

Analyse af pengestrømsopgørelsen

Dette kapitel færdiggør forberedelsen af de finansielle opgørelser til analyse gennem at reformulere pengestrømsopgørelsen. Pengestrømsopgørelsen beskriver virksomhedens likviditetsskabelse og reformuleringen sættes fokus på de pengestrømme, der er vigtige i analyseøjemed

Analytikere, der anvender regnskabsbaserede værdiansættelsesmodeller, er optaget af rentabilitet snarere end af pengestrømme. Derfor vil deres primære fokus være på balancen og resultatopgørelsen. Vælger aktieanalytiker at anvende en cash flow-baseret værdiansættelsesmodel, kommer pengestrømsopgørelsen i fokus. Analytikers primære opgave består i at budgettere fremtidige pengestrømme, og for at kunne gøre dette, behøves en god forståelse for indholdet i pengestrømsopgørelsen. Som det vil fremgå af det følgende, udarbejdes officielle pengestrømsopgørelser desværre ikke i en form, der identificerer de pengestrømme, der er interessante i forbindelse med aktieanalyse. Desuden sker der for nogle posters vedkommende en sammenblanding af pengestrømme fra driftsaktivitet med pengestrømme fra finansieringsaktivitet, sådan som disse aktiviteter er afgrænset i denne bog. I dette kapitel reformuleres den officielle pengestrømsopgørelse derfor for at få en korrekt klassificering af pengestrømmene.

Reformuleringen er vigtig for at kunne udarbejde proforma-pengestrømsopgørelser i DFC-analysen. Hvis analytiker budgetterer fremtidige pengestrømme ud fra officielle pengestrømsopgørelser, opstår der fejl i DCF-analysen.

Beregning af det frie cash flow

Frit cash flow (FCF) - forskellen mellem pengestrømme fra løbende drift og pengestrømme fra investeringer i løbende drift – er i fokus i en DCF-analyse. Frit cash flow er den skabte nettopengestrøm fra driften, der bestemmer virksomhedens evne til at service gælden og foretage udbetalinger til ejerne.

Hvis analytiker tidligere har reformuleret balancen og resultatopgørelsen, behøver han ikke en egentlig pengestrømsopgørelse for at kunne beregne det frie cash flow, da dette hurtigt kan beregnes som:

$$\text{Frit cash flow} = \text{Driftsoverskud} - \text{Ændring i netto driftsaktiver}$$

$$\text{FCF} = \text{DO} - \Delta\text{NDA} \quad (1)$$

hvor det frie cash flow er driftsoverskuddet (fra den reformulerede resultatopgørelse) minus ændringen i netto driftsaktiver (fra den reformulerede balance).

For at denne beregning bliver korrekt, kræves det, at driftsoverskuddet er opgjort på totalindkomstbasis. På samme måde som totalindkomst og ændringen i den bogførte værdi af egenkapitalen forklarer dividende til ejerne, da forklarer totalindkomst fra driften og ændringen i den bogførte værdi af netto driftsaktiver 'dividende' fra driftsaktiviteten til finansieringsaktiviteten, det frie cash flow.

Tallene for Royal Unibrews driftsoverskud og netto driftsaktiver fra figur 6.5 og 6.9 i kapitel 6 er vist i figur 1. Det frie cash flow er beregnet på baggrund af tallene under **metode 1**. Som det ses, skabte Royal Unibrew et positivt resultat fra driften, der sammen med et fald i netto driftsaktiver skabte et frit cash flow på 473.799 t.kr.

Der er også en anden metode, man kan beregne det frie cash flow på:

$$\begin{aligned} \text{FCF} &= \text{netto renteomkostninger} \\ &\quad - \text{ændring i netto finansielle forpligtelser} \\ &\quad + \text{nettodividende} \end{aligned}$$

$$\text{FCF} = \text{NFO} - \Delta\text{NFF} + d \quad (2)$$

Denne metode viser, at det frie cash flow anvendes til at betale netto finansielle omkostninger, reducere nettogældssætningen og udbetale udbytte. Hvis, der er minoritetsinteresser involveret, er beregningen:

$$\text{FCF} = \text{NFO} - \Delta\text{NFF} + d + \text{MINRES} - \Delta\text{MIN} \quad (2a)$$

hvor MINRES er minoritetsinteressernes resultatandel. Igen gælder det, at netto finansielle omkostninger skal være opgjort på totalindkomst basis (dvs. efter skat og inklusive eksempelvis urealiserede gevinster og tab på finansielle aktiver). Denne beregningsmetode for Royal Unibrew er vist som **metode 2** i figur 1. Nettodividenden (d) kommer fra den rapporterede egenkapitalopgørelse i figur 4.6 i kapitel 4.¹ Her leder de to beregningsformer til samme resultat, nemlig et frit cash flow på 473.799 t.kr.

¹ Beløbet fremkommer som: $138.495 + 122.785 = 261.280$, og dækker over transaktioner med moderselskabets ejere, det vil sige eksklusiv minoritetsinteresser.

| Metode 1: | | | |
|--|------|------------------|----------------|
| $C - I = DO - \Delta NDA$ | | | |
| Driftsoverskud | 2011 | | 373.806 |
| Netto driftsaktiver | 2011 | 1.965.058 | |
| Netto driftsaktiver | 2010 | <u>2.065.051</u> | <u>-99.993</u> |
| FCF | | | <u>473.799</u> |
| Metode 2: | | | |
| $C - I = NFO - \Delta NFF + d + MINRES - \Delta MIN$ | | | |
| Netto finansielle omkostninger | 2011 | | 71.613 |
| Netto finansielle forpligtelser | 2011 | 647.873 | |
| Netto finansielle forpligtelser | 2010 | <u>788.532</u> | -140.659 |
| Netto dividende | 2011 | | 261.280 |
| Minoritetsinteressernes resultatandel | 2011 | | 1.407 |
| Minoritetsinteresser | 2011 | 12.869 | |
| Minoritetsinteresser | 2010 | <u>11.709</u> | <u>1.160</u> |
| FCF | | | <u>473.799</u> |

Figur 1. Beregning af det frie cash flow for Royal Unibrew (beløb i t.kr)

For et eksempel med en virksomhed med netto finansielle aktiver (finansielle aktiver større end finansielle forpligtelser), se boks 1.

Hvis balancen og resultatopgørelsen tidligere er blevet reformuleret, er disse beregninger enkle. Har man ikke gjort dette ud fra en forestilling om, at det frie cash flow kan læses ud fra den officielle pengestrømsopgørelse, erfarer man, at denne fremgangsmåde ikke er så ligetil.

Forskellen mellem den officielle og den reformulerede pengestrømsopgørelse

I forbindelse med budgettering af fremtidige pengestrømme skal der skelnes mellem pengestrømme, der er genereret fra virksomhedens driftsaktivitet (det frie cash flow), og pengestrømme, der vedrører nettoudbetaling til virksomhedens kapitalindskydere. Hvis det frie cash flow er negativt,

Boks 1 Beregning af FCF for en virksomhed med netto finansielle aktiver – Rockwool (beløb i mio.kr.)

Metode 1:

$$C - I = DO - \Delta NDA$$

| | | | |
|---------------------|------|--------------|--------------|
| Driftsoverskud | 2007 | | 2.072 |
| Netto driftsaktiver | 2007 | 6.701 | |
| Netto driftsaktiver | 2006 | <u>5.505</u> | <u>1.196</u> |
| FCF | | | <u>876</u> |

Metode 2:

$$C - I = \Delta NFA - NFI + d + \text{MINRES} - \Delta \text{MIN}$$

| | | | |
|---------------------------------------|------|------------|------------|
| Netto finansielle aktiver | 2007 | 1.075 | |
| Netto finansielle aktiver | 2006 | <u>527</u> | 548 |
| Netto finansielle indtægter | 2007 | | 30 |
| Netto dividende | 2007 | | 358 |
| Minoritetsinteressernes resultatandel | 2007 | | 87 |
| Minoritetsinteresser | 2007 | 188 | |
| Minoritetsinteresser | 2006 | <u>101</u> | <u>87</u> |
| FCF | | | <u>876</u> |

skal dette negative frie cash flow skilles fra de pengestrømme, der indbetales af kapitalindskyderne til dækning af finansieringsbehovet. Som analytiker, der budgetterer det frie cash flow til brug for DCF-analysen, må man derfor sikre sig ikke at sammenblende det frie cash flow med finansieringsstrømmen.

Følgende relation hjælper til at reformulere pengestrømsopgørelsen for at få en korrekt indplacering af pengestrømmene:

$$\begin{aligned} \text{frit cash flow} &= \text{nettodividende til ejerne} \\ &+ \text{netto betalinger til og fra indehavere og udstedere af obligationer} \\ C - I &= d + F \end{aligned}$$

hvor C er pengestrøm fra driften, og I er investering i driften. De to sidste pengestrømme vedrører finansieringsaktiviteten mellem virksomheden og dens fordringshavere: nettodividende til ejerne, d , og netto pengestrøm til gældsfordringshaverne, F . Det frie cash flow (til venstre) anvendes (til højre) til at finansiere betalinger til ejerne (som nettodividende, d) samt til indehavere og udstedere af obligationer (som renter og afdrag, F).

Den officielle pengestrømsopgørelse giver umiddelbart det indtryk, at det frie cash flow fremgår af pengestrøm fra driften minus pengestrøm fra investeringsaktiviteten, og at pengestrøm fra finansieringsaktiviteten giver det relevante mål for denne aktivitet. Dette er ingenlunde tilfældet

(herom senere). Strukturen i den officielle pengestrømsopgørelse er vist sammen med den reformulerede pengestrømsopgørelse i figur 2.

| Officiel pengestrømsopgørelse | Reformuleret pengestrømsopgørelse |
|---|--|
| | Pengestrøm fra driftsaktivitet (C) |
| Pengestrøm fra driftsaktivitet | - Investering i driften (I) |
| | <u>= Frit cash flow (FCF)</u> |
| +/- Pengestrøm fra investeringsaktivitet | |
| +/- Pengestrøm fra finansieringsaktivitet | Nettoudbetalinger til ejerne (d) |
| | + Nettobetaling til/fra obligationsindehavere og udstedere (F) |
| <u>= Ændring i likvide beholdninger</u> | <u>= Nettoudbetalinger fra finansieringsaktiviteter</u> |

Figur 2 Officiel og reformuleret pengestrømsopgørelse i skitseform.

I den officielle pengestrømsopgørelse stilles der krav om rapportering af pengestrømme fra drift, investering og finansiering. Pengestrømme fra driften kan præsenteres ud fra enten den direkte eller den indirekte metode.

I figur 3 er vist to varianter af den såkaldte indirekte metode (beholdningsforskydningsmodellen og afstemningsmodellen) samt den direkte metode (betalingsstrømsmodellen).

Afstemningsmodellen, der er den mest benyttede i praksis, viser de ikke-kontante poster, som skal tillægges (fratrækkes) resultatet for at komme fra overskud til pengestrøm. Ikke-kontante poster som afskrivninger og nedskrivninger (impairments) er uden likviditetseffekt og har derfor ingen interesse for den analytiker, som ønsker at analysere, hvordan pengestrømmen fra driften genereres. Betalingsstrømsmodellen (den direkte metode) viser de enkelte indbetalinger fra varesalg, royalties, renter osv., og forskellen leder atter til pengestrøm fra driften.

Beholdningsforskydningsmodellen tager udgangspunkt i salget som den vigtigste faktor til generering af pengestrømme og viser sammenhængen mellem driftsomkostninger (eksklusive ikke-

| Indirekte metoder | | Direkte metode |
|--|--|--|
| Beholdningsfor- forskydningsmodellen | Afstemnings- modellen | Betalingsstrøms- modellen |
| Nettoomsætning | Årets resultat | Indbetalt fra kunder |
| Driftsomkostninger ekskl. ikke-kontante driftsposter | Regulering for ikke-kontante driftsposter, renter , skat m.v. | Udbetalt til leverandører |
| Δ Driftskapital | Δ Driftskapital | Udbetalt til personale mv. |
| Pengestrøm fra drift før finansielle poster | Pengestrøm fra drift før finansielle poster | Pengestrøm fra drift før finansielle poster |
| Finansielle indbetalinger | Finansielle indbetalinger | Finansielle indbetalinger |
| Finansielle udbetalinger | Finansielle udbetalinger | Finansielle udbetalinger |
| Pengestrøm fra ordinær drift | Pengestrøm fra ordinær drift | Pengestrøm fra ordinær drift |
| Betalt skat | Betalt skat | Betalt skat |
| Pengestrøm fra driftsaktivitet | Pengestrøm fra driftsaktivitet | Pengestrøm fra driftsaktivitet |

Figur 3 Indirekte og direkte metoder til beskrivelse af pengestrømme fra driftsaktivitet.

kontante driftsposter) og driftskapitalposter.

Reklassificering af pengestrømme

I figur 4 er gengivet Royal Unibrews officielle pengestrømsopgørelse. Opgørelsen er opstillet efter den indirekte metode (afstemningsmodellen), og det fremgår, at pengestrømme fra driftsaktiviteten i 2011 var 397.990 t.kr., og at pengestrømme fra investeringsaktiviteten udgjorde et plus på 2.827 t.kr. (netto desinvestering).

| Royal Unibrew | | |
|--|-----------------|---------|
| Konsolideret pengestrømsopgørelse (beløb i t.kr.) | | |
| | 2011 | |
| Årets resultat | 350.855 | |
| Reguleringer for ikke likvide driftsposter | 249.873 | |
| | 600.728 | |
| Ændring i arbejdskapital: | | |
| +/- ændring i tilgodehavender | -29.501 | |
| +/- ændring i varebeholdninger | -19.210 | |
| +/- ændring i kreditorer og anden gæld | -9.815 | |
| Pengestrømme fra drift før finansielle poster | 542.202 | |
| Renteindbetalinger og lignende | 12.359 | (3) (4) |
| Renteudbetalinger og lignende | -41.935 | (3) (4) |
| Pengestrømme fra ordinær drift | 512.626 | |
| Betalt selskabsskat | -114.636 | (3) (4) |
| Pengestrømme fra driftsaktivitet | 397.990 | |
| Udbytte fra datter- og associerede virksomheder | 10.938 | (5) |
| Salg af materielle langfristede aktiver | 49.656 | |
| Køb af materielle langfristede aktiver | -74.151 | |
| Frit cash flow | 384.433 | |
| Køb af associerede virksomhed | -14.818 | |
| Salg af associerede virksomheder | 36.338 | |
| Køb af dattervirksomheder | -5.915 | |
| Ændring i immaterielle og finansielle langfristede aktiver | 779 | |
| Pengestrømme fra investeringsaktivitet | 2.827 | |
| Afdrag på langfristede gældsforpligtelser | -1.381 | |
| Ændring i kortfristede kreditinstitutter | -156.527 | |
| Betalt udbytte til aktionærer | -138.742 | |
| Køb af egne aktier | -122.785 | |
| Pengestrømme fra finansieringsaktivitet | -419.435 | |
| Ændring af likvider | -18.618 | (1) |
| Likvid beholdning primo | 37.391 | |
| Likvid beholdning ultimo | 18.773 | |

Figur 4 Officiel pengestrømsopgørelse for Royal Unibrew, 2011.

Derfor er det frie cash flow umiddelbart lig med 400.817 t.kr.² Dette beløb adskiller sig fra de

² Bemærk, at Royal Unibrew selv rapporterer et frit cash flow på 384.433 t.kr., men at dette er eksklusiv investering fra tilkøbte (fraskolgte) virksomheder.

tidligere beregninger, der viste et frit cash flow på 473.799 t.kr. Hvilket er mon det rigtige?

Udarbejdelsen af den officielle pengestrømsopgørelse er reguleret i IAS 7 'Pengestrømsopgørelsen'. Denne opgørelse lider imidlertid af en række mangler, herunder fejlagtig klassificering af en række poster i forhold til de retningslinjer, der fremføres i denne note.

Nedenfor gennemgås en række problemer, som den eksterne analytiker typisk støder på i forsøget på at udlede det frie cash flow fra den officielle pengestrømsopgørelse.

1. ÆNDRING I LIKVIDE BEHOLDNINGER. Den officielle pengestrømsopgørelse opstilles med henblik på at forklare ændringen i likvide beholdninger (markeret med **1** i Royal Unibrews opgørelse). Den skabte likviditet skal imidlertid anbringes et eller andet sted, da 'pengene ikke ligger og flyder'. Kræver driften en vis transaktionskasse (driftslikviditet), er en ændring i denne en investering i et driftsaktiv, som skal inkluderes i investeringsafsnittet. Ændringen i den resterende likviditet (ud over det som kræves som driftslikviditet) udgøres af en investering af overskydende likviditet i finansielle aktiver, der skal klassificeres i gældsfinansieringsafsnittet.

Royal Unibrews likvide beholdninger faldt med 18.618 t.kr. i 2011. I den reformulerede balance er dette tilskrevet et fald i 'overskydende likviditet' (finansielle aktiver) på 16.894 t.kr. samt et fald i driftslikviditeten på 1.724 t.kr. Derfor reklassificeres 1.724 t.kr. som et fald i driftslikviditeten under investeringsafsnittet og 16.864 t.kr. som et fald i finansielle aktiver under finansieringsafsnittet.

2. TRANSAKTIONER I FINANSIELLE AKTIVER. Investering i finansielle aktiver, der ikke indgår i virksomhedens likviditetsberedskab, såsom kortsigtede kapitalandele eller langsigtede obligationer, skal som hovedregel vises under investeringsafsnittet i den officielle pengestrømsopgørelse. Sådanne investeringer dækker imidlertid over placering af det frie cash flow og er ikke en reduktion af dette. Hvis en virksomhed investerer dens (positive) frie cash flow i f.eks. langsigtede obligationer som led i en opsparing for på sigt at gennemføre et større anlægsinvesteringsprogram, giver klassificeringen under investeringsafsnittet udseende af, at virksomheden reducerer sit frie cash flow yderligere. Tilsvarende gælder det, at salg af finansielle aktiver med henblik på at investere provenuet i driften (eller udbetale udbytte) klassificeres under investeringsafsnittet i stedet for under finansieringsafsnittet. I tilfældet med Royal Unibrew er der ingen transaktioner, der involverer køb og/eller salg af sådanne finansielle aktiver, men se boks 2 for et eksempel.

Boks 2 (fortsættes)

Investering i finansielle aktiver og effekter fra køb/salg af virksomheder - Parken.

Parken rapporterer investering i værdipapirer under investeringsafsnittet i den officielle pengestrømsopgørelse. Endvidere fremgår af noten "køb af tilknyttede virksomheder og aktiviteter", at der er overtaget rentebærende gæld (bankgæld og realkredit) på 20.974 t.kr. i forbindelse med investering i tilknyttede virksomheder og aktiviteter. Den første korrektion består i at fratække nettoprovenuet fra salg af værdipapirer på 29.972 t.kr. = (61.482 - 31.150) i finansieringsafsnittet og tillægge beløbet i investeringsafsnittet i den reformulerede opgørelse. Den anden korrektion består i at tillægge den rentebærende gæld i de tilkøbte virksomheder/aktiviteter under hhv. investerings- og finansieringsafsnittet i den reformulerede opgørelse (se nedenfor).

| Rapporteret pengestrømsopgørelse | |
|--|-----------------|
| <i>1.000 kr.</i> | 2003/04 |
| Nettoomsætning | 369.915 |
| Omkostninger | -293.836 |
| Pengestrøm fra primær drift | |
| før ændringer i driftskapital | 76.079 |
| Ændringer i driftskapital | -18.948 |
| Pengestrøm fra primær drift | 57.131 |
| Renteindtægter, betalt | 8.289 |
| Renteomkostninger, betalt | -17.580 |
| Pengestrøm fra ordinær drift | 47.840 |
| Betalt selskabsskat | -46.217 |
| Pengestrøm fra driftsaktivitet | 1.623 |
| Køb af immaterielle anlægsaktiver | -25.712 |
| Salg af immaterielle anlægsaktiver | 11.780 |
| Køb af materielle anlægsaktiver | -25.742 |
| Salg af materielle anlægsaktiver | 522 |
| Køb af værdipapirer | -31.510 |
| Salg af værdipapirer | 61.482 |
| Køb af tilnyttede virksomheder og aktiviteter | -103.210 |
| Salg af associerede selskaber | 10.500 |
| Pengestrøm fra investeringsaktivitet | -101.890 |
| <i>Fremmedfinansiering:</i> | |
| Afdrag på langfristet gæld | -12.104 |
| Øvrige langfristede gældsforpligtelser, betalt | -4.168 |
| Forøgelse af gæld til kreditinstitutter | 140.280 |
| <i>Aktionærer:</i> | |
| Køb af egne aktier | -12.189 |
| Salg af egne aktier | 8.807 |
| Pengestrøm fra finansieringsaktivitet | 120.626 |
| Årets pengestrøm | 20.359 |
| Likvider, primo | 21.399 |
| Likvider, ultimo | 41.758 |

Note 25

Køb af tilknyttede virksomheder og aktiviteter

| | |
|--------------------------------|----------------|
| Materielle anlægsaktiver | 142.257 |
| Varebeholdninger | 5.452 |
| Tilgodehavender | 18.061 |
| Likvide beholdninger | 1.061 |
| Bankgæld | -2.096 |
| Realkredit | -18.878 |
| Udskudt skat | -21.160 |
| Leverandørgæld | -6.880 |
| Selskabsskat | -4.126 |
| Anden gæld | -69.494 |
| Minoritetsaktionæres andel | -13.899 |
| | <hr/> |
| | 30.298 |
| Goodwill | 73.973 |
| Anskaffelsessum | <hr/> |
| | 104.271 |
| Heraf likvid beholdning | -1.061 |
| Kontant anskaffelsessum | <hr/> |
| | 103.210 |

Boks 2 (fortsat)

| Reformuleret pengestrømsopgørelse | | |
|--|----------------|-----------------|
| <i>1.000 kr.</i> | | |
| Rapporteret pengestrøm fra driftsaktivitet | | 1.623 |
| Netto renteudbetalinger efter skat | | 6.504 |
| | | <u>8.127</u> |
| Rapporteret pengestrøm fra investeringsaktivitet | -101.890 | |
| Køb af værdipapirer | 31.510 | |
| Salg af værdipapirer | -61.482 | |
| Rentebærende gæld i tilkøbte virksomheder | 20.974 | -110.888 |
| Frit cash flow (FCF) | | <u>-102.761</u> |
| Fremmedfinansiering: | | |
| Afdrag på langfristet gæld | 12.104 | |
| Øvrige langfristede gældsforpligtelser, betalt | 4.168 | |
| Forøgelse af gæld til kreditinstitutter | -140.280 | |
| Netto renteudbetalinger efter skat | 6.504 | |
| Køb af værdipapirer | 31.510 | |
| Salg af værdipapirer | -61.482 | |
| Rentebærende gæld i tilkøbte virksomheder | 20.974 | |
| Stigning i finansielle aktiver (likvider) | <u>20.359</u> | -106.143 |
| Egenkapitalfinansiering: | | |
| Køb af egne aktier | 12.189 | |
| Salg af egne aktier | -8.807 | 3.382 |
| Samlet finansieringsstrøm | | <u>-102.761</u> |

3. NETTO RENTE BETALINGER. Renteindbetalinger og renteudbetalinger klassificeres som hovedregel under driftsafsnittet, men IAS 7 tillader også klassificering af disse poster under investerings- og finansieringsafsnittet i den officielle pengestrømsopgørelse. I den reformulerede pengestrømsopgørelse skal nettorentebetalinger (efter skat – se nedenfor) klassificeres under finansieringsafsnittet. Korrektionen består i, at nettorenteudbetalinger (nettorenteindbetalinger) efter skat lægges til (fratrækkes) den rapporterede pengestrøm fra driften for at få en pengestrøm fra driften, der er uafhængig af den valgte kapitalstruktur.

4. SKAT PÅ NETTO RENTEUD BETALINGER. Betalinger vedrørende indkomstskat ('betalt skat') skal ifølge IAS 7 som hovedregel klassificeres under driftsafsnittet. Det på trods af, at dele af indkomstskatten vedrører skat på renteindtægter eller er reduceret ved skattefordelen på renteomkostninger.

Da pengestrømmen efter skat fra driften (C) skal adskilles fra pengestrømmen fra finansieringsaktiviteten efter skat, kræver det en allokering af den betalt skat til de to pengestrømme.

Nedenfor er beregnet Royal Unibrews netto finansielle udbetalinger efter skat for 2011 for at korrigere den rapporterede pengestrøm fra driften (beløb i t.kr.):

| | |
|------------------------------------|---------------|
| Renteudbetalinger og lignende | 41.935 |
| Renteindbetalinger og lignende | <u>12.359</u> |
| Netto renteudbetalinger | 29.576 |
| Skattefordel (25%) | <u>7.394</u> |
| Netto renteudbetalinger efter skat | <u>22.182</u> |

Beløbet på 22.182 t.kr. lægges til pengestrømmen fra driften i den reformulerede pengestrømsopgørelse og klassificeres i stedet som en finansieringsstrøm.

5. MODTAGNE UDBYTTER FRA ASSOCIEREDE VIRKSOMHEDER. Givet, at investeringer i associerede virksomheder dækker over investering i disse virksomheders drift er modtagne udbytter herfra pengestrømme fra driftsaktiviteten. Korrektionen består i at reklassificere de modtagne udbytter fra investeringsafsnittet og medtage beløbet under driftsafsnittet i den reformulerede pengestrømsopgørelse.³ Royal Unibrew oplyser om 'udbytte fra datter- og associerede virksomheder' på 10.938 t.kr., der reklassificeres.

6. AKTIVEREDE RENTER. Gældende regler (IAS 23) kræver aktivering af renter af kapital, der er lånt til at finansiere fremstillingen af egenproducerede anlægsaktiver. De aktiverede renter er indeholdt i det pågældende aktivs kostpris i stedet for under renteomkostninger i resultatopgørelsen (omtalt i forrige kapitel). Beløbet er indeholdt i investeringsafsnittet i den officielle pengestrømopgørelse, fordi det opfattes som en del af investeringen i det producerede aktiv. Korrektionen består i at tillægge årets aktiverede renter til pengestrømmen fra investeringsaktivitet og medtage beløbet under finansieringsafsnittet i den reformulerede opgørelse. Royal Unibrew oplyser ikke om aktiverede renter, men se boks 3 for et eksempel.

7. EFFEKTER FRA KØB OG SALG AF VIRKSOMHEDER. Ved køb (salg) af virksomheder registreres den kontante anskaffelsessum (salgssum) for de tilkøbte (fraselgte) nettoaktiver eksklusive likvider i investeringsafsnittet i den officielle pengestrømopgørelse. Da den konsoliderede balance inkluderer (ekskluderer) aktiver og forpligtelser fra tilkøbte (fraselgte) virksomheder i løbet af året, indvirker

³ Bemærk, at denne korrektion indvirker ikke på størrelsen af det frie cash flow (FCF), hvorfor kan siges at være omsonst.

dette på beregningerne af det frie cash flow ud fra metode 1 og 2, fordi de indvirker på netto driftsaktiver (NDA) og netto finansielle forpligtelser (NFF). I tilfælde med køb (salg) af

Boks 3 Aktiverede renter TDC.

I 2004 rapporterede TDC aktiverede renter for året på 72 mio. kr. Dette beløb er er upassende inkluderet i investeringsafsnittet i den officielle pengestrømsopgørelse. Korrektionen består i at tillægge beløbet i hhv. investerings- og finansieringsafsnittet i den reformulerede pengestrømsopgørelse (se nedenfor).

| Reformuleret pengestrømsopgørelse | | |
|--|-----------|----------------------|
| <i>Mio. kr.</i> | | <i>2004</i> |
| Rapporteret pengestrøm fra driftsaktivitet | | 11.134 |
| Netto renteudbetalinger, efter skat | | 867 |
| | | <u>12.001</u> |
| Rapporteret pengestrøm fra investeringsaktivitet | 4.243 | |
| Årets aktiverede renter | 72 | |
| Rentebærende gæld i tilkøbte virksomheder | 18 | 4.333 |
| Frit cash flow | | <u><u>16.334</u></u> |
| <i>Netto gældsfinansiering</i> | | |
| Provenue ved langfristet lånoptagelse | -55 | |
| Afdrag på langfristede gældsforpligtelser | 6.696 | |
| Ændring i banklån | -151 | |
| Ændring i minoritetsinteresser | -14 | |
| Netto renteudbetalinger, efter skat | 867 | |
| Rentebærende gæld i tilkøbte virksomheder | 18 | |
| Årets aktiverede renter | 72 | |
| Ændring i finansielle aktiver (likvider) | 2.815 | |
| | | <u>10.248</u> |
| <i>Egenkapitalfinansiering</i> | | |
| Betalt udbytte | 2.555 | |
| Køb af egne aktier, netto | 3.531 | 6.086 |
| Samlet finansieringsstrøm | | <u><u>16.334</u></u> |

virksomheder består korrektionen i den reformulerede pengestrømsopgørelse i at tillægge (fratrække) de overtagne finansielle forpligtelser i de tilkøbte (fraselgte) virksomheder til pengestrømmen fra investering samt pengestrømmen fra finansiering. Analysemæssigt svarer dette til, at de tilkøbte (fraselgte) virksomheder overtages (fraselges) på gældfri basis, og dele af finansieringen (provenuet) svarende til de overtagne (fraselgte) finansielle forpligtelser tilvejebringes (anvendes til nedbringelse af netto gældssætningen) gennem lånoptagelse. I Royal Unibrew er der i 2011 tilkøbt og frasolgt virksomheder, men noteoplysninger gør det ikke muligt at udrede, hvorvidt der er overtaget/fraselgt gæld i disse virksomheder, men se boks 2. for et eksempel på de nødvendige korrektioner.

8. IKKE-LIKVIDE TRANSAKTIONER. Nogle investerings- og finansieringstransaktioner involverer ikke kontanter. En bygning som erhverves ved, at virksomheden påtager sig et realkreditlån, er et eksempel på en transaktion, der ikke involverer kontanter. Sådanne transaktioner må ikke indregnes i den officielle pengestrømopgørelse, men skal oplyses i tilknytning til pengestrømopgørelsen.

Ikke-likvide transaktioner indvirker på beregningerne af det frie cash flow ud fra metode 1 og 2, fordi de berører netto driftsaktiver (NDA) eller netto finansielle forpligtelser (NFF).

Analysemæssigt svarer erhvervelsen af bygningen til, at virksomheden udstedte obligationer til tredjemand og anvendte provenuet til at købe bygningen kontant. Betragt følgende eksempler:

- ◆ Anskaffelse af aktiver enten ved påtagelse af direkte forbundne forpligtelser eller ved udstedelse af aktier. Hvis en virksomhed erhverver et aktiv og påtager sig en finansiell forpligtelse (f.eks. finansiell leasingkontrakt), registreres ingenting ved kontraktens indgåelse, men alene efterfølgende ydelser i form af renter og afdrag registreres i hhv. drifts- og finansieringsafsnittet i den officielle pengestrømopgørelse. I tilfælde af at erhvervelsen betales ved udstedelse af aktier, registreres kapitaludvidelsen ikke i finansieringsafsnittet i den officielle pengestrømopgørelse, men vil fremgå af den officielle egenkapitalopgørelse.
- ◆ Overtagelse af en virksomhed ved kapitaludvidelse. Som i tilfældet ovenfor registreres kapitaludvidelsen ikke i finansieringsafsnittet i den officielle pengestrømopgørelse, men vil fremgå af den officielle egenkapitalopgørelse.
- ◆ Konvertering af gæld til egenkapital. Gæld, der konverteres til egenkapital (eller omvendt), registreres ikke som betaling på et lån (i finansieringsafsnittet) i den officielle pengestrømsopgørelse, selvom det oprindelige låneprovenu blev registreret på tidspunktet for lånoptagelsen.

Med andre ord får man ikke et samlet billede af virksomhedens investerings- og finansieringsaktivitet. I tilfælde med ikke-likvide transaktioner vil oplysninger herom i regnskabet dog muliggøre en rekonstruktion af de implicite pengestrømme. For eksempler, se boks 4.

Den reformulerede pengestrømsopgørelse for Royal Unibrew.

Figur 5 sammenfatter de korrektioner, der kan komme på tale i den officielle pengestrømsopgørelse, mens figur 6 viser de korrektioner, som er foretaget for Royal Unibrew. De markerede

tal vedrører en af de otte korrektioner, der er beskrevet ovenfor. Royal Unibrews frie cash flow på 424.723 t.kr. i den reformulerede pengestrømsopgørelse adskiller sig fra de 479.799 t.kr., som blev resultatet ud fra de "hurtige metoder" i begyndelsen af noten.

Boks 4

Ikke-likvide transaktioner

Erhvervelse af licenser og rettigheder - Genmab

I 2000 erhvervede Genmab licenser og rettigheder for et samlet beløb på 103.084 t.kr. I oplysninger til pengestrømsopgørelsen fremgår det, at disse licenser og rettigheder dels er erhvervet ved udstedelse af aktier (45.552 t.kr.) dels ved påtagelse af en gældsforpligtelse (57.532 t.kr.). I den reformulerede pengestrømsopgørelse indregnes 103.084 t.kr. under investeringsafsnittet og under finansieringsafsnittet indregnes 45.552 t.kr. og 57.532 t.kr. under henholdsvis egenkapital- og netto gældsfinansiering.

Gældskonvertering - Genmab

I 2003 udstedte Genmab 246.914 ordinære aktier til en pris på 52,50 kr. pr. aktie ved konvertering af gæld på 12.963 t.kr. I den reformulerede pengestrømsopgørelse indregnes dette beløb under henholdsvis egenkapital- og netto gældsfinansiering.

| | |
|--|-----|
| <hr/> | |
| Rapporteret frit cash flow | |
| - Stigning i driftslikviditet | 1 |
| + Køb af finansielle aktiver | 2 |
| - Salg af finansielle aktiver | 2 |
| + Netto renteudbetalinger (efter skat) | 3,4 |
| | |
| + Årets aktiverede renter | 6 |
| + Rentebærende gæld i tilkøbte virksomheder | 7 |
| - Rentebærende gæld i frasolgte virksomheder | 7 |
| - Ikke-likviditetskrævende investeringer | 8 |
| = Frit cash flow | |
| | |
| Rapporteret pengestrøm fra finansieringsaktivet | |
| + Stigning i finansielle aktiver (overskydende likviditet) | 1 |
| + Køb af finansielle aktiver | 2 |
| - Salg af finansielle aktiver | 2 |
| + Netto renteudbetalinger (efter skat) | 3,4 |
| + Årets aktiverede renter | 6 |
| + Rentebærende gæld i tilkøbte virksomheder | 7 |
| - Rentebærende gæld i frasolgte virksomheder | 7 |
| - Ikke-likvid finansiering | 8 |
| = Samlet finansieringsstrøm | |
| <hr/> | |

Figur 5 Korrektioner til den officielle pengestrømsopgørelse.

| | | | |
|--|---------|---------|---------|
| | | | |
| Frit cash flow | | | |
| Rapporteret pengestrømme fra driftsaktiviteten | | 397.990 | |
| Netto renteudbetalinger, efter skat | | 22.182 | (3) (4) |
| Udbytte fra datter- og associerede virksomheder | | 10.938 | (5) |
| | | 431.110 | |
| | | | |
| Rapporteret pengestrømme fra investeringsaktiviteten | 2.827 | | |
| Udbytte fra datter- og associerede virksomheder | -10.938 | | (5) |
| Investering i driftslikviditet | 1.724 | -6.387 | (1) |
| Frit cash flow | | 424.723 | |
| | | | |
| Finansieringsstrømme til fordringshavere: | | | |
| Netto gældsfinansiering: | | | |
| Afdrag på langfristede gældsforpligtelser | 1.381 | | |
| Ændring i kortfristede kreditinstitutter | 156.527 | | |
| Netto renteudbetalinger, efter skat | 22.182 | | (3) (4) |
| Ændring i finansielle aktiver (overskydende likviditet) | -16.894 | 163.196 | (1) |
| | | | |
| Egenkapitalfinansiering: | | | |
| Betalt udbytte til aktionærer | 138.742 | | |
| Køb af egne aktier | 122.785 | 261.527 | |
| Samlede finansieringsstrømme | | 424.723 | |
| | | | |
| Figur 6 Reformuleret pengestrømsopgørelse for Royal Unibrew, 2011 | | | |

Dette vil ofte ske (og ofte er forskellen meget større) på grund af manglende oplysninger, og det er normalt ikke muligt for den eksterne analytiker præcist at afstemme pengestrømsopgørelsen i forhold til resultatopgørelse og balance. Mulige årsager til forskelle i beregninger kan være:

- ◆ “Andre tilgodehavender” og “anden gæld” kan ikke præcist klassificeres i poster vedrørende drift og finansiering. Specielt poster som tilgodehavende- og skyldige renter (finansieringsposter) kan ikke skilles ud fra driftsposter i disse “andre”-kategorier.

- ◆ Detaljerede oplysninger for specielt korrektion 8 er ikke til stede.
- ◆ Tilstedeværelsen af udenlandske dattervirksomheder kan medføre omregning af balanceposter til primo- og ultimokurser, mens pengestrømme omregnes til gennemsnitskurser. Dette resulterer i en forskel mellem ændringer i beløbene i balancen og det tilsvarende beløb i pengestrømsopgørelsen.

Hvis forskellen i beregningen af det frie cash flow er beskedent, kan den ignoreres, men er forskellen væsentlig, bør analytiker grave dybere, rette henvendelse til virksomheden eller give kvalificerede skøn.

Afstemningen mellem de to metoder er ikke kun relevant med henblik på at få et støjfrigt beløb for det frie cash flow. Enhver forkert klassifikation af driftsaktiver og driftsforpligtelser, finansielle aktiver og finansielle forpligtelser berører også beregningen af afkastet på driften (ROIC) samt netto finansielle omkostninger i procent, r .

Derfor tjener øvelsen i beregning af det frie cash flow ud fra de forskellige metoder som et validitetstjek på analysen af resultatopgørelsen og balancen.

Sammenfatning

Den eksterne analytiker bruger pengestrømsopgørelsen til at vurdere en virksomheds likviditetsskabende evne. Særlig opmærksomhed er rettet imod det frie cash flow (FCF), fordi det er nødvendigt for at imødekomme fremtidige likviditets- og finansieringsbehov. Desuden er prognose af frie cash flow nødvendigt, hvis aktieanalytikeren gør brug af den cash flow-baserede vurderingsmodel.

Gennemgangen af klassificeringsproblemer i dette kapitel tjente det formål at gøre opmærksom på, at den officielle pengestrømsopgørelse er baseret på forudsætninger, definitioner og (delvise arbitrære) regnskabsregler. Kendskab til disse forudsætninger og regler giver analytiker mulighed for at foretage korrektioner, der fjerner "støjelementerne" i de rapporterede pengestrømme.

Men er resultatopgørelsen og balancen reformuleret hensigtsmæssigt, kan det frie cash flow umiddelbart beregnes ud fra metode 1 og 2 som vist først i kapitlet. Som det vil fremgå senere i bogen om udarbejdelse af proforma-regnskaber, involverer budgettering af det frie cash flow kun én simpel beregning, når først de (reformulerede) resultatopgørelser og balancer er budgetteret. Det er dog vanskeligt at forestille sig budgettering af frie cash flow uden at gøre sig forestillinger om, hvordan fremtidigt salg, rentabilitet og investeringer vil blive rapporteret i resultatopgørelsen og

balancen. Derfor danner budgetteringen af disse opgørelser grundlag for budgettering af det frie cash flow. Og er såvel resultatopgørelsen som balancen i et reformuleret format, “dropper” det frie cash flow med det samme automatisk ud.