltning - Resultat	2003	2004	2005	2006
DRIFTSINNTEKTER OG DRIFTSKOSTNADER				
Driftsinntekter				
Driftsinntekter	682 389 000	872 670 000	974 391 000	1 114 393 000
Salg og porteføljeprovisjoner	(165 869 000)	(224 492 000)	(248 662 000)	(289 189 000)
Sum driftsinntekter	516 520 000	648 178 000	725 729 000	825 204 000
Driftskostnader				
Lønnskostnad	253 300 000	230 111 000	212 935 000	236 216 000
Avskrivninger	19 323 000	14 041 000	11 778 000	10 271 500
Andre driftskostnader	226 384 000	285 534 000	231 159 000	244 899 500
Sum driftskostnader	499 007 000	529 686 000	455 872 000	491 387 000
DRIFTSRESULTAT	17 513 000	118 492 000	269 857 000	333 817 000
Mottatt konsernbidrag	-	-	-	-
Finansinntekter	21 420 000	10 793 000	11 549 000	18 359 000
Finanskostnader	3 922 000	1 457 000	2 913 000	3 651 000
Netto finansposter	17 498 000	9 336 000	8 636 000	14 708 000
ORDINÆRT RES. FØR SKATTEKOSTNAD	35 011 000	127 828 000	278 493 000	348 525 000
Skattekostnad på ordinært resultat	12 579 000	39 434 000	80 495 000	100 653 000
ÅRSRESULTAT	22 432 000	88 394 000	197 998 000	247 872 000

DnB NOR Kapitalforvaltning - Balanse	2003	2004	2005	2006
EIENDELER				
Anleggsmidler				
Immaterielle eiendeler				
Utsatt skattefordel	12 615 000	24 981 000	20 114 000	20 681 000
Goodwill	87 452 000	139 289 000	131 358 000	123 386 000
Immaterielle eiendeler	-	-	-	-
Sum immaterielle eiendeler	100 067 000	164 270 000	151 472 000	144 067 000
Varige driftsmidler				
Driftsløsøre, inventar, verktøy, kontorm.	14 477 000	9 940 000	6 620 000	5 432 000
Aksjer i datterselskaper	1 530 000	1 139 000	1 139 000	1 139 000
Aksjer i utenlandske selskaper	-	-	-	-
Pensjonsmidler	9 187 000	2 535 000	11 219 000	10 896 000
Sum materielle eiendeler	25 194 000	13 614 000	18 978 000	17 467 000
Sum anleggsmidler	125 261 000	177 884 000	170 450 000	161 534 000
Omløpsmidler				
Fordringer				
Andre fordringer og eiendeler	70 525 000	100 585 000	139 183 000	139 185 000
Fordringer på selskap i samme konsern	105 269 000	129 000	1 136 000	550 000
Andeler verdipapirfond	137 729 000	268 468 000	274 243 000	281 997 000
Sum andre fordringer	313 523 000	369 182 000	414 562 000	421 732 000
Bankinnskudd, kontanter o.l.	313 795 000	284 263 000	382 359 000	466 193 000
Sum omløpsmidler	627 318 000	653 445 000	796 921 000	887 925 000
SUM EIENDELER	752 579 000	831 329 000	967 371 000	1 049 459 000
EGENKAPITAL OG GJELD				
EGENKAPITAL				
Innskutt egenkapital				
Selskapskapital	109 680 000	109 680 000	109 680 000	109 680 000
Overkursfond	79 865 000	79 865 000	79 865 000	79 865 000
Annen innskutt egenkapital	120 969 000	120 969 000	120 969 000	120 969 000
Sum innskutt kapital	310 514 000	310 514 000	310 514 000	310 514 000
Opptjent egenkapital				
Annen egenkapital	141 427 000	139 121 000	101 002 000	106 234 000
Sum opptjent egenkapital	141 427 000	139 121 000	101 002 000	106 234 000
SUM EGENKAPITAL	451 941 000	449 635 000	411 516 000	416 748 000
GJELD				
Avsetning for forpliktelser				
Pensjonsforpliktelser	14 151 000	-	35 514 000	42 918 000
Sum avsetning for forpliktelser	14 151 000	-	35 514 000	42 918 000
Avsatt bonus	21 361 000	47 067 000	59 672 000	64 867 000
Andre avsetninger for forpliktelser	-	-	18 000 000	8 261 000
Ansvarlig lån	-	-	-	-
Leverandørgjeld	12 757 000	36 601 000	47 272 000	44 094 000
Skyldige offentlige avgifter	30 495 000	30 008 000	26 668 000	23 035 000
Annen kortsiktig gjeld	99 872 000	151 010 000	94 983 000	105 046 000
Kortsiktig gjeld til selskap i samme konsern	122 000 000	117 008 000	273 745 000	344 490 000
Betalbar skatt	-	-	-	-
Sum kortsiktig gjeld	286 485 000	381 694 000	520 340 000	589 793 000
SUM GJELD	300 636 000	381 694 000	555 854 000	632 711 000
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	752 577 000	831 329 000	967 370 000	1 049 459 000

DnB NOR Kapitalforvaltning - Trend	2003	2004	2005	2006
DRIFTSINNTEKTER OG DRIFTSKOSTNADER				
Driftsinntekter				
Driftsinntekter	100,0 %	127,9 %	142,8 %	163,3 %
Salg og porteføljeprovisjoner	100,0 %	135,3 %	149,9 %	174,3 %
Sum driftsinntekter	100,0 %	125,5 %	140,5 %	159,8 %
Driftskostnader				
Lønnskostnad	100,0 %	-9,2 %	-7,5 %	10,9 %
Avskrivninger	100,0 %	90,8 %	84,1 %	93,3 %
Andre driftskostnader	100,0 %	72,7 %	61,0 %	53,2 %
Sum driftskostnader	100,0 %	126,1 %	102,1 %	108,2 %
DRIFTSRESULTAT	100,0 %	676,6 %	1540,9 %	1906,1 %
Mottatt konsernbidrag				
Finansinntekter	100,0 %	50,4 %	53,9 %	85,7 %
Finanskostnader	100,0 %	37,1 %	74,3 %	93,1 %
Netto finansposter	100,0 %	53,4 %	49,4 %	84,1 %
ORDINÆRT RES. FØR SKATTEKOSTNAD	100,0 %	365,1 %	795,4 %	995,5 %
Skattekostnad på ordinært resultat	100,0 %	313,5 %	639,9 %	800,2 %
ÅRSRESULTAT	100,0 %	394,1 %	882,7 %	1105,0 %

DnB NOR Kapitalforv. - Common size	2003	2004	2005	2006
Lønnskostnad	49,0 %	35,5 %	29,3 %	28,6 %
Avskrivninger	3,7 %	2,2 %	1,6 %	1,2 %
Andre driftskostnader	43,8 %	44,1 %	31,9 %	29,7 %
Sum driftskostnader	96,6 %	81,7 %	62,8 %	59,5 %

Forholdstall	2003	2004	2005	2006
Bruttofortjenesteanalyse:				
Brutto driftsmargin:	7,13 %	20,45 %	38,81 %	41,70 %
Netto driftsmargin:	3,39 %	18,28 %	37,18 %	40,45 %
Totalkapitalrentabilitet:				
- Gjennomsnittlig investert kapital:		16,32 %	31,29 %	34,92 %
		791 953 000	899 349 500	1 008 414 500
Egenkapitalrentabilitet:				
- Gjennomsnittlig egenkapital:		19,61 %	45,98 %	59,85 %
		450 788 000	430 575 500	414 132 000
Likviditetsgrad 1:	2,19	1,71	1,53	1,51
Likviditetsgrad 2:	1,10	0,74	0,73	0,79
Soliditet:				
Egenkapitalprosent:	60,05 %	54,09 %	42,54 %	39,71 %
Rentedekningsgrad:	9,93	88,73	96,60	96,46
Kapital til forvaltning - mrd. NOK	232	259	315	298