



Financial Statement Analysis and Security Valuation

Kapitel 11

Analyse af pengestrømsopgørelsen

Tre metoder til beregning af FCF

1. $C - I = OI - \Delta NOA$
2. $C - I = NFE - \Delta NFO + d + \text{MININC} - \Delta \text{MIN}$
3. Endelig kan FCF beregnes ud fra den reformulerede pengestrømsopgørelse

Reformuleret resultatopgørelse

Reformuleret resultatopgørelse

DKK 1.000 2002/03

Driftsoverskud

Nettoomsætning		610.362
Driftsomkostninger		(528.219)
Driftsoverskud før skat		82.143

Officiel skatteomkostning	22.490	
Skattefordel	1.736	24.226
Driftsoverskud fra salg		57.917
Anden totalindkomst		26.411

Driftsoverskud		84.328
----------------	--	--------

Finansielt overskud

Finansielle omkostninger	(7.619)	
Finansielle indtægter	1.834	
Netto finansielle omkostninger før skat	(5.785)	
Skattefordel (30%)	1.736	
Netto finansielle omkostninger efter skat		(4.050)

Totalindkomst		80.279
---------------	--	--------



Reformuleret balance

Reformuleret balance		
DKK 1.000	2002/03	2001/02
Immaterielle anlægsaktiver	131.762	124.986
Materielle anlægsaktiver	38.773	34.625
Varebeholdninger	93.624	69.447
Tilgodehavender	127.883	174.801
Driftsaktiver	<u>392.042</u>	<u>403.859</u>
Hensatte forpligtelser	51.846	49.471
Forudbetalinger fra kunder	7.566	15.528
Leverandørgæld	58.827	78.357
Selskabsskat	20.936	-
Anden gæld	26.324	21.844
Periodeafgrænsningsposter	9.261	8.109
Driftsgæld	<u>174.760</u>	<u>173.309</u>
Netto driftsaktiver (NOA)	<u>217.282</u>	<u>230.550</u>
Netto finansielle aktiver (NFA)	<u>146.356</u>	<u>70.759</u>
Egenkapital	<u>363.638</u>	<u>301.309</u>

FCF – metode 1

$$C - I = OI - \Delta NOA$$

Driftsoverskud, 2002/03		84.328
Netto driftsaktiver, 2002/03	217.282	
Netto driftsaktiver, 2001/02	230.550	<u>(13.268)</u>
FCF, 2002/03		97.596

Reformuleret resultatopgørelse

Reformuleret resultatopgørelse

DKK 1.000 2002/03

Driftsoverskud

Nettoomsætning	610.362	
Driftsomkostninger	(528.219)	
Driftsoverskud før skat	82.143	

Officiel skatteomkostning	22.490	
Skattefordel	1.736	24.226
Driftsoverskud fra salg		57.917
Anden totalindkomst		26.411
Driftsoverskud		84.328

Finansielt overskud

Finansielle omkostninger	(7.619)	
Finansielle indtægter	1.834	
Netto finansielle omkostninger før skat	(5.785)	
Skattefordel (30%)	1.736	
Netto finansielle omkostninger efter skat	(4.050)	

Totalindkomst 80.279



Reformuleret balance

Reformuleret balance		
DKK 1.000	2002/03	2001/02
Immaterielle anlægsaktiver	131.762	124.986
Materielle anlægsaktiver	38.773	34.625
Varebeholdninger	93.624	69.447
Tilgodehavender	127.883	174.801
Driftsaktiver	<u>392.042</u>	<u>403.859</u>
Hensatte forpligtelser	51.846	49.471
Forudbetalinger fra kunder	7.566	15.528
Leverandørgæld	58.827	78.357
Selskabsskat	20.936	-
Anden gæld	26.324	21.844
Periodeafgrænsningsposter	9.261	8.109
Driftsgæld	<u>174.760</u>	<u>173.309</u>
Netto driftsaktiver (NOA)	<u>217.282</u>	<u>230.550</u>
Netto finansielle aktiver (NFA)	<u>146.356</u>	<u>70.759</u>
Egenkapital	<u>363.638</u>	<u>301.309</u>



Reformuleret egenkapitalopgørelse

Reformuleret egenkapitalopgørelse

DKK 1.000 2002/03

Primo saldo 301.309

Kapitalindsud 364

Udbetalt udbytte (18.314)

Nettodividende (17.950)

Årets resultat 53.868

Anden totalindkomst 26.411

Totalindkomst 80.279

Saldo ultimo 363.638



FCF – metode 2

$$C - I = NFE - \Delta NFO + d + MININC - \Delta MIN$$

Metode 1

Driftsoverskud, 2002/03		84.328
Netto driftsaktiver, 2002/03	217.282	
Netto driftsaktiver, 2001/02	<u>230.550</u>	(13.268)
FCF, 2002/03		97.596

Metode 2

Netto renteomkostninger, 2002/03		4.050
Netto finansielle aktiver, 2002/03	146.356	
Netto finansielle aktiver, 2001/02	<u>70.759</u>	75.596
Nettodividende, 2001/02		<u>17.950</u>
FCF, 2002/03		97.596

Officiel pengestrømsopgørelse

Pengestrøm fra driftsaktivitet

- Pengestrøm fra investeringsaktivitet

+ Pengestrøm fra finansieringsaktivitet

= Årets ændring i likvider

Indirekte præsentation – Thrane & Thrane

DKK 1.000	2002/03
Omsætning	610.362
Omkostninger	(491.860)
Pengestrøm fra primær drift før ændring i driftskapital	118.502
Forskydning i varebeholdninger	(24.177)
Forskydning i tilgodehavender	72.440
Forskydning i leverandører og anden gældm.v.	(23.302)
Ændring i arbejdskapital	24.961
Pengestrøm fra primær drift	143.463
Finansielle poster, netto	(5.785)
Pengestrøm fra ordinær drift	137.678
Beltalt selskabsskat	(11.124)
Pengestrøm fra driftsaktivitet	126.554
Investeringer	
Immaterielle anlægsaktiver	(18.033)
Materielle anlægsaktiver	(14.974)
Værdipapirer	2
Pengestrøm fra investeringsaktivitet	(33.005)
Pengestrøm før finansiering	93.549
Finansiering	
Nedbringelse af gæld	-
Nytegning af medarbejderaktier	364
Nytegning ved børsmission efter fradrag af omkostninger	-
Udbetalt udbytte	(18.314)
Pengestrøm fra finansieringsaktivitet	(17.950)
Årets pengestrøm	75.599
Likvider, primo	70.756
Likvider, ultimo	146.355

Indirekte præsentation – Spæncom

DKK 1.000	2000/01
Årets resultat	29.962
Reguleringer	24.702
Ændring i driftskapital	<u>(5.217)</u>
Pengestrømme fra drift før finansielle poster	49.447
Renteindbetalinger mv.	18.788
Renteudbetalinger mv.	<u>(9.263)</u>
Pengestrømme fra ordinær drift	58.972
Betalt skat, netto i året	<u>(6.345)</u>
Pengestrømme fra driftsaktivitet	52.627
:	
:	

Direkte præsentation – KFK

DKK 1.000	1999
Indbetalinger fra kunder	8.606.700
Betalinger til leverandører	(7.631.700)
Betalinger til personale	(657.700)
Nettoindbetalterenter mv.	19.800
Betalt skat	(33.400)
Nettoindbetalinger fra driften	303.700
:	
:	

Officiel pengestrømsopgørelse – Thrane & Thrane

DKK 1.000	2002/03
Omsætning	610.362
Omkostninger	(491.860)
Pengestrøm fra primær drift før ændring i driftskapital	118.502
Forskydning i varebeholdninger	(24.177)
Forskydning i tilgodehavender	72.440
Forskydning i leverandører og anden gældm.v.	(23.302)
Ændring i arbejdskapital	24.961
Pengestrøm fra primær drift	143.463
Finansielle poster, netto	(5.785)
Pengestrøm fra ordinær drift	137.678
Beltalt selskabsskat	(11.124)
Pengestrøm fra driftsaktivitet	126.554
Investeringer	
Immaterielle anlægsaktiver	(18.033)
Materielle anlægsaktiver	(14.974)
Værdipapirer	2
Pengestrøm fra investeringsaktivitet	(33.005)
Pengestrøm før finansiering	93.549
Nytegning ved børsmission efter fradrag af omkostninger	
Udbetalt udbytte	(18.314)
Pengestrøm fra finansieringsaktivitet	(17.950)
Årets pengestrøm	75.599
Likvider, primo	70.756
Likvider, ultimo	146.355

$$(C - I)_{\text{officiel}} = 126.554 - 33.005 = 93.549 \neq 97.596$$

Mulige problemer med den officielle pengestrømsopgørelse

- ❑ Ændring i transaktionskasse skal inkluderes i investeringsafsnittet, og ændring i overskydende likviditet skal inkluderes i finansieringsafsnittet
- ❑ Investering i finansielle aktiver under investeringsafsnittet skal føres under finansieringsafsnittet
- ❑ Netto finansielle udbetalinger/indbetalinger under driftsafsnittet skal føres under finansieringsafsnittet (på efter-skat basis)
- ❑ Opgørelsen afspejler ikke "ikke-kontante" transaktioner
- ❑ Effekter fra køb og salg af virksomheder
- ❑ Aktiverede renter

Reformuleret pengestrømsopgørelse

Thrane & Thrane



Pengestrøm fra driftsaktivitet

Pengestrøm fra driftsaktivitet - officiel		126.554
Netto finansielle udbetalinger	5.785	
Skattefordel (30%)	1.736	
Netto finansielle udbetalinger efter skat		4.049
		<u>130.603</u>

Pengestrøm fra investeringsaktivitet - officiel		(33.005)
Investering i værdipapirer		(2)
		<u>(33.007)</u>

$C - I = FCF$		97.596
---------------	--	--------

Pengestrøm fra finansieringsaktivitet

Egenkapitalfinansiering

Kapitalindsud	(364)	
Udbytte	18.314	17.950
		<u>17.586</u>

Gældsfinansiering

Netto finansielle udbetalinger efter skat	4.049	
Investering i værdipapirer	(2)	
Ændring i likvider	75.599	79.646
		<u>79.644</u>

$C - I = d + F$		97.596
-----------------	--	--------

Reformulering af den officielle pengestrømsopgørelse

Korrektioner til den officielle pengestrømsopgørelse

Rapporteret frit cash flow

- Stigning i driftslikviditet
 - + Køb af finansielle aktiver
 - Salg af finansielle aktiver
 - + Netto renteudbetalinger (efter skat)
 - + Modtaget udbytte fra kapitalandele der er driftsaktiver
 - + Årets aktiverede renter
 - + Rentebærende gæld i tilkøbte virksomheder
 - Rentebærende gæld i frasolgte virksomheder
 - Ikke-likviditetskrævende investeringer
- = **Frit cash flow (FCF)**

Rapporteret pengestrøm fra finansieringsaktivet

- + Stigning i finansielle aktiver (overskydende likviditet)
 - + Køb af finansielle aktiver
 - Salg af finansielle aktiver
 - + Netto renteudbetalinger (efter skat)
 - Modtaget udbytte fra kapitalandele der er driftsaktiver
 - + Årets aktiverede renter
 - + Rentebærende gæld i tilkøbte virksomheder
 - Rentebærende gæld i frasolgte virksomheder
 - Ikke-likvid finansiering
- = **Samlet finansieringsstrøm ($F + d$)**



Slut