

**Fondsbørsmeddelelse**

06.04.04  
Meddelelse nr. 9, 2004

**Monberg & Thorsen A/S årsrapport 2003**

Vedlagt fremsendes Monberg & Thorsen A/S's årsrapport 2003. Årsrapporterne for Dyrup A/S og MT Højgaard a/s, som blev offentliggjort den 2. april 2004, er en integreret del af årsrapporten for Monberg & Thorsen A/S. Der henvises derfor til offentliggørelsen af fondsbørsmeddelelserne nr. 6 og 7 af 02.04.04.

Med venlig hilsen  
Monberg & Thorsen A/S



Erik Søndergaard  
Adm. direktør

**MONBERG & THORSEN A/S**



**Monberg & Thorsen A/S**

Oslo Plads 14 · Postboks 2685

2100 København Ø

---

Telefon	35 46 80 00
Telefax	35 46 80 80
E-mail	<a href="mailto:monthor@monthor.dk">monthor@monthor.dk</a>
Hjemmeside	<a href="http://www.monthor.dk">www.monthor.dk</a>
Hjemsted	København
CVR-nr.	12 61 79 17

# MONBERG & THORSEN A/S

## ÅRSRAPPORT 2003

HOVED- OG NØGLETAL FOR 1999-2003	4
KONCERNEN	6
IDEGRUNDLAG OG FORRETNINGSSTRATEGI	6
SELSKABETS LEDELSE	7
LEDELSESBERETNING	8
RISIKOFORHOLD	10
<hr/>	
LEDELSESPRINCIPPER	11
DYRUP OG MT HØJGAARD	11
ØVRIGE KONCERNSELSKABER	12
AKTIONÆROPLYSNINGER	14
REGNSKABSBERETNING OG OVERSKUDSFORDELING	16
PÅTEGNINGER	18
<hr/>	
ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS	19
PENGESTRØMSOPGØRELSE	22
RESULTATOPGØRELSE	23
BALANCE	24
EGENKAPITALOPGØRELSE	26
NOTER	27
<hr/>	
KONCERNREGNSKAB I EURO	31
SEGMENTOPLYSNINGER	32
SELSKABETS STIFTERE	33

## HOVED- OG NØGLETAL FOR 1999-2003

Mio. kr.	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Resultatopgørelse</b>					
Omsætning					
Dyrup	1.595	1.642	1.670	1.722	<b>1.724</b>
MT Højgaard (46%)	3.167	3.601	4.041	4.448	<b>3.672</b>
Omsætning i alt	4.762	5.243	5.711	6.170	<b>5.396</b>
Resultat af primær drift (EBIT)	209	407	80	-45	<b>181</b>
Finansielle poster, netto	-10	26	18	-21	<b>-19</b>
Resultat før skat	199	433	98	-66	<b>162</b>
Resultat efter skat	131	365	71	-78	<b>117</b>
Monberg & Thorsen-aktionærernes andel heraf	131	365	71	-79	<b>114</b>
<b>Balance</b>					
Rentebærende aktiver	303	773	493	499	<b>366</b>
Rentebærende passiver	487	576	776	858	<b>614</b>
Investeret kapital	1.767	1.297	1.603	1.494	<b>1.461</b>
Egenkapital	1.583	1.494	1.321	1.135	<b>1.212</b>
Balancesum	3.509	3.488	3.618	3.477	<b>3.103</b>
<b>Pengestrøm</b>					
Fra driftsaktivitet	234	158	153	147	<b>224</b>
Til investeringsaktivitet	334	-866	313	136	<b>87</b>
Heraf investering i materielle anlægsaktiver	141	137	216	202	<b>111</b>
Fra finansieringsaktivitet	-73	-615	-231	-87	<b>-139</b>
<b>Nøgletal (%)</b>					
Overskudsgrad	2,3	3,1	1,3	-1,0	<b>3,0</b>
Afkast af investeret kapital (ROAIC)	12	27	6	-3	<b>12</b>
Egenkapitalforrentning (ROE)	8	24	5	-6	<b>10</b>
Egenkapitalandel	45	43	37	33	<b>39</b>
<b>Aktierelaterede nøgletal (kr. pr. aktie)</b>					
Resultat efter skat	25	68	17	-21	<b>32</b>
Pengestrøm fra driftsaktivitet	42	29	37	40	<b>63</b>
Udbytte	9	10	11	9	<b>12</b>
Indre værdi	282	342	349	316	<b>336</b>
Börskurs	182	308	335	340	<b>320</b>
Börskurs/indre værdi	0,6	0,9	1,0	1,1	<b>1,0</b>
Price/Earnings (P/E)	7	5	20	-	<b>10</b>
Payout ratio	36	15	59	-	<b>38</b>
Markedsværdi i mio. kr.	1.022	1.386	1.268	1.287	<b>1.147</b>
<b>Antal medarbejdere</b>					
Koncernvirksomheder	3.984	3.981	4.128	4.050	<b>3.705</b>

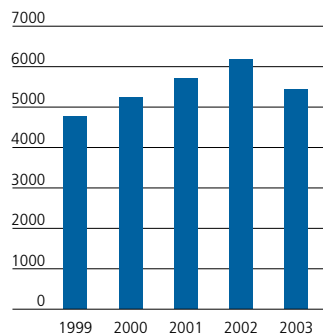
Nøgletallene er udarbejdet i overensstemmelse med Den Danske Finansanalytikerforenings vejledning i nøgletalsberegning.

### DEFINITION AF ANVENDTE NØGLETAL

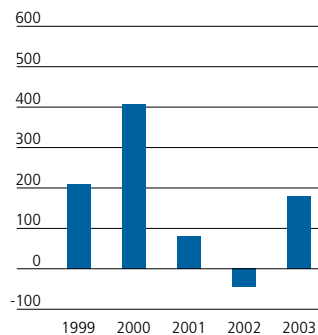
Overskudsgrad	$\frac{\text{Resultat af primær drift} - \text{indtægt af associerede virksomheder}}{\text{Nettoomsætning}} \times 100$	Egenkapitalandel	$\frac{\text{Egenkapital ultimo}}{\text{Samlede passiver ultimo}} \times 100$
Afkast af investeret kapital (ROAIC)	$\frac{\text{Resultat af primær drift}}{\text{Gennemsnitlig investeret kapital}} \times 100$	Price/Earnings (P/E)	$\frac{\text{Börskurs ultimo}}{\text{Resultat pr. aktie}}$
Egenkapitalforrentning (ROE)	$\frac{\text{Resultat efter skat}}{\text{Gennemsnitlig egenkapital}} \times 100$	Payout ratio	$\frac{\text{Samlet udbytte}}{\text{Resultat efter skat}} \times 100$

### Koncernens hovedtal (mio. kr.)

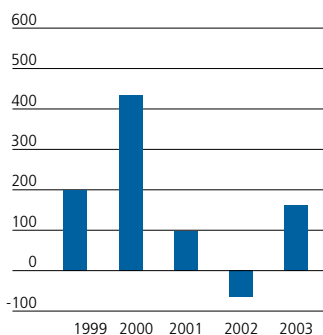
Omsætning



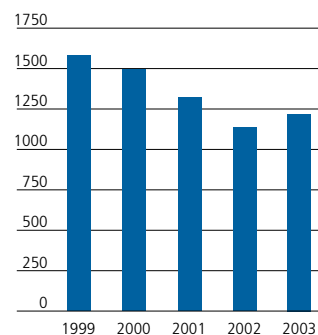
Resultat af primær drift (EBIT)



Resultat før skat

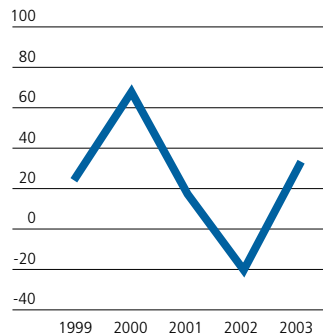


Egenkapital

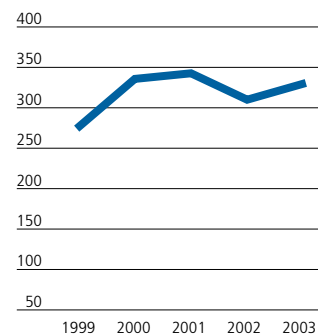


### Aktierelaterede nøgletal (kr. pr. aktie)

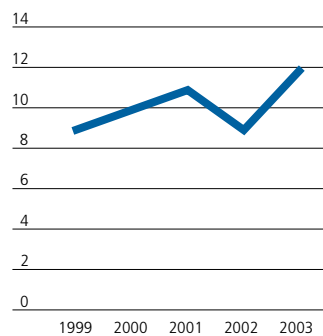
Resultat efter skat



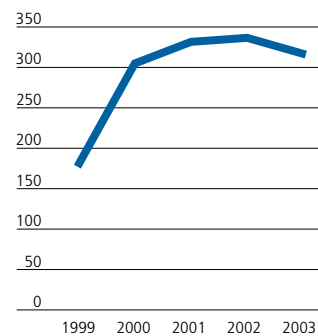
Indre værdi



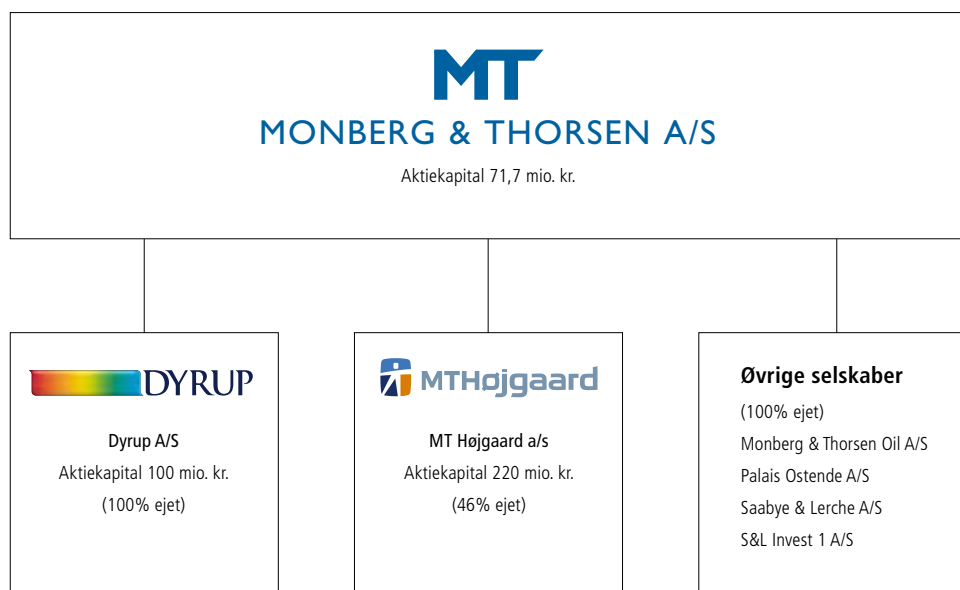
Udbytte



Børskurs



## KONCERNEN, IDEGRUNDLAG OG FORRETNINGSSTRATEGI



Oversigt over Dyrups dattervirksomheder kan ses i Dyrups årsrapport side 29.

Oversigt over MT Højgaards dattervirksomheder kan ses i MT Højgaards årsrapport side 42.

### IDEGRUNDLAG

Værdiskabelse gennem langsigtet forretningsudvikling primært inden for byggerelaterede aktiviteter.

### FORRETNINGSSTRATEGI

Monberg & Thorsen vil udøve en aktiv og væsentlig indflydelse på strategi, akkvisitive tiltag, ledelse, ledelsesudvikling og økonomi inden for forretningsområderne. Dette sker bl.a. gennem bestyrelsesrepræsentation i koncernselskaberne og fastlæggelse af økonomiske krav og mål.

Koncernen er organiseret i selv bærende forretningsområder. Disse ledes decentralt med en høj grad af frihed, ansvar og kompetence, der sikrer en optimal dynamik, resultatorientering og motivation i de enkelte forretningsområder. Moderselskabet varetager sine funktioner med en lille organisation.

Koncernen omfatter primært byggerelaterede aktiviteter. Kerneområderne er kendetegnet ved en stærk markedsposition i deres brancher. Der vil kun blive foretaget opkøb i beslægtede brancher, såfremt dette kan ske på særligt gunstige vilkår.

- Dyrup skal i løbet af de kommende år fortsat vokse væsentligt gennem organisk vækst og opkøb eller indgåelse af alliancer.
- MT Højgaards moderselskaber analyserer fortsat mulighederne for en børsnotering af MT Højgaard og er enige om, at en sådan forudsætter nogle år med en dokumenteret stabil og lønsom resultatudvikling.
- DENERCO OIL fortsætter den strategiske videreudvikling af selskabet.

## SELSKABETS LEDELSE

### BESTYRELSE



**Mogens Granborg (1947)**  
**Formand**  
 Koncerndirektør, Danisco A/S  
 (BF) DSB  
 Indtrådt i bestyrelsen i 1993



**Hans Bennetzen (1947)**  
**Næstformand**  
 Koncerndirektør, Group 4 Falck A/S  
 Indtrådt i bestyrelsen i 1998



**Jan Munkholm\* (1959)**  
 Centerchef, Dyrup A/S  
 Indtrådt i bestyrelsen i 2001



**Kristian Stausholm-Pedersen  
 (1938)**  
 Ingeniør  
 Indtrådt i bestyrelsen i 1989



**Jette Sørensen\* (1964)**  
 Personale- og Informations-  
 konsulent, Dyrup A/S  
 Indtrådt i bestyrelsen i 2001



**Henrik Thorsen (1934)**  
 Civilingeniør  
 Indtrådt i bestyrelsen i 1997



**Gerrit Dirk Toet\* (1954)**  
 Produktionsmedarbejder,  
 Dyrup A/S  
 Indtrådt i bestyrelsen i 1998



**Carsten Tvede-Møller (1935)**  
 Advokat, Plesner Svane Grønberg  
 (BM) Skandinavisk Tobakskompagni A/S  
 Indtrådt i bestyrelsen i 1971

### DIREKTION



**Erik Søndergaard (1945)**  
**Adm. direktør**  
 (BF) DENERCO OIL A/S  
 (BF) FORCE Technology  
 (BM) A/S Dansk Erhvervsinvestering

BF: Bestyrelsesformand

BM: Bestyrelsesmedlem

\* Medarbejdervalgte



### ÅRET 2003

Årets resultat efter skat blev et tilfredsstillende overskud på 114 mio. kr., hvilket er lidt bedre end forventet gennem året. Det lidt bedre resultat skyldes primært fremgang i øvrige selskaber og moderselskabet samt en lavere selskabsskat.

- **Dyrup** realiserede en tilfredsstillende omsætning og et resultat før skat på 115 mio. kr. på niveau med 2002 trods fortsat vanskelige markedsforhold.
- **MT Højgaard** fik et resultat før skat på 48 mio. kr. De danske entreprenøraktiviteter havde gennem hele året en tilfredsstillende udvikling.
- **Koncernens olieinteresser** udviste et lidt bedre resultat end forventet.
- Klar forbedring af koncernens pengestrømme fra driftsaktiviteterne, som blev på 224 mio. kr. mod 147 mio. kr. i 2002. Forbedringerne kommer både fra Dyrup og MT Højgaard.

### Udviklingen inden for koncernens hovedaktiviteter

**Dyrups** omsætning blev på 1.724 mio. kr. til trods for markedsudviklingen, som i særdeleshed har været negativ i Tyskland og Portugal, der er blandt Dyrups største markeder.

Det primære resultat blev kun på niveau med 2002, hvilket alene skyldes et enkeltstående, større debitorstab i forbindelse med leverancer til en ny miljøvenlig imprægneringsmetode. Af samme grund blev resultatet før skat på niveau med resultatet i 2002.

Såvel bruttoresultatet som øvrige omkostninger er positivt påvirket af de foretagne effektiviseringer og strukturtilpasninger, der er en del af de i 2001 iværksatte langsigtede forretningsprojekter, der forventes fuldt gennemført i 2004.

Dyrup-koncernens overskudsgrad blev 8,6% mod 8,9% i 2002. Afkast på investeret kapital blev 16,4% mod 16,7% i 2002.

**MT Højgaard** realiserede en omsætning på 8,0 mia. kr. mod 9,7 mia. kr. i 2002. Nedgangen er en konsekvens af den fulgte fokuseringsstrategi og de afdæmpede markedsvilkår.

Der har i 2003 været en positiv udvikling i entreprenørforretningen, ligesom årets resultat er påvirket af tilbageførte hensættelser i forbindelse med indgåede forlig og en reduceret risikoprofil på de igangværende arbejder. I modsat retning trækker yderligere omkostninger på Buxton-projektet. Årets resultat er således negativt påvirket med netto 25 mio. kr. vedrørende disse forhold.

Buxton-projektet vedrører opførelse af en cementfabrik ved den engelske by Buxton. Vanskelige vilkår omkring færdiggørelsen af projektet øgede forbruget af ressourcer, ligesom det har været nødvendigt at påtage sig yderligere opgaver for at sikre færdiggørelsen af projektet. MT Højgaards andel af projektet færdiggøres primo 2004.

Der er fortsat rejst krav mod MT Højgaard som følge af ekstraarbejder, forsinkelser og forstyrrelser i produktionen, og der er efter vurdering foretaget hensættelser hertil. Opgørelsen af projektets samlede omkostninger er derfor fortsat behæftet med usikkerhed. MT Højgaard har tilsvarende rejst krav om ekstrabetalinger og tidsfristforlængelse. Udfaldet af disse krav er også fortsat uafklaret, og der er i overensstemmelse med selskabets praksis ikke indregnet indtægter i regnskabet som følge heraf.

MT Højgaard realiserede som forventet et resultat før skat og minoritetsinteresser på 48 mio. kr., hvoraf Monberg & Thorsens andel udgør 22 mio. kr.

Det positive resultat understøtter, at MT Højgaard er på rette vej i den udvikling, der er planlagt inden for rammerne af fokuserings- og konsolideringsstrategien, som blev iværksat ved udgangen af 2002. En af konsekvenserne var blandt andet organisationsændringen medio 2003, som medførte en organisationsstruktur med færre ledelseslag i entreprenørforretningen og centralisering af de administrative funktioner, der hidtil har været placeret både centralt og decentralt.

Organisationen afspejler nu MT Højgaards markedsorientering og fokus på at bygge, anlægge og renovere i hele Danmark samt at gennemføre de internationale opgaver, der dækkes af virksomhedens særlige kompetencer.

Fokuserings- og konsolideringsstrategien er defineret som dækkende perioden 2003 og 2004, og MT Højgaard arbejder nu med virksomhedens strategi for 2005 og fremover.

### Øvrige koncernselskaber

Koncernens olieinteresser, som består af en 12,5% ejerandel i DENERCO OIL, udviste en positiv udvikling. Andelen af det primære resultat blev på 21 mio. kr. mod 20 mio. kr. i 2002, og efter finansieringsomkostninger blev resultatet før skat på 18 mio. kr. mod 17 mio. kr. i 2002.

Resultatet i DENERCO OIL blev lidt bedre end forventet, primært som følge af den høje oliepris gennem hele 2003.

Resultatet af moderselskabsdriften i Monberg & Thorsen, herunder ejendomsinteresserne, blev lidt bedre end forventet og højere end i 2002.

### FREMTIDEN

For 2004 forventes koncernomsætningen at blive i niveauet 5,1 mia. kr. Koncernens resultat efter skat forventes at blive i niveauet 125 mio. kr., som meddelt i årsregnskabsmeddelelsen af 19. marts 2004. Hertil kommer en yderligere regnskabsmæssig avance på ca. 50 mio. kr. efter skat ved salg af Oslo Plads ejendommene med virkning fra 1. april 2004, som meddelt i Fondsbørsmeddelelse nr. 5 af 24. marts 2004.

Forventningerne er baseret på et stabilt rente- og valutakursniveau samt følgende forudsætninger for de enkelte selskaber:

**Dyrup** forventer fortsat vanskelige markedsvilkår i 2004, og at Dyrups relevante marked i Europa vil falde ca. 1% i 2004 sammenlignet med 2003. Der forventes positiv vækst i Central- og Østeuropa, mens markederne i Tyskland, Portugal og Norge fortsat vil have negativ vækst.

Dyrup-koncernen forventer en omsætning og indtjening for 2004 lidt over niveauet i 2003. Overskudsgraden og afkast af investeret kapital forventes at stige i forhold til 2003.

**MT Højgaard** forventer fortsat afdæmpede markedsvilkår for det danske bygge- og anlægsmarked og en hård priskonkurrence.

De kommende års øgede investeringer på blandt andet trafikområdet vil ikke påvirke anlægsmarkedet i 2004, og aktivitetsniveauet ventes at være svagt faldende. På de udenlandske markeder følges opgavemuligheder inden for udvalgte segmenter, der primært omfatter offshore projekter

såsom vindmøller, fyrtårne og lignende konstruktioner samt kyst- og havnebygningsopgaver.

Boligbyggeriet vurderes i 2004 fortsat at ligge på et stabilt højt niveau. Nedgangen i det støttede byggeri forventes kompenseret af den øgede investeringslyst hos de private og institutionelle investorer. De svage konjunkturer har især påvirket erhvervsbyggeriet, og markedet for kontorbyggeri vil også i 2004 være påvirket af de øgede ledighedsgrader for kontorarealer. På renoveringsområdet forventes aktiviteten fortsat at være stabil, men konkurrencesituationen er hård, blandt andet som følge af faldet i nybyggeriet.

De fortsatte stramme markedsvilkår og de i 2003 gennemførte organisationstilpasninger præger forventningerne til omsætningen i 2004, hvor der skønnes et omsætningsniveau på 7 mia. kr. De gennemførte effektiviseringer og øvrige tiltag forventes at give fremgang i overskudsgraden i 2004. Der forudses således et resultat før skat i niveauet 75 mio. kr.

### Øvrige koncernselskaber

Resultatet fra olieinteresserne forventes at blive på niveau med resultatet for 2003.

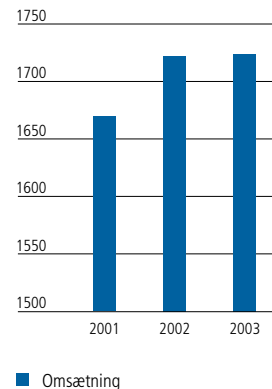
Ejendomsinteresserne forventes at give et væsentligt højere resultat efter skat, da ejendommene er solgt med virkning fra 1. april 2004, som meddelt i vor Fondsbørsmeddelelse af 24. marts 2004. Den regnskabsmæssige avance vil påvirke koncernresultatet for 2004 med ca. 50 mio. kr. efter skat. Heri er indeholdt en tilbageførsel af en intern koncernregulering vedrørende ejendommene.

Resultatet af moderselskabsdriften i Monberg & Thorsen A/S forventes at blive på niveau med 2003.

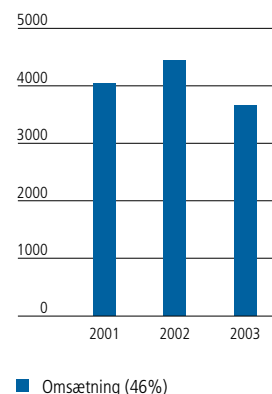
### Omlægning til regnskabsaflæggelse efter IFRS i 2005

Årsrapporten vil med virkning fra 2005 blive aflagt i henhold til de internationale IFRS-standarder (International Financial Reporting Standards). En overgang til IFRS vil hovedsagelig medføre en højere detaljeringsgrad i noterne og vurderes ikke at få væsentlig effekt på den regnskabsmæssige værdi af Monberg & Thorsen-koncernens aktiver og passiver samt resultat.

Dyrup (mio. kr.)



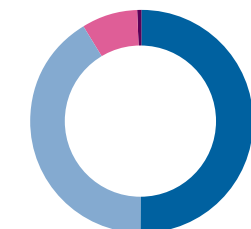
MT Højgaard (mio. kr.)



Omsætning (46%)

## RISIKOFORHOLD

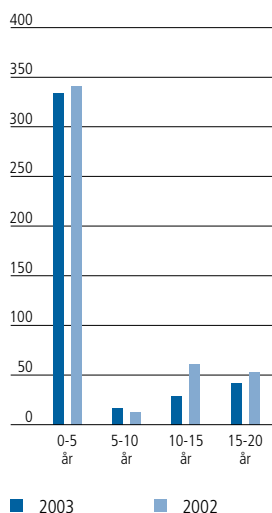
Obligationsbeholdning opdelt på kupon



■ Kupon 4%   ■ Kupon 6%  
■ Kupon 5%   ■ Kupon >6%

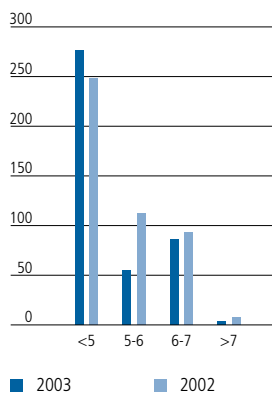
Langfristet gæld

Restløbetid og restgæld (mio. kr.)



Langfristet gæld

Rente inkl. bidrag og restgæld (mio. kr.)



Monberg & Thorsen-koncernens aktiviteter indebærer en række kommercielle og finansielle risici, der kan påvirke koncernens udvikling, finansielle stilling og drift.

Det anses som en væsentlig del af strategien vedholdende at minimere de foreliggende risici, der ikke vurderes generelt at afvige fra, hvad der er sædvanligt inden for de markedsområder, hvor dattervirksomhederne opererer.

### Kommercielle risici

Som udgangspunkt er dattervirksomhederne afhængige af konjunkturudviklingen i byggesektoren, men der er også andre specifikke kommercielle risici i de enkelte dattervirksomheder. Der er i årsrapporterne for Dyrup og MT Højgaard detaljerede oplysninger om disse virksomheders kommercielle og finansielle risici. I dette afsnit er der alene fokuseret på koncernens finansielle risici.

### Finansielle risici

Monberg & Thorsen-koncernens primære finansielle risici kan opdeles i valutarisiko og renterisiko. Afdækning af disse risici foretages decentralt i de enkelte dattervirksomheder.

Koncernens samlede kreditrisici anses ikke for usædvanlige. Kreditrisici styres generelt ved en løbende vurdering af større kunder og samarbejdspartnere. Risici på andre modparter end banker minimeres i nogen grad ved hjælp af garantistillelser efter individuel vurdering af modparten. Tilsvarende vurderes koncernens likviditetsrisici for minimale, da de likvide midler og værdipapirer er placeret på korte aftaleindskud og i danske obligationer. Hertil kommer tilstrækkelige uudnyttede kredittilsagn og en kontinuerlig dialog med koncernens finansieringskilder.

### Valutarisiko

Selskaberne har i begrænset omfang anvendt options- og terminsforretninger som de eneste finansielle instrumenter til afdækning af valutarisikoen. Disse anvendes udelukkende til sikring af den primære virksomhed. Ved udgangen af 2003 er markeds- og kontraktværdien af koncernens valutaterminsforretninger 42 mio. kr. med en gennemsnitlig restløbetid på knap 5 måneder.

Det er koncernens mål at undgå væsentlige tab ved valutakurssvingninger. Der foretages af-

dækning af såvel realiserede som budgetterede positioner, dog afhængig af budgetsikkerheden. Afdækning foretages normalt ved hjælp af terminsforretninger og valutalån/-indskud.

Kapitalindskud i udenlandske dattervirksomheder og associerede virksomheder sikres normalt ikke. Hovedparten af de udenlandske dattervirksomheder er placeret i europæiske lande, der er med i EU's monetære union.

Koncernens omsætning i udenlandsk valuta blev på 1,6 mia. kr. svarende til 30% af koncernens totale nettoomsætning, hvoraf omsætningen i EUR udgjorde 1,4 mia. kr. svarende til 85% af den samlede udenlandske omsætning.

### Renterisiko

Koncernens nettolikviditet var i 2003 placeret i obligationer og på korte aftaleindskud i større pengeinstitutter. Renterisikoen hænger derfor nøje sammen med udviklingen i den danske rente.

Den langfristede finansiering består primært af fastforrentede, stående lån. Den langfristede finansiering, herunder prioritetsgælden i koncernens ejendomme, bliver tæt overvåget for yderligere forbedrende tiltag.

### Obligationer

Obligationsbeholdningen består udelukkende af danske realkredit- og statsobligationer noteret på Københavns Fondsbørs. Obligationer optages til markedsværdien ultimo året. Realiserede og urealiserede kursgevinster og -tab medtages i resultatopgørelsen. Den regnskabsmæssige værdi af obligationsbeholdningen er i 2003 reduceret med 111 mio. kr. til 93 mio. kr.

Beholdningens varighed ved årets udgang er 1,9 år. Den er beregnet på grundlag af de af Københavns Fondsbørs oplyste varigheder. En renteændring på 1 procentpoint ville ultimo 2003 have medført en ændring af obligationsbeholdningens bogførte kursværdi på 2 mio. kr.

### Langfristet gæld

Koncernens langfristede gæld er fordelt på forskellige, overvejende danske kreditinstitutter. Der er i 2003 foretaget lånoptagelser og lånomlægninger til fastforrentede lån herunder rentetilpasningslån med en løbetid på 5-10 år. Herved er koncernen i de kommende år sikret en relativ lav renteomkostning, selv om det generelle renteniveau skulle stige. Inkonvertible lån udgør ca. 90% af de langfristede lån.

## LEDELSESPRINCIPPER

Ved valg af bestyrelsen såvel i moderselskabet som i datterselskaberne tilstræbes en professionel sammensat bestyrelse, der som helhed er i besiddelse af den fornødne viden og erfaring om bestyrelsesarbejde samt har kendskab til samfundsmæssige, forretningsmæssige og kulturelle forhold på de markeder, hvor koncernen driver sine primære forretningsaktiviteter. Det tilstræbes ligeledes, at bestyrelsen har en afbalanceret aldersmæssig sammensætning.

Ved nyvalg af et bestyrelsesmedlem foretages en selektiv udvælgelse og vedkommende interviewes af bestyrelsesformanden med henblik på at sikre, at vedkommendes profil passer til den ledige post.

Der er intet formelt krav til antallet af det enkelte bestyrelsesmedlems øvrige bestyrelsesposter, men ved valg af nye bestyrelsesmedlemmer påpeges det, at det er væsentligt, at det enkelte bestyrelsesmedlem sikrer sig, at den tilstrækkelige tid er til rådighed, og opgaverne udføres omhyggeligt og samvittighedsfuldt. Det er Monberg & Thorsens erfaring, at der sjældent modtages afbud til et bestyrelsesmøde.

I henhold til bestyrelsens forretningsorden udtræder et bestyrelsesmedlem af bestyrelsen senest ved første generalforsamling, efter at vedkommende er fyldt 72 år.

I henhold til selskabets vedtægter afgår to bestyrelsesmedlemmer hvert år efter tur. I praksis betyder det, at bestyrelsesmedlemmer er på valg mindst hvert tredje år. Det er ikke funk-

tionsperiodens længde, der er afgørende for udtræden af bestyrelsen.

Der har siden den ordinære generalforsamling været afholdt i alt 7 bestyrelsesmøder, og på nuværende tidspunkt er der planlagt 7 bestyrelsesmøder for det kommende år. I henhold til bestyrelsens forretningsorden vil der som minimum altid blive afholdt 6 bestyrelsesmøder mellem de ordinære generalforsamlinger.

Bestyrelsesformandens og næstformandens opgaver, pligter og ansvar er beskrevet i forretningsordenen, som gennemgås én gang årligt.

Til brug for bestyrelsens tilsyn med selskabets virksomhed udarbejder direktionen til hvert bestyrelsesmøde en detaljeret rapport om selskabets aktiviteter, der udsendes til bestyrelsens medlemmer sammen med indkaldelsen til bestyrelsesmødet. Rapporten indeholder bl.a. oplysning om væsentlige udviklinger i selskabets likviditet, ordrebeholdning, garantiforpligtelser, væsentlige dispositioner, finansieringsforhold og væsentlige risici.

På hvert bestyrelsesmøde aflægger direktionen med udgangspunkt i den udsendte rapport beretning om driften af koncernselskaberne siden sidste bestyrelsesmøde.

Bestyrelsen påser endvidere, at direktionen mindst én gang om året på et bestyrelsesmøde fremlægger orientering om markedssituationen og andre specielle forhold i de brancher, hvor datterselskaberne har deres virksomhed.

## DYRUP OG MT HØJGAARD

De primære aktiviteter i Monberg & Thorsen-koncernen består af Dyrup, som ejes 100%, og MT Højgaard, hvor ejerandelen er 46%. Begge virksomheder er inden for byggerelaterede aktiviteter men med forskellig markedsmæssig repræsentation.

For at følge den regnskabsmæssige udvikling om væsentligt flere segmentoplysninger er års-

rapporterne for Dyrup og MT Højgaard i lighed med sidste år indlagt i Monberg & Thorsens årsrapport og skal betragtes som en integreret del af denne.

Der er i lighed med tidligere år medtaget en segmentoversigt på side 32 og i relation til detaljerede oplysninger for disse to virksomheder henvises til de vedlagte årsrapporter.

## ØVRIGE KONCERNSELSKABER



Hovedtal (mio. kr.)	2001	2002	2003
Resultat før skat	6	17	18
Aktiekapital nom.	5	5	5
Egenkapital	25	37	46
Egenkapitalandel	32%	31%	35%

### Bestyrelse

Adm. direktør Erik Søndergaard (formand)  
Økonomidirektør Jørgen Nicolajsen  
Regnskabschef Birgitte Svenningsen

### Direktion

Jørgen Nicolajsen

### MONBERG & THORSEN OIL A/S (100%)

Monberg & Thorsen Oil A/S deltager som interessent med en andel på 50% i Danish Petroleum Enterprise I/S, som ejer 25% af aktierne i DENERCO OIL.

Resultat før skat udgør 18 mio. kr., og årets resultat efter skat udgør 11 mio. kr. Resultatet svarer til den forholdsmæssige andel af resultatet i DENERCO OIL reduceret med amortisering af den goodwill, som blev betalt i forbindelse med fordoblingen af ejerandelen i 2001 samt renteudgifter til finansiering af købet.

For 2004 forventer Monberg & Thorsen Oil et resultat på niveau med 2003.

Resultatet i DENERCO OIL A/S for 2003 blev et overskud på 119 mio. kr. mod 117 mio. kr. i 2002, hvilket er lidt bedre end forventet. Årets resultat blev påvirket positivt af en højere oliepris, mens dollarkursen påvirkede resultatet negativt. Herudover har revurderingen af reserverne i Cecilie medført højere afskrivninger. DENERCO OIL's egenkapital udgør 623 mio. kr. pr. 31. december 2003.

DENERCO OIL har i 2003 haft følgende felter med olie- og gasproduktion:

- Syd Arne, hvor DENERCO OIL's ejerandel er 6,6%. I årets løb er der gennemført yderligere én produktionsboring, og ved årets slutning fandt indvindingen sted fra ni vandrette produktionsbrønde med trykstøtte fra fem vandrette injektionsbrønde.
- Siri med Stine Segment 1 & 2, hvor ejerandelen er 20%. I årets løb er der gennemført yderligere én produktionsboring til den østlige del af Siri feltet, således at indvindingen ved årets udgang foregik fra syv vandrette produktionsbrønde med støtte fra to injektionsbrønde.

- Nini med Nini Vest og Nini Øst, hvor ejerandelen er 30%. Olieproduktionen blev påbegyndt den 22. august. Ved årets udgang foregik indvindingen fra to vandrette produktionsbrønde med støtte fra én injektionsbrønd.
- Cecilie med Connie, hvor ejerandelen er 61%. Olieproduktionen blev påbegyndt den 25. august. Ved årets udgang foregik indvindingen fra én vandret produktionsbrønd uden vandinjektionsstøtte.
- Lulita, hvor ejerandelen er 28,2%. Feltets produktion har været negativt påvirket af manglende vandbehandlingsfaciliteter. Disse forventes forbedret fra 2005, således at produktionen atter kan øges.

Herudover deltager DENERCO OIL i Amaliegasfeltet med en ejerandel på 29,9%, og hvor der tidligst i slutningen af 2007 forventes produktion.

DENERCO OIL har fortsat en 50% andel i operatørskabet for en tysk offshore efterforskningslicens, og DENERCO OIL tildeltes i 2003 en 50% andel af to nye efterforskningslicenser på hollandsk sokkel samt operatørskabet herfor.

Ved årets udgang havde DENERCO OIL herudover rettigheder i otte licenser i den danske del af Centralgraven med tilgrænsende områder.

DENERCO OIL tilstræber gennemsnitlig over en femårig periode at erstatte producerede reserver med 100% eller mere. Ved årets udgang udgjorde DENERCO OIL's tilbageværende beviste og sandsynlige reserver 35,6 mio. tønder olieækvivalent. Det bør bemærkes, at reserveestimer for olie- og gasfelter generelt er behæftet med usikkerhed.

DENERCO OIL havde investeringer til produktionsanlæg på 924 mio. kr. i 2003, primært til udbygning af Nini og Cecilie felterne. I 2004 forventes et investeringsniveau på 300 mio. kr. til produktionsanlæg.

DENERCO OIL forventer for 2004 en markant højere olieproduktion i forhold til 2003. Olieprisniveauet forudsættes dog at blive lavere end niveauet i 2003, mens USD-kursen forudsættes at blive på niveau med kursen ultimo 2003. På dette grundlag forventes resultatet før skat i 2004 at blive lidt bedre end i 2003.



### PALAIS OSTENDE A/S (100%)

Palais Ostende A/S er et ejendomsselskab, som ejer og administrerer tre velbeliggende ejendomme på Oslo Plads i København. Ejendommene er udlejet til bolig- og kontorformål. Selskabets ejendomsportefølje betragtes som investeringsejendomme, hvorfor der ikke foretages regnskabsmæssige afskrivninger. Der er ikke i de foregående år eller 2003 foretaget værdiregulering af ejendommene, som er optaget til en forsigtig vurderet markedspris.

De samlede ejendomsindtægter udgjorde 13 mio. kr. i 2003, og resultatet før skat blev et overskud på 8 mio. kr. mod 5 mio. kr. i 2002.

Monberg & Thorsen forventer i 2004 et resultat efter skat fra ejendomsinteresserne i niveauet 50 mio. kr., da der er indgået aftale om salg af ejendommene pr. 1. april 2004.

Hovedtal (mio. kr.)	2001	2002	2003
Resultat før skat	4	5	8
Aktiekapital nom.	36	36	36
Egenkapital	92	95	101
Egenkapitalandel	56%	57%	69%

#### Bestyrelse

Adm. direktør Erik Søndergaard (formand)  
Økonomidirektør Jørgen Nicolajsen  
Regnskabschef Birgitte Svenningsen

#### Direktion

Jørgen Nicolajsen



### SAABYE & LERCHE A/S (100%)

Selskabets primære aktivitetsområde er investering i ingeniør- og entreprenørvirksomheder. Selskabet ejer 19,5% af aktiekapitalen i Ove Arkil Holding A/S.

Årets resultat er et nulresultat, og egenkapitalen pr. 31.12.03 udgør 0,8 mio. kr. For 2004 forventes et mindre positivt resultat.

### S&L INVEST 1 A/S (100%)

Årets resultat er et nulresultat, og egenkapitalen pr. 31.12.03 udgør 0,7 mio. kr. For 2004 forventes også et nulresultat, da selskabet ikke har nogen aktivitet.

#### Bestyrelse

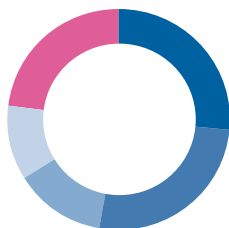
Adm. direktør Erik Søndergaard (formand)  
Økonomidirektør Jørgen Nicolajsen  
Regnskabschef Birgitte Svenningsen

#### Direktion

Jørgen Nicolajsen

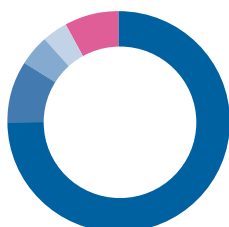
## AKTIONÆROPLYSNINGER

Aktiekapitalens fordeling på aktionærgrupper



- Ejnar og Meta Thorsens Fond (26,5%)
- Stifterfamilierne (26,3%)
- ATP (13,3%)
- LD (10,9%)
- Øvrige (23,0%)

Stemmefordeling på aktionærgrupper



- Ejnar og Meta Thorsens Fond (74,9%)
- Stifterfamilierne (9,0%)
- ATP (4,5%)
- LD (3,7%)
- Øvrige (7,9%)

### Ejerforhold

Selskabet har ca. 1.100 noterede aktionærer.

Aktionærer efter Aktieselskabslovens § 28a er følgende:

Torben Monberg, Fredensborg  
Ejnar og Meta Thorsens Fond, København  
ATP, Hillerød  
LD, København

Ejnar og Meta Thorsens Fond besidder alle A-aktierne i selskabet, som udgør ca. 21% af den samlede aktiekapital. Fonden er en erhvervsdrivende fond, hvis formål alene er at virke for samfundsgavnligt formål i Danmark eller i udlandet. Fundatsen indeholder ikke bindinger i relation til ejerskabet af aktier i Monberg & Thorsen A/S eller dets datterselskaber. Fonden har over for bestyrelsen oplyst, at den ønsker at være en stabil aktionær i selskabet og ikke p.t. ønsker at afgive sine stemmerettigheder.

Bestyrelsen finder ejerstrukturen hensigtsmæssig som følge af koncernens nuværende størrelse og markedsværdi, hvor den stabile ejerstruktur sikrer den langsigtede værdiskabelse. Ejerstrukturen hindrer ikke fortsat udvikling af koncernen.

### Insidere

Pr. 31.12.03 var samtlige insiders aktiebeholdning i selskabet på 110.315 stk., svarende til 3,1% af aktiekapitalen. Beholdningen fordeler sig således:

	Beholdning stk.	Børsværdi mio. kr.
Bestyrelse og direktion	99.438	31,8
Nærtstående til bestyrelse og direktion	165	0
Øvrige insidere	10.712	3,4
<hr/>		
	110.315	35,2

Hverken bestyrelse eller direktion ejer optioner eller warrants.

Ifølge koncernens interne regler for handel med værdipapirer udstedt af selskabet må selskabets ledelse kun købe og sælge sådanne værdipapirer i en periode på op til 4 uger efter offentliggørelse af årsregnskabsmeddelelsen og delårsrapporter.

### Generalforsamling

Afholdes 22. april 2004 kl. 17.00 i Industriens Hus, H.C. Andersens Boulevard 18, København V.

Generalforsamlingen vil i overensstemmelse med vedtægterne blive indkaldt med mindst 8 dages varsel.

### Udbytte

Udbytte af aktier, der er registreret i Værdipapircentralen, udbetales automatisk 4 bankdage efter generalforsamlingen.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen at udbetale 12 kr. pr. aktie à 20 kr.

### Aktiekapital

Selskabets aktiekapital på 71.700.000 kr. er fordelt på

A-aktier:  
768.000 stk. à 20 kr. = 15.360.000 kr.

B-aktier:  
2.817.000 stk. à 20 kr. = 56.340.000 kr.

Hver A-aktie à nom. 20 kr. har 10 stemmer, og hver B-aktie à nom. 20 kr. har 1 stemme.

### Egne aktier

Beholdningen af egne aktier pr. 01.01.03 udgjorde 202.645 stk. hvoraf 200.000 stk. blev anvendt til nedsættelse af selskabets kapital som vedtaget på den ordinære generalforsamling 30.04.03. Monberg & Thorsen ejede 2.645 stk. B-aktier pr. 31.12.03.

Der er ikke købt egne aktier i 2003 og ifølge selskabets regler for køb af egne aktier, må selskabet ikke købe eller sælge egne aktier i en periode på 3 uger før offentliggørelse af årsregnskabsmeddelelsen og delårsrapporter.

Ingen datterselskaber besidder aktier i Monberg & Thorsen.

### Monberg & Thorsen-aktien

Ved udgangen af 2003 var aktiekursen 320 hvilket er 6% lavere end året før. I 2003 er der i alt omsat 0,2 mio. stk. aktier.

Med virkning fra 1. januar 2004 er aktien optaget i det såkaldte SmallCap+ segment på Københavns Fondsbørs. I de første 2½ måned af 2004 er der allerede omsat 0,1 mio. aktier, og aktien handles i niveauet 360 svarende til en stigning på ca. 12%.

## Meddelelser til Københavns Fondsbørs

Københavns Fondsbørs har i 2003 modtaget følgende meddelelser:

1.	03.01.03	Kvartalsvis opgørelse af aktiebesiddelser
2.	27.01.03	Monberg & Thorsen nedjusterer resultatforventningerne for 2002
3.	18.02.03	DENERCO OIL's årsregnskabsmeddelelse for 2002
4.	13.03.03	Ledelsesændring i MT Højgaard
5.	26.03.03	MT Højgaards årsregnskabsmeddelelse for 2002
6.	26.03.03	Monberg & Thorsens årsregnskabsmeddelelse for 2002
7.	09.04.02	Dyrups årsrapport 2002
8.	10.04.03	MT Højgaards årsrapport 2002
9.	14.04.03	MT Højgaards ordinære generalforsamling
10.	15.04.03	Dagsorden for Monberg & Thorsens generalforsamling
11.	15.04.03	Monberg & Thorsens årsrapport 2002
12.	30.04.03	Generalforsamlingsmeddelelse
13.	09.05.03	Kvartalsvis opgørelse af aktiebesiddelser
14.	28.05.03	MT Højgaards delårsrapport for 1. kvartal 2003
15.	28.05.02	Monberg & Thorsens delårsrapport for 1. kvartal 2003
16.	10.07.03	Kvartalsvis opgørelse af aktiebesiddelser
17.	27.08.03	MT Højgaards delårsrapport for 1. halvår 2003
18.	27.08.03	Monberg & Thorsens delårsrapport for 1. halvår 2003
19.	25.09.03	Kvartalsvis opgørelse af aktiebesiddelser
20.	27.11.03	MT Højgaards delårsrapport for 3. kvartal 2003
21.	27.11.03	Monberg & Thorsens delårsrapport for 3. kvartal 2003

## Corporate Governance

Det er fortsat bestyrelsens opfattelse, at de væsentligste anbefalinger i Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance praktiseres ved ledelsen af Monberg & Thorsen-koncernen.

Der er i årsrapporten medtaget supplerende oplysninger om ledelsens holdning til Corporate Governance, herunder en beskrivelse af de i koncernen anvendte ledelsesprincipper.

Yderligere information om bestyrelsens arbejde med og holdninger til Nørby-udvalgets anbefalinger findes på [www.monthor.dk](http://www.monthor.dk).

## Informationspolitik

Monberg & Thorsens informationspolitik er, at alle stakeholders modtager al kursrelevant information om koncernens virksomheder med passende hyppighed og på en hurtig og effektiv måde inden for rammerne af de børssetiske regler. Dette sikres bl.a. ved hjælp af kvartalsrapporter samt afholdelse af møder for investorer og finansanalytikere.

For at sikre overholdelse af Fondsbørsens regler er det besluttet, at Monberg & Thorsen i en periode på tre uger før en planlagt delårsrapport:

- ikke kommenterer analytikerrapporter
- ikke diskuterer finansielle forhold med investorer og analytikere
- ikke deltager i møder med investorer og finansanalytikere.

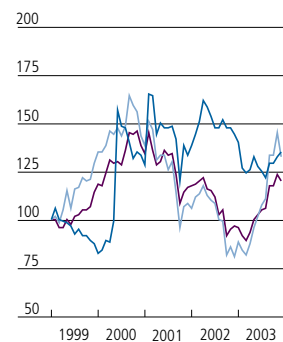
## Finansiel kalender for 2004

Ordinær generalforsamling	22.04.04
Udbetaling af udbytte	28.04.04

Forventet udsendelse af delårsrapporter:

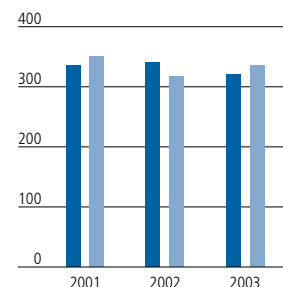
1. kvartal 2004	19.05.04
2. kvartal 2004	27.08.04
3. kvartal 2004	22.11.04

Kursudviklingen 1999-2003  
31.12.98 = Index 100



■ Indeks for MT-aktiens kursudvikling  
■ Industriindekset (CSE 20) på Københavns Fondsbørs  
■ Totalindekset (KAX) på Københavns Fondsbørs

Monberg & Thorsen-koncernen  
Børskurs og indre værdi (kr.)



■ Børskurs pr. aktie  
■ Indre værdi pr. aktie



## REGNSKABSBERETNING OG OVERSKUDSFORDELING

Årsrapporten for moderselskabet og koncernen er udarbejdet i kontinuitet med tidligere år i overensstemmelse med den anvendte regnskabspraksis, som er beskrevet på side 19-21.

I lighed med 2002 pro rata konsolideres MT Højgaard med 46% svarende til ejerandelen i den fællesledede virksomhed. I sammenligningstillene for 2000 og tidligere år indgår de realiserede tal i den tidligere entreprenørvirksomhed Monberg & Thorsen A/S 100%.

### Nærtstående parter

Som udgangspunkt er der ikke væsentlig samhandel mellem Dyrup og MT Højgaard. I forbindelse med nybyggerier og/eller større vedligeholdelsesarbejder indhentes der dog tilbud fra andre søsterselskaber. Såfremt et søsterselskab fremkommer med det bedste tilbud, placeres opgaven hos dette selskab. Omfanget af denne samhandel er begrænset. Der foretages ikke i koncernregnskabet eliminering for disse interne koncernhandler på tværs af brancherne, da leverancerne sker til markedspriser og i konkurrence med andre udbydere inden for området.

### Resultatopgørelsen

Koncernomsætningen blev på 5,4 mia. kr., hvilket er en nedgang på 13% i forhold til 2002. Omsætningsændringen er fordelt således:

	Ændring %	Omsætning mio. kr.	Andel %
Dyrup	0	1.724	32
MT Højgaard	-17%	3.672	68
I alt	-13%	5.396	100

Den reducerede omsætning i MT Højgaard er en konsekvens af den valgte fokuseringsstrategi og de afdæmpede markedsvilkår.

Dyrup har realiseret en tilfredsstillende omsætning, når de vanskelige markedsvilkår tages i betragtning. Dyrups omsætning uden for Danmark udgør fortsat ca. 77%.

Den samlede udenlandske omsætning udgør 1,9 mia. kr. svarende til lidt over 1/3 af omsætningen, hvilket er en lille stigning i forhold til 2002.

Primært resultat kan specificeres således:

Primært resultat (mio. kr.)	2002	2003
Dyrup	139	138
MT Højgaard (46%)	-200	23
Olieinteresser	20	21
Moderselskabet og ejendomsinteresser	-4	-1
Primært resultat i alt (EBIT)	-45	181

Det primære resultat blev et overskud på 181 mio. kr. mod et underskud på 45 mio. kr. i 2002, hvor resultatet var negativt påvirket af resultatandelen fra MT Højgaard. I 2003 har MT Højgaard realiseret en resultatandel på niveau med det forventede. Dyrup har realiseret et primært resultat på niveau med 2002, hvilket anses for tilfredsstillende, dels som følge af de vanskelige markedsvilkår, dels som følge af, at resultatet for 2003 er påvirket af et enkeltstående større debitorstab.

Resultat før skat blev et overskud på 162 mio. kr. Resultatet kan specificeres således:

Resultat før skat (mio. kr.)	2002	2003
Dyrup	116	115
MT Højgaard (46%)	-204	22
Olieinteresser	17	18
Moderselskabet og ejendomsinteresser	5	7
Resultat før skat i alt	-66	162

Resultatandelen fra olieinteresserne blev lidt bedre end forventet som følge af den høje oliepris gennem hele året. Resultatet for moderselskabet og ejendomsinteresserne blev også lidt bedre end forventet primært som følge af lavere omkostninger og et bedre finansielt afkast.

Som det fremgår af note 9, er årets effektive skatteprocent 28% mod forventet 32%. Dette skyldes en lavere effektiv skatteprocent i Dyrup.

For 2004 forventes en effektiv skatteprocent på 30%.

### Balancen

Den samlede balancesum er reduceret med 11% i forhold til 31.12.02. Reduktionen kommer primært fra MT Højgaard, hvor der har været øget fokus på driftskapitalstyringen med henblik på minimering af kapitalbindingen i bl.a. igang-

værende arbejder. Hertil kommer et fald i de driftsrelaterede tilgodehavender som følge af det lavere aktivitetsniveau. Endvidere har såvel Dyrup som MT Højgaard reduceret de samlede anlægsaktiver bl.a. som følge af et relativt lavt investeringsniveau sammenholdt med de foretagne afskrivninger.

Egenkapitalen udgør 1,2 mia. kr. svarende til en egenkapitalandel på 39% mod 33% ved udgangen af 2002.

### Pengestrømsopgørelsen for koncernen

Pengestrømmen fra driften udviser en tilfredsstillende fremgang og udgør 224 mio. kr. mod 147 mio. kr. 2002. Fremgangen kommer fra såvel Dyrup som MT Højgaard og er en konsekvens af måltrettet fokus på minimering af pengebindingerne i de driftsrelaterede aktiver. De samlede nettoinvesteringer udgør 87 mio. kr. mod 136 mio. kr. i 2002.

Pengestrømmene fra finansieringen er også i 2003 negativ og består primært af betalt udbytte på 32 mio. kr. for 2002 samt nettoafdrag på den langfristende gæld med i alt 112 mio. kr. bl.a. som følge af låneomlægninger i Dyrup. Monberg & Thorsen har ikke foretaget opkøb af egne aktier i 2003.

Koncernens samlede likviditet pr. 31.12.03 udgør 106 mio. kr., og hertil kommer uudnyttede kreditfaciliteter. Likviditetsberedskabet anses for at være på et tilfredsstillende niveau set i lyset af de foreliggende strategier for koncernvirksomhederne og koncernen som helhed.

### Finansielle instrumenter

Monberg & Thorsen-koncernens aktivitet medfører anvendelse af finansielle instrumenter i såvel danske kroner som i fremmed valuta, omfattende tilgodehavender og gæld, værdipapirer samt indeståender, kredit og lån hos pengeinstitutter.

De primære finansielle instrumenter, der indgår i balancen, vurderes som udgangspunkt til handelsværdien. Koncernen anvender i begrænset omfang sekundære finansielle instrumenter, og disse er som hovedregel begrænset til options- og terminsforretninger.

De finansielle risici er yderligere omtalt på side 10.

### Nøgletallene

Stort set alle nøgletallene udviser en betydelig fremgang i forhold til år 2002, som var påvirket af den negative resultatandel fra MT Højgaard.

### Overskudsfordeling og udbyttepolitik

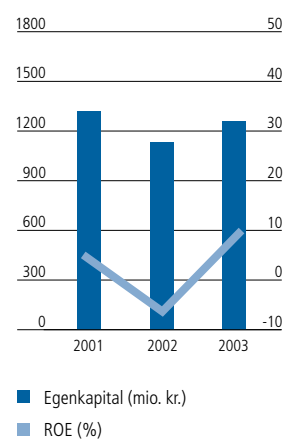
Bestyrelsen foreslår årets resultat, der udviser et overskud på 114,1 mio. kr., overført til reserver og opskrivningshenlæggelser.

Der foreslås et udbytte til aktionærene på 12 kr. pr. aktie à 20 kr., svarende til i alt 43,0 mio. kr., som reserveres under foreslået udbytte i egenkapitalen. Der er i lighed med sidste år ikke afsat skyldigt udbytte på beholdningen af egne aktier.

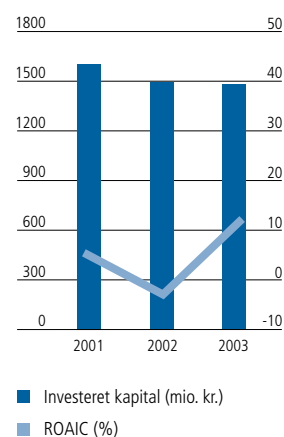
Udbetalingen svarer til ca. 38% af årets resultat efter skat og stigningen fra 9 til 12 kr. skal ses i lyset af nedsættelsen af udbyttet for 2002. Udbetalingen giver et direkte afkast på ca. 3,3% i forhold til den aktuelle børskurs på ca. 360.

Monberg & Thorsen vil fortsat tilstræbe at udbetale et udbytte på 30-50% af overskuddet før værdireguleringer men efter skat. Udbytteudlodninger vil i øvrigt ske under forsvarlig hensyntagen til koncernens soliditet, investeringsmuligheder og likviditet. Der forventes købt egne aktier i 2004.

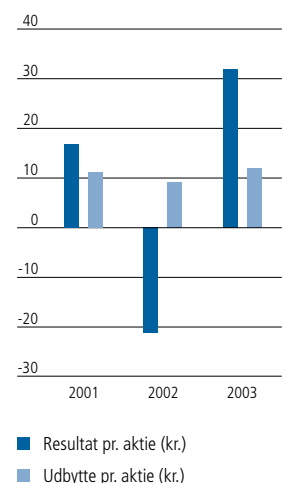
Monberg & Thorsen-koncernen  
Egenkapital og forrentning



Monberg & Thorsen-koncernen  
Investeret kapital og afkast



Monberg & Thorsen-koncernen  
Resultat og udbytte pr. aktie



## LEDELSESPÅTEGNING

Bestyrelsen og direktionen for Monberg & Thorsen A/S har i dag behandlet og godkendt årsrapporten for 2003.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabsloven, danske regnskabsvejledninger samt de krav, Københavns Fondsbørs i øvrigt stiller til regnskabsaflæggelse for børsnoterede selskaber. Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således

at årsrapporten giver et retvisende billede af koncernens og moderselskabets aktiver, passiver, finansielle stilling og resultat samt af koncernens pengestrømme.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 19. marts 2004

### Direktion

Erik Søndergaard  
*Adm. direktør*

### Bestyrelse

Mogens Granborg  
*Formand*

Hans Bennetzen  
*Næstformand*

Jan Munkholm

Kristian Stausholm-Pedersen

Jette Sørensen

Henrik Thorsen

Gerrit Dirk Toet

Carsten Tvede-Møller

## REVISIONSPÅTEGNING

### Til aktionærene i Monberg & Thorsen A/S

Vi har revideret årsrapporten for Monberg & Thorsen A/S for regnskabsåret 2003.

Selskabets ledelse har ansvaret for årsrapporten. Vort ansvar er på grundlag af vor revision at udtrykke en konklusion om årsrapporten.

### Den udførte revision

Vi har udført vor revision i overensstemmelse med danske revisionsstandarder. Disse standarder kræver, at vi tilrettelægger og udfører revisionen med henblik på at opnå høj grad af sikkerhed for, at årsrapporten ikke indeholder væsentlig fejlinformation. Revisionen omfatter stikprøvevis undersøgelse af information, der understøtter de i årsrapporten anførte beløb og oplysninger. Revisionen omfatter endvidere stillingtagen til den af ledelsen anvendte regnskabspraksis og til de væsentlige skøn, som ledelsen har udøvet, samt vurdering af den

samlede præsentation af årsrapporten. Det er vor opfattelse, at den udførte revision giver et tilstrækkeligt grundlag for vor konklusion.

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

### Konklusion

Det er vor opfattelse, at årsrapporten giver et retvisende billede af koncernens og moderselskabets aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2003 samt af resultatet af koncernens og moderselskabets aktiviteter og koncernens pengestrømme for regnskabsåret 2003 i overensstemmelse med årsregnskabsloven, danske regnskabsvejledninger og de krav, som Københavns Fondsbørs i øvrigt stiller til børsnoterede selskaber.

København, den 19. marts 2004

KPMG C.Jespersen  
*Statsautoriseret Revisionsinteressentskab*

Jørgen Peter Bærentsen  
*Statsaut. revisor*

Ernst & Young  
*Statsautoriseret Revisionsaktieselskab*

Mogens Lundin  
*Statsaut. revisor*

## ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS

### Generelt

Årsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser for klasse D-virksomheder, ikrafttrådte danske regnskabsvejledninger samt de af Københavns Fondsbørs fastlagte retningslinier for børsnoterede selskaber.

Årsrapporten er aflagt efter samme regnskabspraksis som sidste år, og der er alene foretaget enkelte redaktionelle tilpasninger.

### Konsolidering

Koncernregnskabet omfatter moderselskabet Monberg & Thorsen samt dattervirksomheder, hvori koncernen direkte eller indirekte besidder mere end 50% af stemmerne eller på anden måde har bestemmende indflydelse, herunder MT Højgaard og andre fællesledede virksomheder, som i koncernregnskabet pro rata konsolideres.

Virksomheder, hvori koncernen direkte eller indirekte besidder mellem 20% og 50% af stemmerne, betragtes som associerede virksomheder. Disse selskaber indgår ikke i konsolideringen.

Koncernregnskabet er udarbejdet på grundlag af reviderede regnskaber opgjort efter koncernens regnskabspraksis ved sammenlægning af ensartede regnskabsposter og eliminering af koncerninterne regnskabsposter og urealiserede fortjenester/tab.

Nyerhvervede og solgte virksomheders resultater medregnes i resultatopgørelsen for ejerperioden. Sammenligningstal korrigeres ikke for frasolgte virksomheder eller for virksomheder tilgæet ved køb eller fusion, men der gives oplysning i ledelsesberetningen herom.

Ved køb af virksomheder anvendes overtagelsesmetoden, hvorefter de købte virksomheders identificerbare aktiver og forpligtelser indregnes til dagsværdi på overtagelsestidspunktet. Der hensættes til forpligtelser vedrørende omstruktureringer i den tilkøbte virksomhed, såfremt disse omstruktureringer er vedtaget og offentliggjort i forbindelse med overtagelsen. Der tages hensyn til skatteeffekten af de foretagne omvurderinger. Hvis anskaffelsessværdien overstiger dagsværdien af de overtagne aktiver og forpligtelser, inklusiv hensættelser til omstrukturering, indregnes det resterende positive forskelsbeløb (goodwill) under immaterielle anlægsaktiver og afskrives systematisk over resultatopgørelsen efter en individuel vurdering af aktivets økonomiske levetid, dog maksimalt 20 år. Et negativt forskelsbeløb (badwill), der modsvarer en forventet ugunstig udvikling, indregnes i balancen under periodeafgrænsningsposter og indtægtsføres i resultatopgørelsen i takt med, at den ugunstige udvikling realiseres.

Goodwill og badwill i forbindelse med køb af virksomheder kan reguleres indtil udgangen af året efter anskaffelsen.

### Konsortier

Et konsortium er en virksomhed, som ledes sammen med et eller flere andre selskaber, og hvor ingen af de deltagende parter har en bestemmende indflydelse.

I koncernregnskabet indregnes konsortier efter pro rata metoden. Dette indebærer, at den forholdsmæssige andel af konsortiernes resultatopgørelsesposter og balanceposter medtages i de tilsvarende poster i koncernregnskabet.

I konsortier hæfter deltagerne som regel pro rata for arbejds- og betalingsgarantier og solidarisk for konsortiets gæld og forpligtelser. Hæftelserne oplyses i en note.

### Minoritetsinteresser

I koncernregnskabet indregnes dattervirksomhedernes regnskabsposter 100%. Minoritetsinteressernes forholdsmæssige andel af dattervirksomhedernes resultat og egenkapital reguleres årligt og opføres som særskilte poster i resultatopgørelsen og balancen.

### Omregning af fremmed valuta

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til danske kroner ved anvendelse af transaktionsdagens kurs eller til terminssikret kurs.

Tilgodehavender og gæld i fremmed valuta omregnes til danske kroner ved anvendelse af balancedagens kurser, bortset fra kurssikrede beløb, der omregnes til sikret kurs.

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalings- eller balancedagen, indregnes i resultatopgørelsen under finansielle poster.

Ved indregning af udenlandske datter- og associerede virksomheder, der er selvstændige enheder, omregnes resultatopgørelserne til danske kroner til gennemsnitlige valutakurser, der ikke afviger væsentligt fra transaktionsdagens kurser, mens balanceposterne omregnes til balancedagens valutakurser. Kursdifferencer, opstået ved omregning af udenlandske virksomheders nettoaktiver ved årets begyndelse til balancedagens valutakurser samt ved omregning af resultatopgørelser fra gennemsnitskurser til balancedagens valutakurser, indregnes direkte på egenkapitalen. Alle nuværende udenlandske virksomheder betragtes som selvstændige enheder med undtagelse af en enkelt dattervirksomhed i MT Højgaard, som i 2003 er reklassificeret til en integreret enhed.

Ved indregning af udenlandske dattervirksomheder, der er integrerede enheder, omregnes resultatopgørelsens poster til transaktionsdagens kurs, idet resultatposter afledt af ikke-monetære poster dog omregnes til historisk kurs. Balanceposterne omregnes til balancedagens kurs, bortset fra ikke-monetære poster, som omregnes til kursen på anskaffelsestidspunktet eller på tidspunktet for efterfølgende værdiregulering.

Ved køb eller afhændelse af en udenlandsk enhed omregnes aktiver og passiver til valutakursen på overtagelsesdagen henholdsvis afhændelsesdagen.

### Afledte finansielle instrumenter

Terminsforetninger og lignende afledte finansielle instrumenter anvendes udelukkende til sikring af den primære virksomhed.

Afledte finansielle instrumenter, der er indgået til dækning af risiko på tilgodehavender og gæld i fremmed valuta, indregnes på transaktionsdagens kurs til kostpris og efterfølgende til dagsværdi på balancedagen. Kursreguleringer af det sikrede aktiv eller den sikrede forpligtelse indregnes i resultatopgørelsen sammen med det sikrede. Kursreguleringer af afledte finansielle instrumenter, der er indgået til sikring af fremtidige indtægter og udgifter, indregnes direkte på egenkapitalen. Ved realisation af det sikrede tilbageføres kursreguleringen på egenkapitalen og indregnes i resultatopgørelsen sammen med det sikrede.

### Resultatopgørelsen

Resultatopgørelsens poster periodiseres således, at de omfatter regnskabsåret. Resultatopgørelsen er funktionsopdelt.

### Nettoomsætning

I Dyrup omfatter nettoomsætningen salg af varer og tjenesteydelser, der i henhold til faktureringsprincippet medtages i resultatopgørelsen i det år, hvor fakturering og levering finder sted.

I MT Højgaard omfatter nettoomsætningen afsluttede og igangværende entreprisarbejder. Igangværende arbejder for fremmed regning indregnes i nettoomsætningen i takt med produktionens udførelse, hvorved nettoomsætningen svarer til salgsværdien af årets udførte arbejder (produktionsmetoden).

### Produktionsomkostninger

Produktionsomkostninger omfatter såvel direkte som indirekte omkostninger, der afholdes for at opnå årets nettoomsætning samt hensættelse af beløb til imødegæelse af forventet tab på igangværende arbejder og garantiforpligtelser på entrepriser.

Produktionsomkostninger består bl.a. af råvarer og hjælpematerialer, forbrugsvarer, løn- og gageomkostninger, leje og leasing samt afskrivninger på produktionsanlæg. Under produktionsomkostninger indregnes tillige udviklingsomkostninger, da de ikke opfylder kriterierne for indregning i balancen.

#### **Resultat af kapitalandele i dattervirksomheder og associerede virksomheder**

I moderselskabets resultatopgørelse indregnes den forholdsmæssige andel af de enkelte dattervirksomheders resultat før skat efter fuld eliminering af interne fortjenester/tab og fradrag af afskrivning på goodwill.

I både moderselskabets og koncernens resultatopgørelser indregnes den forholdsmæssige andel af de associerede virksomheders resultat før skat efter eliminering af forholdsmæssig andel i interne fortjenester/tab og fradrag af afskrivning på goodwill.

Andel af virksomhedernes skat er resultatført under selskabsskat.

#### **Salgs- og distributionsomkostninger**

Salgs- og distributionsomkostninger omfatter tilbuds- og markedsføringsomkostninger, herunder direkte lønninger til salgs- og marketingfunktionerne, reklame og udstillingsomkostninger, direkte leveringsomkostninger samt afskrivninger.

#### **Administrationsomkostninger**

Administrationsomkostninger omfatter omkostninger til det administrative personale og ledelse, kontorlokaler, kontoromkostninger, forsikringer, øvrige selskabsomkostninger samt afskrivninger.

#### **Andre driftsindtægter og -omkostninger**

Andre driftsindtægter og -omkostninger omfatter drift af investeringsejendomme, lejeindtægter, avance og tab ved salg af dattervirksomheder, associerede virksomheder samt engangsomkostninger.

#### **Finansielle poster**

Finansielle poster omfatter renter og udbytte samt realiserede og urealiserede kursgevinster og -tab vedrørende værdipapirer, gæld og transaktioner i fremmed valuta, finansielle omkostninger ved leasing, amortisering af finansielle aktiver og gældsforpligtelser samt tillæg og godtgørelser vedrørende selskabsskat.

#### **Selskabsskat**

Moderselskabet er sambeskattet med en række helejede danske og udenlandske dattervirksomheder. Den beregnede danske skat fordeles på de sambeskattede selskaber i forhold til deres skattepligtige indkomst.

I resultatopgørelsen indregnes den andel af de aktuelle danske og udenlandske selskabsskatter samt forskydning i udskudt skat, der kan henføres til årets resultat. Den andel af for-

skydningen i udskudt skat, som kan henføres til posterings direkte på egenkapitalen, føres direkte på egenkapitalen.

### **Balancen**

#### **Immaterielle anlægsaktiver**

Goodwill, varemærker, distributionsrettigheder og lignende indregnes til kostpris med fradrag af akkumulerede af- og nedskrivninger. Ingen af koncernvirksomhederne afholder produktudviklingsomkostninger, som kan indregnes i balancen.

Immaterielle anlægsaktiver afskrives over den vurderede økonomiske levetid, der fastlægges på baggrund af ledelsens erfaringer inden for de enkelte forretningsområder. Afskrivningsperioden udgør maksimalt 20 år og er længst for virksomheder med en stærk markedsposition og langsigtet indtjeningsprofil.

Ved overtagelse af virksomheder eller aktiviteter med mere end 20 års dokumenteret drift, med stærke varemærker og en god markedsposition afskrives de immaterielle anlægsaktiver over højst 20 år.

Ved overtagelse af veletablerede virksomheder eller aktiviteter med en 10-20 års dokumenteret drift afskrives de immaterielle anlægsaktiver over højst 10 år. I øvrige overtagelser afskrives de immaterielle anlægsaktiver over højst 5 år.

Den regnskabsmæssige værdi af de immaterielle anlægsaktiver vurderes løbende og nedskrives over resultatopgørelsen til en eventuel lavere genindvindingsværdi.

#### **Materielle anlægsaktiver**

Materielle anlægsaktiver indregnes til kostpris med fradrag af akkumulerede af- og nedskrivninger.

Kostprisen omfatter anskaffelsesprisen samt omkostninger ekskl. renter direkte knyttet til anskaffelsen indtil det tidspunkt, hvor aktivet er klar til brug. For egne fremstillede aktiver omfatter kostprisen direkte og indirekte omkostninger til materialer, komponenter, underleverandører og lønforbrug.

Materielle anlægsaktiver afskrives lineært over den forventede brugstid til den forventede restværdi. Der foretages en individuel fastsættelse af større aktivers brugstid, mens brugstiden for øvrige aktiver fastsættes for grupper af ensartede aktiver.

Enkelte ejendomme betragtes som investeringsejendomme, der måles til markedsværdi. Der foretages ikke afskrivning på disse ejendomme.

Afskrivninger på bygninger foretages over 10-50 år. Der afskrives ikke på grunde. Øvrige anlægsaktiver afskrives over højst 10 år.

Aktiver, der har en levetid på 3 år eller derunder eller med en lav anskaffelsessum samt mindre forbedringsudgifter, udgiftsføres fuldt ud i anskaffelsesåret.

Materielle anlægsaktiver nedskrives til genindvindingsværdien, såfremt denne er lavere end den regnskabsmæssige værdi.

Fortjeneste og tab ved afhændelse af materielle anlægsaktiver indregnes i resultatopgørelsen og opgøres som forskellen mellem salgsprisen med fradrag af salgsomkostninger og den regnskabsmæssige værdi på salgstidspunktet.

Finansielt leasede aktiver indregnes til dagsværdi eller til nutidsværdien af de fremtidige leasingydelse, hvis denne er lavere. Ved beregning af nutidsværdien anvendes leasingaftalens interne rentefod som diskonteringsfaktor eller en tilnærmet værdi for denne.

Ved operationel leasing indregnes leasingydelse i resultatopgørelsen over kontraktens løbetid.

#### **Finansielle anlægsaktiver**

I moderselskabets balance indregnes kapitalandele i dattervirksomheder efter den indre værdis metode (equity-metoden). Dette indebærer, at kapitalandelene indregnes til den forholdsmæssigt ejede andel af virksomhedernes indre værdi opgjort efter koncernens regnskabspraksis med fradrag eller tillæg af urealiserede koncerninterne fortjenester/tab og med tillæg af goodwill eller fradrag af badwill.

I både moderselskabets og koncernens balance indregnes kapitalandele i associerede virksomheder til den forholdsmæssigt ejede andel af virksomhedernes indre værdi opgjort efter koncernens regnskabspraksis med fradrag eller tillæg af urealiserede koncerninterne avancer og tab og med tillæg af goodwill eller fradrag af badwill.

Dattervirksomheder og associerede virksomheder med negativ regnskabsmæssig indre værdi indregnes til nul, og et eventuelt tilgodehavende hos disse virksomheder nedskrives med moderselskabets andel af den negative indre værdi. Såfremt den regnskabsmæssige negative indre værdi overstiger tilgodehavendet, indregnes det resterende beløb under hensatte forpligtelser.

Nettoopskrivning af kapitalandele i dattervirksomheder og associerede virksomheder overføres under egenkapitalen til reserve for nettoopskrivning efter den indre værdis metode i det omfang, den regnskabsmæssige værdi overstiger kostprisen.

Tilgodehavender, der omfatter udlån af anlægskarakter samt andre langfristede tilgodehavender herunder børsnoterede obligationer, indregnes til amortiseret kostpris.

Andre værdipapirer og kapitalandele måles til dagsværdi.

### Omsætningsaktiver

#### Varebeholdninger

Varebeholdninger måles til kostpris efter FIFO-metoden. Er nettorealiseringsværdien lavere end kostprisen, nedskrives til denne lavere værdi.

Kostpris for handelsvarer samt råvarer og hjælpematerialer omfatter anskaffelsespris med til-læg af hjemtagelsesomkostninger.

Kostpris for fremstillede færdigvarer samt varer under fremstilling omfatter kostpris for råvarer, hjælpematerialer, direkte løn og indirekte produktionsomkostninger. Indirekte produktionsomkostninger indeholder indirekte materialer og løn samt vedligeholdelse af og afskrivning på de i produktionsprocessen benyttede maskiner, fabriksbygninger og udstyr samt omkostninger til fabriksadministration og ledelse. Renter indregnes ikke.

Ejendomme og ubebyggede grunde, som ikke anses for at være til vedvarende eje eller brug, opføres under omsætningsaktiver og indregnes til kostpris eller nettorealiseringsværdi, hvor denne er lavere.

Nettorealiseringsværdien opgøres som salgs-sum med fradrag af færdiggørelsesomkostninger og omkostninger, der afholdes for at effektivisere salget, og fastsættes under hensyn-tagen til omsættelighed, ukurans og udvikling i forventet salgpris.

#### Tilgodehavender

Tilgodehavender måles til amortiseret kostpris. Der nedskrives til imødegåelse af forventede tab.

#### Værdipapirer og kapitalandele

Værdipapirer og kapitalandele, som er børs-noterede, måles til dagsværdi på balancetidspunktet.

### Igangværende arbejder

Igangværende arbejder for fremmed regning måles til salgsværdien af det udførte arbejde. Salgsværdien opgøres på baggrund af færdiggørelsesgraden på balancedagen og de samlede forventede indtægter på det enkelte igangværende arbejde. Når salgsværdien ikke kan opgøres pålideligt, indregnes salgsværdien til de medgåede omkostninger eller nettorealiseringsværdien, hvis denne er lavere.

Hvis det er sandsynligt, at de totale omkostninger vil overstige de totale indtægter på et igangværende arbejde, foretages der reservation til imødegåelse af det samlede forventede tab på entreprisen.

### Egenkapital

#### Udbytte

Foreslået udbytte indregnes som en forpligtelse på tidspunktet for vedtagelse på general-

forsamlingen. Udbytte, som forventes udbetalt for året, vises som en særskilt post under egenkapitalen.

#### Egne aktier

Egne aktier indregnes til nul, og kostprisen nedskrives direkte på egenkapitalen. Salg og udbytte af egne aktier indregnes ligeledes direkte på egenkapitalen.

### Selskabsskat og udskudt skat

Aktuelle skatteforpligtelser og tilgodehavende aktuel skat indregnes i balancen som beregnet skat af årets skattepligtige indkomst, reguleret for skat af tidligere års skattepligtige indkomster samt for betalte acontoskatter.

Udskudt skat måles efter gældsmetoden og omfatter alle midlertidige forskelle mellem regnskabsmæssige og skattemæssige værdier af aktiver og forpligtelser bortset fra ikke-skattemæssigt afskrivningsberettiget goodwill og kontorejendomme.

Der hensættes endvidere udskudt skat til dækning af den genbeskatning af underskud i udenlandske virksomheder, der vurderes at blive aktuel ved udræden af sambeskatningen i Danmark.

Den skat, der vil fremkomme ved et eventuelt salg af finansielle anlægsaktier, hensættes ikke i balancen, såfremt aktierne ikke forventes afhændet inden for en kort periode.

Skatteværdien af fremførbare skattemæssige underskud indgår i opgørelsen af den udskudte skat, såfremt det er sandsynligt, at underskuddene vil blive udnyttet. Skatteaktiver opføres særskilt i balancen under omsætningsaktiver.

### Andre hensatte forpligtelser

Hensatte forpligtelser indregnes, når koncernen som følge af en tidligere begivenhed har en retlig eller faktisk forpligtelse, og det er sandsynligt, at indfrielse af forpligtelsen vil medføre et forbrug af selskabets økonomiske ressourcer.

Andre hensatte forpligtelser omfatter hensættelser til tab på igangværende arbejder og garantiforpligtelser.

### Finansielle gældsforpligtelser

Gæld til realkreditinstitutter og kreditinstitutter indregnes ved låneoptagelse til det modtagne provenu efter fradrag af afholdte transaktionsomkostninger. De finansielle gældsforpligtelser indregnes i de efterfølgende perioder til amortiseret kostpris svarende til den kapitaliserede værdi ved anvendelse af den effektive rente, således at forskellen mellem provenuet og den nominelle værdi indregnes i resultatopgørelsen over låneperioden.

Den kapitaliserede restleasingforpligtelse på finansielle leasingkontrakter indregnes under finansielle gældsforpligtelser.

Andre gældsforpligtelser, som bl.a. omfatter gæld til leverandører, dattervirksomheder og associerede virksomheder samt anden gæld indregnes i balancen til amortiseret kostpris.

### Pengestrømsopgørelsen

Pengestrømsopgørelsen for koncernen opstilles efter den indirekte metode med udgangspunkt i resultat før skat.

Pengestrømsopgørelsen viser koncernens pengestrømme for året opdelt på drifts-, investerings- og finansieringsaktivitet, samt hvorledes disse pengestrømme har påvirket koncernens likviditet herunder likviditeten ved årets begyndelse og slutning.

Pengestrøm fra driften opgøres som resultat før skat reguleret for ikke kontante driftsposter, betalte selskabsskatter samt ændring i driftskapitalen.

Pengestrøm anvendt til investeringer omfatter køb og salg af immaterielle, materielle og finansielle anlægsaktiver reguleret for ændringer i tilgodehavender og gæld vedrørende nævnte poster.

Pengestrøm fra finansiering omfatter betalinger til og fra aktionærer samt optagelse af og afdrag på langfristet gæld.

Likviditet pr. 31.12. består af værdipapirer og likvide midler med fradrag af kortfristet bankgæld. Til likviditeten medregnes beholdningen af børsnoterede obligationer uanset restløbetidens længde.

### Segmentoplysninger

Der gives oplysninger på de væsentligste forretningsmæssige og geografiske segmenter. Segmentoplysningerne følger koncernens regnskabspraksis og interne økonomistyring. Der er en samlet segmentoversigt på side 32, og i årsrapporterne for Dyrup og MT Højgaard, som er en integreret del af Monberg & Thorsens årsrapport, er der en detaljeret beskrivelse af disse forretningssegmenter.

### Nøgletal

Nøgletal er udarbejdet i overensstemmelse med Den Danske Finansanalytikerforenings vejledning i nøgletalsberegning. De væsentligste nøgletal er defineret på side 4.



## PENGESTRØMSOPGØRELSE FOR KONCERNEN (mio. kr.)

	2003	2002
<b>Resultat før skat</b>	<b>162,2</b>	-65,8
<b>Regulering for ikke kontante poster</b>		
Afskrivninger	156,8	169,3
Resultatandel i associerede virksomheder	-20,7	-17,3
Hensættelser	-31,7	152,4
Andre reguleringer (inkl. valutakursregulering)	-10,3	-17,6
Betalt selskabsskat	-49,8	-30,0
	<u>206,5</u>	<u>191,0</u>
<b>Ændring i driftskapital</b>		
Varebeholdninger og tilgodehavender	125,1	145,1
Igangværende arbejder og hensættelser	121,8	-217,5
Forudbetalinger fra kunder	-7,5	-20,2
Kreditorer og anden gæld	-222,0	49,0
	<u>-222,0</u>	<u>49,0</u>
<b>Pengestrøm fra driften</b>	<b>223,9</b>	147,4
<b>Investeringer</b>		
Immaterielle anlægsaktiver	2,1	1,3
Køb af materielle anlægsaktiver	111,0	201,8
Salg af materielle anlægsaktiver	-26,3	-110,9
Finansielle anlægsaktiver	-0,3	28,7
Køb og salg af virksomheder	-	0,8
Sammenlægningsomkostninger	-	14,1
	<u>-</u>	<u>14,1</u>
<b>Pengestrøm anvendt til investeringer</b>	<b>86,5</b>	135,8
<b>Pengestrøm før finansiering</b>	<b>137,4</b>	11,6
<b>Finansiering</b>		
Betalt udbytte til aktionærer	-32,2	-41,5
Køb af egne aktier	-	-70,3
Minoritetsinteresser	5,2	1,0
Optagelse af langfristede lån	21,8	54,3
Afdrag på langfristede lån	-134,2	-30,3
	<u>-134,2</u>	<u>-30,3</u>
<b>Pengestrøm fra finansiering</b>	<b>-139,4</b>	-86,8
<b>Årets ændring i likviditeten</b>	<b>-2,0</b>	-75,2
Likviditet pr. 01.01.	107,1	182,3
Urealiseret kursregulering på værdipapirer	0,5	-
	<u>0,5</u>	<u>-</u>
<b>Likviditet pr. 31.12.</b>	<b>105,6</b>	107,1
som består af:		
Værdipapirer	98,2	211,1
Likvide midler	206,5	227,4
Kortfristet bankgæld	-199,1	-331,4
	<u>-199,1</u>	<u>-331,4</u>
	<b>105,6</b>	107,1

*Pengestrømsopgørelsen kan ikke udledes alene af det offentliggjorte materiale.*

## RESULTATOPGØRELSE (mio. kr.)

MODERSELSKAB		Note	KONCERN		
2002	2003		2003	2002	
		1	<b>Nettoomsætning</b>	5.395,8	6.169,6
		2	Produktionsomkostninger	4.414,5	5.391,4
			<b>Bruttoresultat</b>	<b>981,3</b>	778,2
-68,0	159,0	3	Andel af resultat før skat i dattervirksomheder	-	-
-	-	4	Andel af resultat før skat i associerede virksomheder	20,7	17,3
-	-	2	Salgs- og distributionsomkostninger	554,4	557,8
10,7	8,9	2	Administrationsomkostninger	281,6	296,0
-	-	5	Andre driftsindtægter	15,1	13,5
-78,7	<b>150,1</b>		<b>Resultat af primær drift</b>	<b>181,1</b>	-44,8
12,3	9,4	6	Finansielle indtægter	23,1	32,7
0,5	0,4	7	Finansielle omkostninger	42,0	53,7
-66,9	<b>159,1</b>	8	<b>Resultat før skat</b>	<b>162,2</b>	-65,8
12,0	45,0	9	Selskabsskat	45,0	12,0
		10	<b>Koncernvirksomhedens resultat</b>	<b>117,2</b>	-77,8
			Minoritetsinteressernes andel	3,1	1,1
-78,9	<b>114,1</b>		<b>Monberg &amp; Thorsens andel af årets resultat</b>	<b>114,1</b>	-78,9
		11	<b>Medarbejderforhold</b>		

	2003	2002
<b>Forslag til resultatdisponering</b>		
Reserve for opskrivning efter indre værdis metode	114,1	-75,2
Overført resultat	-43,0	-35,9
Foreslået udbytte	43,0	32,2
	<b>114,1</b>	<b>-78,9</b>



## BALANCE PR. 31. DECEMBER (mio. kr.)

## AKTIVER

MODERSELSKAB		Note	KONCERN		
2002	2003		2003	2002	
<b>Anlægsaktiver</b>					
<b>Immaterielle anlægsaktiver</b>					
		12	Goodwill	99,6	110,9
		13	Varemærker og distributionsrettigheder	48,0	62,8
				<u>147,6</u>	<u>173,7</u>
<b>Materielle anlægsaktiver</b>					
-	-	14	Grunde og bygninger	516,1	530,7
-	-	15	Tekniske anlæg og maskiner	309,9	341,4
0,6	0,6	16	Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	112,1	106,6
-	-	17	Materielle anlægsaktiver der er leaset	58,1	67,3
-	-	18	Indretning af lejede lokaler mv.	2,9	2,3
-	-	19	Forudbetalinger samt anlæg under udførelse	18,4	12,6
<u>0,6</u>	<u>0,6</u>			<u>1.017,5</u>	<u>1.060,9</u>
<b>Finansielle anlægsaktiver</b>					
907,6	1.079,9	20	Kapitalandele i dattervirksomheder	-	-
-	-	21	Kapitalandele i associerede virksomheder	82,5	70,7
-	-	22	Tilgodehavender hos associerede virksomheder	25,0	25,0
<u>0</u>	<u>0</u>	23	Andre værdipapirer og kapitalandele	35,9	35,3
<u>907,6</u>	<u>1.079,9</u>			<u>143,4</u>	<u>131,0</u>
<u>908,2</u>	<u>1.080,5</u>			<u>1.308,5</u>	<u>1.365,6</u>
<b>Anlægsaktiver i alt</b>					
<b>Omsætningsaktiver</b>					
<b>Varebeholdninger</b>					
		24	Varebeholdninger	246,6	272,1
		25	Omsætningsejendomme	180,7	168,3
				<u>427,3</u>	<u>440,4</u>
<b>Tilgodehavender</b>					
-	-		Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	898,0	958,5
-	-	32	Igangværende arbejder for fremmed regning	-	61,8
115,0	118,3		Tilgodehavender hos dattervirksomheder	-	-
-	-		Tilgodehavender hos associerede virksomheder	1,5	0,3
-	-	29	Skatteaktiv	45,7	44,8
5,1	0,6		Andre tilgodehavender	83,4	130,3
-	-		Periodeafgrænsningsposter	33,5	36,4
<u>120,1</u>	<u>118,9</u>			<u>1.062,1</u>	<u>1.232,1</u>
<u>172,5</u>	<u>42,4</u>	26	Værdipapirer og kapitalandele	98,2	211,1
<u>0</u>	<u>0</u>			<u>206,5</u>	<u>227,4</u>
<u>292,6</u>	<u>161,3</u>			<u>1.794,1</u>	<u>2.111,0</u>
<u>1.200,8</u>	<u>1.241,8</u>			<u>3.102,6</u>	<u>3.476,6</u>
<b>Aktiver i alt</b>					
		27	Sikkerhedsstillelse i og pantsætning af aktiver		

## BALANCE PR. 31. DECEMBER (mio. kr.)

## PASSIVER

MODERSELSKAB		Note	KONCERN	
2002	2003		2003	2002
			<b>Egenkapital</b>	
75,7	71,7	28	Aktiekapital	71,7 75,7
170,2	204,4		Reserve for nettoopskrivning efter indre værdis metode	- -
853,7	884,7		Overført resultat	1.089,1 1.023,9
32,2	43,0		Foreslået udbytte	43,0 32,2
<u>1.131,8</u>	<u>1.203,8</u>		<b>Monberg &amp; Thorsens andel af egenkapitalen</b>	<b>1.203,8</b> 1.131,8
			<b>Minoritetsinteressernes andel af egenkapitalen</b>	<b>8,6</b> 3,4
				<u>1.212,4</u> 1.135,2
			<b>Hensatte forpligtelser</b>	
10,1	12,2	29	Udskudt skat	72,1 71,8
0	0	30	Andre hensatte forpligtelser	43,1 167,0
<u>10,1</u>	<u>12,2</u>			<b>115,2</b> 238,8
		31	<b>Langfristede gældsforpligtelser</b>	
			Prioritetsgæld	68,9 54,5
			Kreditinstitutter	309,3 374,5
				<b>378,2</b> 429,0
		32	<b>Igangværende arbejder for fremmed regning</b>	<b>152,3</b> -
			<b>Kortfristede gældsforpligtelser</b>	
-	-		Langfristet gæld, forfalden næste år	36,9 97,6
29,9	1,9		Bankgæld	199,1 331,4
-	-		Modtagne forudbetalinger fra kunder	25,1 32,7
0,3	0,3		Leverandører af varer og tjenesteydelser	528,2 619,6
0,7	0,7		Gæld til dattervirksomheder	- -
15,6	10,8		Selskabsskat	4,5 27,1
12,4	12,1		Anden gæld	424,3 505,0
-	-		Periodeafgrænsningsposter	26,4 60,2
<u>58,9</u>	<u>25,8</u>			<b>1.244,5</b> 1.673,6
<u>1.200,8</u>	<u>1.241,8</u>		<b>Passiver i alt</b>	<b>3.102,6</b> 3.476,6
		33	<b>Eventualforpligtelser mv.</b>	
		34	<b>Finansielle instrumenter</b>	

## EGENKAPITALOPGØRELSE

	Aktie- kapital	Reserve efter indre værdi- metode	Overført resultat	Foreslået udbytte	I alt
<b>Moderselskab</b>					
Balanceværdi pr. 01.01.02	75,7	341,4	859,9	41,5	1.318,5
Modtaget/betalt udbytte		-100,0	100,0	-41,5	-41,5
Overført fra resultat			-78,9		-78,9
Øvrige reguleringer		4,0			4,0
Overført fra reserve for nettoopskrivninger		-75,2	75,2		0
Køb af egne aktier			-70,3		-70,3
Overført til foreslået udbytte			-32,2	32,2	0
Balanceværdi pr. 31.12.02	75,7	170,2	853,7	32,2	1.131,8
Nedsættelse af aktiekapitalen	-4,0		4,0		0
Modtaget/betalt udbytte		-70,0	70,0	-32,2	-32,2
Overført fra resultat			114,1		114,1
Overført til reserve for nettoopskrivninger		114,1	-114,1		0
Øvrige reguleringer		-9,9			-9,9
Overført til foreslået udbytte			-43,0	43,0	0
Balanceværdi 31.12.03	71,7	204,4	884,7	43,0	1.203,8
		<b>Aktie- kapital</b>	<b>Overført resultat</b>	<b>Foreslået udbytte</b>	<b>I alt</b>
<b>Koncern</b>					
Koncernegenkapital pr. 01.01.02		75,7	1.203,7	41,5	1.320,9
Betalt udbytte				-41,5	-41,5
Overført fra resultat			-77,8		-77,8
Kursreguleringer mv.			2,9		2,9
Kursregulering af sikringsinstrumenter ultimo			1,0		1,0
Køb af egne aktier			-70,3		-70,3
Overført til foreslået udbytte			-32,2	32,3	0
Koncernegenkapital pr. 31.12.02		75,7	1.027,3	32,2	1.135,2
Heraf minoritetsaktionærernes andel			3,4		3,4
Monberg & Thorsens andel af koncernegenkapitalen pr. 31.12.02		75,7	1.023,9	32,2	1.131,8
Koncernegenkapital pr. 01.01.03		75,7	1.027,3	32,2	1.135,2
Nedsættelse af aktiekapitalen	-4,0		4,0		0
Betalt udbytte				-32,2	-32,2
Overført fra resultat			117,2		117,2
Kursreguleringer mv.			-7,4		-7,4
Kursregulering af sikringsinstrumenter			-2,4		-2,4
Salg af minoritetsandele			2,0		2,0
Overført til foreslået udbytte			-43,0	43,0	0
Koncernegenkapital pr. 31.12.03		71,7	1.097,7	43,0	1.212,4
Heraf minoritetsaktionærernes andel			8,6		8,6
Monberg & Thorsens andel af koncernegenkapitalen pr. 31.12.03		71,7	1.089,1	43,0	1.203,8

Akkumuleret nettokurstab fra 01.01.02, som er indregnet direkte på egenkapitalen vedrørende udenlandske dattervirksomheder, udgør 2,0 mio. kr. pr. 31.12.03, og årets kurstab udgør 7,0 mio. kr.

## NOTER TIL REGNSKABET (mio. kr.)

	MODERSELSKAB		KONCERN	
	2002	2003	2003	2002

**Note 1****Koncernens nettoomsætning fordeler sig således**

Indland			3.507,1	4.113,8
Udland			<u>1.888,7</u>	<u>2.055,8</u>
			<u>5.395,8</u>	<u>6.169,6</u>

**Note 2****Afskrivninger indgår i**

Produktionsomkostninger	-	-	102,2	111,6
Salgs- og distributionsomkostninger	-	-	41,5	41,0
Administrationsomkostninger	<u>0,2</u>	<u>0,2</u>	<u>13,1</u>	<u>16,7</u>
	<u>0,2</u>	<u>0,2</u>	<u>156,8</u>	<u>169,3</u>

**Revisionshonorar**

Samlet honorar til revisor for det forløbne regnskabsår				
KPMG C.Jespersen	0,2	0,3	5,0	6,9
Ernst & Young	-	0,1	3,6	-
Grant Thornton	<u>0,1</u>	-	-	<u>0,1</u>
	<u>0,3</u>	<u>0,4</u>	<u>8,6</u>	<u>7,0</u>
heraf andre ydelser end revision				
KPMG C.Jespersen	-	0,1	1,8	4,1
Ernst & Young	-	-	0,8	-
	-	0,1	2,6	4,1

**Note 3****Moderselskabets andel af resultat  
før skat i dattervirksomheder**

Dyrup	116,2	115,2		
MT Højgaard	-205,6	19,0		
Palais Ostende	4,6	7,6		
Monberg & Thorsen Oil	17,1	17,5		
S&L Invest 1	0,3	-		
Saabye & Lerche	<u>-0,6</u>	<u>-0,3</u>		
	<u>-68,0</u>	<u>159,0</u>		

**Note 4****Koncernens andel af resultat  
før skat i associerede virksomheder**

Danish Petroleum Enterprise			20,9	19,6
Øvrige			<u>-0,2</u>	<u>-2,3</u>
			<u>20,7</u>	<u>17,3</u>

**Note 5****Andre driftsindtægter**

Ejendommens drift, netto			8,5	6,4
Andre indtægter			<u>6,6</u>	<u>7,1</u>
			<u>15,1</u>	<u>13,5</u>

**Note 6****Finansielle indtægter**

Værdipapirer	8,2	4,5	6,2	14,7
Likvide beholdninger	0,4	0,3	14,1	13,9
Dattervirksomheder	3,7	4,6	-	-
Diverse	-	-	2,8	4,1
	<u>12,3</u>	<u>9,4</u>	<u>23,1</u>	<u>32,7</u>

	MODERSELSKAB		KONCERN	
	2002	2003	2003	2002

**Note 7****Finansielle omkostninger**

Langfristede gældsforpligtelser	-	-	19,9	22,5
Kortfristede gældsforpligtelser	0,5	0,4	15,6	23,0
Diverse	-	-	6,5	8,2
	<u>0,5</u>	<u>0,4</u>	<u>42,0</u>	<u>53,7</u>

**Note 8****Resultat før skat**

Moderselskabets resultat for andel af resultat i datter- og associerede virksomheder			0,1	1,1
Dyrup			115,2	116,2
MT Højgaard			22,0	-204,4
Øvrige selskaber mv.			<u>24,9</u>	<u>21,3</u>
			<u>162,2</u>	<u>-65,8</u>

**Note 9****Selskabsskat**

Aktuel skat i koncernvirksomheder	10,4	42,9	43,7	47,5
Associerede virksomheder	-	-	6,8	6,3
Ændring i udskudt skat	1,6	2,1	-0,5	-39,3
Regulering vedr. tidligere år	-	-	<u>-5,0</u>	<u>-2,5</u>
	<u>12,0</u>	<u>45,0</u>	<u>45,0</u>	<u>12,0</u>

**Afstemning af skatteprocent**

Dansk skatteprocent	30%	30%
Afvigelse i udenlandske virksomheders skatteprocent	-3%	-45%
Andet herunder regulering vedrørende tidligere år	<u>-1%</u>	<u>1%</u>

Effektiv skatteprocent for ikke skattemæssige fradragsberettigede afskrivninger på immaterielle anlægsaktiver	26%	-14%
Ikke fradragsberettigede afskrivninger af goodwill og varemærkerettigheder	<u>2%</u>	<u>-4%</u>
Effektiv skatteprocent	<u>28%</u>	<u>-18%</u>

Afvigelsen i 2002 i udenlandske virksomheders skatteprocent skyldes først og fremmest manglende mulighed for sambeskatning med MT Højgaard.

**Note 10****Koncernvirksomhedens resultat**

Moderselskabets resultat for andel af resultat i datter- og associerede virksomheder			0,1	-3,6
Dyrup			84,8	83,8
MT Højgaard			15,4	-173,0
Øvrige selskaber			<u>16,9</u>	<u>15,0</u>
			<u>117,2</u>	<u>-77,8</u>

## NOTER TIL REGNSKABET (mio. kr.)

	MODERSELSKAB		KONCERN	
	2002	2003	2003	2002
<b>Note 11</b>				
<b>Medarbejderforhold</b>				
Lønninger, gager og vederlag	6,5	5,7	1.246,4	1.365,2
Pensionsbidrag	0,1	0,2	56,1	60,1
Andre omkostninger til social sikring	-	-	81,4	74,1
	<u>6,6</u>	<u>5,9</u>	<u>1.383,9</u>	<u>1.499,4</u>

Heraf udgør lønninger og vederlag til moderselskabets

Bestyrelse	<u>2,3</u>	<u>1,7</u>	<u>2,7</u>	<u>3,4</u>
Direktion	<u>1,5</u>	<u>1,5</u>	<u>2,2</u>	<u>2,1</u>
Gennemsnitligt antal ansatte	<u>6</u>	<u>6</u>	<u>3.705</u>	<u>4.050</u>

Der er ikke i Monberg & Thorsen indført incitamentsafklønning til bestyrelsen eller direktionen. Direktionen aflønnes med fast gage. Pensionsalderen for direktionen er 65 år, og der er ikke aftalt fratrædelsesordning. I de tilknyttede virksomheder er der indført bonusafklønning for de øverste ledelseslag.

Honoraret for 2003 er uændret 150.000 kr. for menige medlemmer af bestyrelsen med tillæg til formand og næstformand. Ud over det normale honorar kan der til varetagelse af særlige opgaver, der varetages af formand eller medlemmer, betales et honorar, dog således at intet bestyrelsesmedlem kan modtage et samlet honorar på mere end to gang det ordinære honorar, der i øvrigt modtages.

Der er for nærværende ikke nedsat faste bestyrelsesudvalg.

### Note 12

#### Goodwill

Kostpris pr. 01.01.			202,5	206,5
Kursregulering			-0,3	-0,9
Tilgang			-	1,4
Afgang			-0,5	-4,5
Kostpris pr. 31.12.			<u>201,7</u>	<u>202,5</u>
Afskrivninger pr. 01.01.			91,6	82,0
Kursregulering			-0,4	-0,8
Afskrivninger vedr. årets afgang			-0,6	-3,3
Årets afskrivninger			11,5	13,7
Afskrivninger pr. 31.12.			<u>102,1</u>	<u>91,6</u>
Balanceværdi pr. 31.12.			<u>99,6</u>	<u>110,9</u>

### Note 13

#### Varemærker og distributionsrettigheder

Kostpris pr. 01.01.			121,2	120,1
Kursregulering			0,2	-0,2
Tilgang			2,1	1,3
Kostpris pr. 31.12.			<u>123,5</u>	<u>121,2</u>
Afskrivninger pr. 01.01.			58,4	41,4
Kursregulering			0,2	-0,1
Årets afskrivninger			16,9	17,1
Afskrivninger pr. 31.12.			<u>75,5</u>	<u>58,4</u>
Balanceværdi pr. 31.12.			<u>48,0</u>	<u>62,8</u>

	MODERSELSKAB		KONCERN	
	2002	2003	2003	2002

### Note 14

#### Grunde og bygninger

Kostpris pr. 01.01.			632,6	641,4
Reklassifikation mv.			-2,6	-
Kursregulering			-1,4	-2,2
Tilgang			6,7	39,9
Afgang			-8,1	-46,5
Kostpris pr. 31.12.			<u>627,2</u>	<u>632,6</u>
Af- og nedskrivninger pr. 01.01.			101,9	98,7
Kursregulering			-0,8	-0,6
Afskrivninger vedr. årets afgang			-7,0	-12,9
Årets afskrivninger			17,0	16,7
Af- og nedskrivninger pr. 31.12.			<u>111,1</u>	<u>101,9</u>
Balanceværdi pr. 31.12.			<u>516,1</u>	<u>530,7</u>

I grunde og bygninger indgår investeringsejendomme med en bogført værdi på 143 mio. kr.

#### Ejendomsvurderinger

Udenlandske ejendomme:				
Bogført værdi			108,3	114,1
Danske ejendomme:				
Kontantværdi pr. 01.01.			402,5	388,5
Ikke vurderede tilgange			-	-
			<u>510,8</u>	<u>502,6</u>

### Note 15

#### Tekniske anlæg og maskiner

Kostpris pr. 01.01.			781,5	724,5
Reklassifikation mv.			-14,3	61,9
Kursregulering			-5,0	-4,3
Tilgang			63,0	104,5
Afgang			-58,7	-105,1
Kostpris pr. 31.12.			<u>766,5</u>	<u>781,5</u>
Afskrivninger pr. 01.01.			440,1	397,9
Reklassifikation mv.			-7,3	18,6
Kursregulering			-1,0	-1,2
Afskrivninger vedr. årets afgang			-47,9	-56,8
Årets afskrivninger			72,7	81,6
Afskrivninger pr. 31.12.			<u>456,6</u>	<u>440,1</u>
Balanceværdi pr. 31.12.			<u>309,9</u>	<u>341,4</u>

	MODERSELSKAB		KONCERN		MODERSELSKAB		KONCERN	
	2002	2003	2003	2002	2002	2003	2003	2002
<b>Note 16</b>								
<b>Andre anlæg, driftsmateriel og inventar</b>								
Kostpris pr. 01.01.	1,2	1,4	232,9	294,2				
Reklassifikation mv.	-	-	14,5	-56,9				
Kursregulering	-	-	-1,2	-2,2				
Tilgang	0,2	0,4	33,0	24,2				
Afgang	-	-0,3	-23,9	-26,4				
Kostpris pr. 31.12.	<u>1,4</u>	<u>1,5</u>	<u>255,3</u>	<u>232,9</u>				
Afskrivninger pr. 01.01.	0,6	0,8	126,3	127,0				
Reklassifikation mv.	-	-	8,0	-14,5				
Kursregulering	-	-	-0,9	-2,1				
Afskrivninger vedr. årets afgang	-	-0,1	-20,6	-17,0				
Årets afskrivninger	<u>0,2</u>	<u>0,2</u>	<u>30,4</u>	<u>32,9</u>				
Afskrivninger pr. 31.12.	<u>0,8</u>	<u>0,9</u>	<u>143,2</u>	<u>126,3</u>				
Balanceværdi pr. 31.12.	<u>0,6</u>	<u>0,6</u>	<u>112,1</u>	<u>106,6</u>				
<b>Note 17</b>								
<b>Materielle anlægsaktiver der er leaset</b>								
Kostpris pr. 01.01.			90,7	62,0				
Tilgang			2,1	29,4				
Afgang			-4,9	-0,7				
Kostpris pr. 31.12.			<u>87,9</u>	<u>90,7</u>				
Afskrivninger pr. 01.01.			23,4	15,3				
Afskrivninger vedr. årets afgang			-4,1	-0,4				
Årets afskrivninger			<u>10,5</u>	<u>8,5</u>				
Afskrivninger pr. 31.12.			<u>29,8</u>	<u>23,4</u>				
Balanceværdi pr. 31.12.			<u>58,1</u>	<u>67,3</u>				
Der består af								
Grunde og bygninger			2,2	3,2				
Tekniske anlæg og maskiner			52,5	61,1				
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar			<u>3,4</u>	<u>3,0</u>				
			<u>58,1</u>	<u>67,3</u>				
<b>Note 18</b>								
<b>Indretning af lejede lokaler mv.</b>								
Kostpris pr. 01.01.			8,0	6,0				
Kursregulering			-0,2	-0,4				
Tilgang			<u>0,8</u>	<u>2,4</u>				
Kostpris pr. 31.12.			<u>8,6</u>	<u>8,0</u>				
Afskrivninger pr. 01.01.			5,7	5,9				
Kursregulering			-0,3	-0,4				
Årets afskrivninger			<u>0,3</u>	<u>0,2</u>				
Afskrivninger pr. 31.12.			<u>5,7</u>	<u>5,7</u>				
Balanceværdi pr. 31.12.			<u>2,9</u>	<u>2,3</u>				
<b>Note 19</b>								
<b>Forudbetalinger samt anlæg under udførelse</b>								
Kostpris pr. 01.01.			12,6	14,4				
Tilgang			13,5	12,6				
Afgang			-7,7	-14,4				
Balanceværdi pr. 31.12.			<u>18,4</u>	<u>12,6</u>				
<b>Note 20</b>								
<b>Kapitalandele i dattervirksomheder</b>								
Kostpris pr. 01.01.			762,2	762,2				
Tilgang			-	138,0				
Kostpris pr. 31.12.			<u>762,2</u>	<u>900,2</u>				
Op-/nedskrivninger pr. 01.01.			316,6	145,4				
Modtaget udbytte			-100,0	-70,0				
Fra resultatopgørelsen			-75,2	114,1				
Kursregulering			5,9	-9,8				
Øvrige reguleringer			-1,9	0				
Op-/nedskrivninger pr. 31.12.			<u>145,4</u>	<u>179,7</u>				
Balanceværdi pr. 31.12.			<u>907,6</u>	<u>1.079,9</u>				
<b>Moderselskabets bogførte værdi af egenkapitalen i</b>								
Dyrup			572,7	580,5				
MT Højgaard			230,7	381,0				
Palais Ostende			95,5	101,2				
Monberg & Thorsen Oil			37,1	45,7				
Øvrige selskaber			<u>1,6</u>	<u>1,5</u>				
			937,6	1.109,9				
Koncernregulering			-30,0	-30,0				
Balanceværdi pr. 31.12.			<u>907,6</u>	<u>1.079,9</u>				
<b>Note 21</b>								
<b>Kapitalandele i associerede virksomheder</b>								
Kostpris pr. 01.01.					55,6	52,4		
Tilgang					-	4,1		
Afgang					-0,6	-0,9		
Kostpris pr. 31.12.					<u>55,0</u>	<u>55,6</u>		
Op-/nedskrivninger pr. 01.01.					15,1	1,7		
Afgang					-	-0,1		
Fra resultatopgørelsen					16,2	12,1		
Øvrige reguleringer					-3,8	1,4		
Op-/nedskrivninger pr. 31.12.					<u>27,5</u>	<u>15,1</u>		
Balanceværdi pr. 31.12.					<u>82,5</u>	<u>70,7</u>		
<b>Note 22</b>								
<b>Tilgodehavender hos associerede virksomheder</b>								
Kostpris pr. 01.01.					25,0	-		
Tilgang ansvarlig lånekapital					-	25,0		
Balanceværdi pr. 31.12.					<u>25,0</u>	<u>25,0</u>		
<b>Note 23</b>								
<b>Andre værdipapirer og kapitalandele</b>								
Kostpris pr. 01.01.			0	0	32,9	35,3		
Tilgang			-	-	-	-		
Afgang			-	-	-	-2,4		
Kostpris pr. 31.12.			<u>0</u>	<u>0</u>	<u>32,9</u>	<u>32,9</u>		
Op-/nedskrivninger pr. 01.01.					2,4	2,0		
Årets op-/nedskrivninger					0,6	0,4		
Op-/nedskrivninger pr. 31.12.					<u>3,0</u>	<u>2,4</u>		
Balanceværdi pr. 31.12.			<u>0</u>	<u>0</u>	<u>35,9</u>	<u>35,3</u>		

# NOTER TIL REGNSKABET (mio. kr.)

	MODERSELSKAB		KONCERN	
	2002	2003	2003	2002
<b>Note 24</b>				
<b>Varebeholdninger</b>				
Råvarer og hjælpematerialer			66,6	76,7
Varer under fremstilling			5,2	9,8
Færdigvarer			174,8	185,6
Balance pr. 31.12.			246,6	272,1

	MODERSELSKAB		KONCERN	
	2002	2003	2003	2002
<b>Note 25</b>				
<b>Omsætningsjendomme</b>				
Balanceværdi pr. 01.01.			168,3	186,1
Reklassifikation mv.			6,1	-
Tilgang			19,1	4,6
Afgang			-12,8	-22,4
Balanceværdi pr. 31.12.			180,7	168,3

	MODERSELSKAB		KONCERN	
	2002	2003	2003	2002
<b>Note 26</b>				
<b>Værdipapirer og kapitalandele*</b>				
Består primært af børsnoterede obligationer.				

	MODERSELSKAB		KONCERN	
	2002	2003	2003	2002
<b>Note 27</b>				
<b>Sikkerhedsstillelse i og pantsætning af aktiver ud over prioritetsgæld</b>				
Obligationer			0,2	5,2
Ejerpantebreve			147,4	131,8
Bogført værdi af pantsatte ejendomme			179,7	159,2

	MODERSELSKAB		KONCERN	
	2002	2003	2003	2002
<b>Note 28</b>				
Aktiekapitalen og ændringer heri kan i 2003 og de foregående 4 år specificeres således				

	A-aktier	B-aktier	I alt
Aktiekapital pr. 01.01.1999	15,4	96,9	112,3
Nedsættelse vedtaget 29.08.2000	0	-22,2	-22,2
Aktiekapital pr. 31.12.2000	15,4	74,7	90,1
Nedsættelse vedtaget 02.05.2001	0	-8,5	-8,5
Nedsættelse vedtaget 19.12.2001	0	-5,9	-5,9
Aktiekapital pr. 31.12.2001 og 31.12.2002	15,4	60,3	75,7
Nedsættelse vedtaget 30.04.2003	0	-4,0	-4,0
Aktiekapital pr. 31.12.2003	15,4	56,3	71,7
Antal stk. à kr. 20 pr. aktie	768.000	2.817.000	3.585.000

	MODERSELSKAB		KONCERN	
	2002	2003	2003	2002
<b>Note 29</b>				
<b>Udskudt skat</b>				
Udskudt skat pr. 01.01.	8,5	10,1	71,8	85,3
Ændring vedrørende årets resultat	1,6	2,1	-0,6	-39,3
Regulering vedrørende tidligere år	-	-	-	-0,2
Heraf aktiveret	-	-	0,9	26,0
Udskudt skat pr. 31.12.	10,1	12,2	72,1	71,8

\* De finansielle instrumenter mv. er yderligere omtalt i regnskabsberetningen på side 17 og under finansielle risici på side 10.

	Udskudte skatteaktiver	Udskudte skatteforpligtelser	Udskudt skat, netto
Specifikation af udskudt skat for koncernen			
Immaterielle anlægsaktiver	2,1	11,9	9,8
Materielle anlægsaktiver	29,8	68,8	39,0
Finansielle anlægsaktiver	0	13,6	13,6
Omsætningsaktiver	1,8	38,8	37,0
Hensatte forpligtelser	5,6	-	-5,6
Gældsforpligtelser	63,8	-	-63,8
Skattemæssige underskud	3,6	-	-3,6
Skatteaktiver og skatteforpligtelser, brutto	106,7	133,1	26,4
Modregning	61,0	61,0	0
Balanceværdi pr. 31.12.	45,7	72,1	26,4

	MODERSELSKAB		KONCERN	
	2002	2003	2003	2002

	MODERSELSKAB		KONCERN	
	2002	2003	2003	2002
<b>Note 30</b>				
<b>Hensatte forpligtelser</b>				
Engagementsrisici			38,8	165,2
Øvrige			4,3	1,8
Balanceværdi pr. 31.12.			43,1	167,0

	MODERSELSKAB		KONCERN	
	2002	2003	2003	2002
<b>Note 31</b>				
<b>Langfristede gældsforpligtelser*</b>				
Forfalden senere end 5 år			82,5	120,4

	MODERSELSKAB		KONCERN	
	2002	2003	2003	2002
<b>Note 32</b>				
<b>Igangværende arbejder for fremmed regning</b>				
Acontofakturering			2.573,3	2.480,6
Entreprisekontrakter for fremmed regning (salgsværdi)			-2.421,0	-2.542,4
Balanceværdi pr. 31.12.			152,3	-61,8

	MODERSELSKAB		KONCERN	
	2002	2003	2003	2002
<b>Note 33</b>				
<b>Eventualforpligtelser mv.</b>				
Operationelle leasingforpligtelser primært i MT Højgaard jf. note 23 i vedlagte årsrapport			163,8	163,8
Kautions- og garantiforpligtelser			0,9	0,9
Arbejds- og betalingsgarantier			1.202,0	1.368,9

Monberg & Thorsen indestår indtil år 2008 for MT Højgaard's opfyldelse af forpligtelser på Storebæltstunnellen inden for den sædvanlige 20 års garantiperiode for anlægsarbejder.

	MODERSELSKAB		KONCERN	
	2002	2003	2003	2002
<b>Konsortier</b>				
Koncernen deltager i en række entreprenørkonsortier, hvorom kan oplyses:				
Samlet gæld			137,6	166,5
Heraf indeholdt i balancen			74,3	85,7

De tilhørende aktiver overstiger gældsforpligtelser i konsortierne.

	MODERSELSKAB		KONCERN	
	2002	2003	2003	2002
<b>Note 34</b>				
<b>Finansielle instrumenter*</b>				
Markedsværdi af åbne valutaterminsforretninger			42,6	11,0

Der er udelukkende tale om sikringsinstrumenter.



# KONCERNREGNSKAB I EURO (mio. EUR)

Omregningskursen er den officielle kurs pr. 31.12.

<b>RESULTATOPGØRELSE</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>	<b>BALANCE PR. 31. DECEMBER</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>
<b>Nettoomsætning</b>	724,8	831,0	<b>AKTIVER</b>		
Produktionsomkostninger	<u>593,0</u>	<u>726,2</u>	<b>Anlægsaktiver</b>		
<b>Bruttoresultat</b>	<b>131,8</b>	104,8	Immaterielle anlægsaktiver		
Andel af resultat før skat i associerede virksomheder	2,8	2,3	Goodwill	13,4	14,9
Salgs- og distributionsomkostninger	74,5	75,1	Varemærker og distributionsrettigheder	<u>6,4</u>	<u>8,5</u>
Administrationsomkostninger	37,8	39,8		<b>19,8</b>	<b>23,4</b>
Andre driftsindtægter	<u>2,0</u>	<u>1,8</u>	<b>Materielle anlægsaktiver</b>		
<b>Resultat af primær drift</b>	<b>24,3</b>	-6,0	Grunde og bygninger	69,3	71,5
Finansielle indtægter	3,1	4,4	Tekniske anlæg og maskiner	41,6	46,0
Finansielle omkostninger	<u>5,7</u>	<u>7,3</u>	Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	15,1	14,3
<b>Resultat før skat</b>	<b>21,7</b>	-8,9	Materielle anlægsaktiver der er leaset	7,8	9,1
Selskabsskat	<u>6,0</u>	<u>1,6</u>	Indretning af lejede lokaler mv.	0,4	0,3
<b>Koncernvirksomhedens resultat</b>	<b>15,7</b>	-10,5	Forudbetalinger samt anlæg under udførelse	<u>2,5</u>	<u>1,7</u>
				<b>136,7</b>	<b>142,9</b>
<b>PENGESTRØMSOPGØRELSE</b>			<b>Finansielle anlægsaktiver</b>		
<b>Pengestrøm fra driften</b>	<b>30,1</b>	19,9	Kapitalandele i associerede virksomheder	11,1	9,5
<b>Investeringer</b>			Andre værdipapirer og kapitalandele	<u>8,2</u>	<u>8,1</u>
Immaterielle anlægsaktiver	0,3	0,2		<b>19,3</b>	<b>17,6</b>
Materielle anlægsaktiver	11,4	12,2	<b>Anlægsaktiver i alt</b>	<b>175,8</b>	183,9
Finansielle anlægsaktiver	-	3,9	<b>Omsætningsaktiver</b>		
Sammenlægningsomkostninger mv.	<u>-</u>	<u>2,0</u>	Varebeholdninger	57,4	59,3
<b>Pengestrøm anvendt til investeringer</b>	<b>11,7</b>	18,3	Igangværende arbejder	-	8,3
<b>Pengestrøm før finansiering</b>	<b>18,4</b>	1,6	Tilgodehavender	142,7	157,7
<b>Finansiering</b>			Værdipapirer og kapitalandele	13,2	28,4
Betalt udbytte til aktionærer	-4,3	-5,6	Likvide beholdninger	<u>27,7</u>	<u>30,7</u>
Køb af egne aktier	-	-9,4	<b>Omsætningsaktiver i alt</b>	<b>241,0</b>	284,4
Ændring i langfristet lån	<u>-14,4</u>	<u>3,3</u>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>416,8</b>	468,3
<b>Pengestrøm fra finansiering</b>	<b>-18,7</b>	-11,7	<b>PASSIVER</b>		
Årets ændring i likviditeten	-0,3	-10,1	<b>Egenkapital</b>		
Urealiseret kursregulering	0,1	-	Aktiekapital	9,6	10,2
Likviditet pr. 01.01.	<u>14,4</u>	<u>24,5</u>	Andre reserver	146,3	137,9
<b>Likviditet pr. 31.12.</b>	<b>14,2</b>	14,4	Foreslået udbytte	5,8	4,3
			Minoritetsaktionærer	<u>1,2</u>	<u>0,5</u>
			<b>Egenkapital i alt</b>	<b>162,9</b>	152,9
			<b>Hensatte forpligtelser</b>	<b>15,5</b>	32,2
			<b>Langfristede gældsforpligtelser</b>	<b>50,8</b>	57,8
			<b>Igangværende arbejder</b>	<b>20,4</b>	0
			<b>Kortfristede gældsforpligtelser</b>	<b>167,2</b>	225,4
			<b>Passiver i alt</b>	<b>416,8</b>	468,3



## VÆSENTLIGE SEGMENTOPLYSNINGER (mio.kr.)

					Øvrige selskaber	
	2003	2002	2003	2002	2003	2002
<b>Resultatopgørelse</b>						
Nettoomsætning	1.724	1.722	3.672	4.448		
Primær drift før amortisering af goodwill og varemærker	149	153	28	-195		
Amortisering af goodwill og varemærker	-11	-14	-5	-5		
Resultat af primær drift	138	139	23	-20	30	26
Finansielle indtægter	5	7	12	15	1	2
Finansielle omkostninger	-28	-30	-13	-19	-6	-7
Resultat før skat	115	116	22	-204	25	21
Selskabsskat	-30	-32	-7	31	-8	-6
Resultat efter skat	85	84	15	-173	17	15
<b>Balance</b>						
Immaterielle anlægsaktiver	101	120	22	26	25	27
Materielle anlægsaktiver	470	477	434	471	143	143
Finansielle anlægsaktiver	-	-	5	5	138	126
Anlægsaktiver i alt	571	597	461	502	306	296
Omsætningsjendomme	-	-	180	168	-	-
Varebeholdninger	233	257	14	15	-	-
Igangværende arbejder	-	-	-	62	-	-
Tilgodehavender	366	329	705	819	3	18
Likvide beholdninger og værdipapirer	58	106	201	153	4	8
Omsætningsaktiver i alt	657	692	1.100	1.217	7	26
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.228</b>	<b>1.289</b>	<b>1.561</b>	<b>1.719</b>	<b>313</b>	<b>322</b>
Aktiekapital	100	100	101	92	42	42
Reserver mv.	481	473	289	142	106	92
Egenkapital i alt	581	573	390	234	148	134
Hensatte forpligtelser	55	56	44	169	4	4
Langfristede gældsforpligtelser – rentebærende	254	311	124	118	-	-
Kortfristede gældsforpligtelser – rentebærende	50	69	148	267	154	178
Øvrige gældsforpligtelser	288	280	703	931	7	6
Igangværende arbejder	-	-	152	-	-	-
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.228</b>	<b>1.289</b>	<b>1.561</b>	<b>1.719</b>	<b>313</b>	<b>322</b>
<b>Pengestrøm mv.</b>						
Afskrivninger (materielle)	55	61	75	79	-	-
Nettoinvesteringer (materielle)	53	47	31	56	-	-
Fra driftsaktivitet	154	108	49	-4	23	6
Til investeringsaktivitet	56	49	31	75	-	12
Fra finansieringsaktivitet	-130	-124	151	49	-	-
<b>Nøgletal i %</b>						
Udbytte	70	70	0	0	-	-
Overskudsgrad før amortisering	9	9	1	-4	-	-
Afkast af investeret kapital (ROAIC)	16	17	5	-39	11	11
Egenkapitalens forrentning (ROE)	15	14	4	-55	12	12
Egenkapitalandel	47	44	25	14	47	42

\* Omfatter 46% af MT Højgaards tal

## SELSKABETS STIFTERE



Axel Monberg  
1893 - 1971



Ejnar Thorsen  
1890 - 1965



**MONBERG & THORSEN A/S**