

《財報分析》

一、今年新冠狀病毒肆虐，為控制疫情，許多國家採取鎖國政策，使得總體經濟面臨衰退窘境，企業也因此面臨無訂單而導致短期資金發生週轉問題，此時是否有充分現金保留是企業平安度過此次疫情危機的關鍵。下列是臺灣某上市公司過去五年的財務資訊：

單位：百萬元

會計科目	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年
流動資產	13,300	13,202	12,100	12,010	11,108
流動負債	9,000	8,500	8,350	8,200	7,565
長期股權投資	5,000	4,500	3,500	2,500	2,000
不動產、廠房及設備淨額	40,000	31,500	30,600	23,400	21,120
累計折舊	15,400	13,550	12,605	11,300	10,220
其他非流動資產	3,405	3,500	3,100	3,120	3,002
新增負債	1,500	2,500	1,000	0	600
償還負債	400	1,200	600	400	0
資本化利息之支付額	400	350	320	230	200
支付利息	950	805	720	650	559
支付所得稅	770	882	740	750	642
營業活動淨現金流量	5,420	5,664	5,120	5,380	4,388
資本支出（當年度）	800	800	1,000	700	500
存貨變動數	-60	-420	660	1,100	2,020
現金股利	2,200	2,780	2,000	2,520	2,080

長期股權投資係採權益法，且係為公司經營策略目的必要之轉投資。2014年的長期股權投資金額為1,500百萬元。試問：

- (一)該公司2019年的權益自由現金流量 (Free Cash Flow to Equity) 為何？權益自由現金流量的用途有那些？請列舉兩項。(10分)
- (二)該公司2019年的現金利息保障倍數 (Cash Interest Coverage Ratio) 為何？請寫出利息保障倍數的公式。現金利息保障倍數相較於利息保障倍數有何優點？(10分)
- (三)該公司2019年的現金再投資比率 (Cash Reinvestment Ratio) 為何？衡量此比率之用途為何？該公司現金流量允當比率 (Cash Flow Adequacy Ratio) 為何？衡量此比率之用途為何？(10分)

試題評析	本題考出現金流量分析較難考題，分別考出權益自由現金流量、現金利息保障倍數、現金再衡量比率分析及現金適當比率，因現金再衡量比率及現金適當比率為財務報表分析中較冷門考題，所以同學要拿到全部分數相對困難。但權益自由現金流量及現金利息保障倍數應該要全部拿分。
考點命中	1.《高點·高上財報分析講義》第一回，陳仁易編撰，頁48-49。 2.《高點·高上財報分析講義》第一回，陳仁易編撰，頁69。

答：
(一)

【版權所有，重製必究！】

- 1.權益自由現金流量： $5,420-2,200+1,500-400-800-500=3,020$
- 2.權益自由現金流量為在不影響營運下可以自由使用的現金餘額，此金額可以用來衡量企業是否有多餘的資金擴充不動產、廠房或設備，以利擴大營運規模；或是否有多餘的現金可以發放股利給投資人；或是否有多餘的現金可以清償負債等。

(二)

$$1. \text{現金利息保障倍數} = \frac{5,420+950+770}{950} = 7.52$$

$$2. \text{利息保障倍數} = \frac{\text{稅前利息} + \text{利息費用}}{\text{利息費用}};$$

由於債務本金與利息均須以現金支付，故一般認為採用現金利息保障倍數較利息保障倍數更能衡量企業之償債能力。

(三)

$$1. \text{現金再投資比率} = \frac{5,420-2,200}{55,400+5,000+3,405+(13,300-9,000)} = 4.73\%$$

2. 現金再投資比率在衡量企業由於營業活動所獲得現金流量扣除當期發放現金股利，所被保留的現金，佔各項營運資產的比率，用以於再投資各項資產比率。

$$3. \text{現金流量允當比率} = \frac{25,972}{3,800+1,760+11,580} = 1.52$$

4. 現金流量允當比率在衡量企業由營業活動所獲得之現金流量，是否足以支應企業資本支出、淨存貨投資及現金股利等活動之現金流出。

二、運用財務槓桿經營，以獲得對公司及股東最大效益的經營方式，是企業的經營策略之一。下列為某上市公司過去四年度的部分資產負債表及綜合損益表：

資產負債表 (部分)				單位：百萬元
會計科目	2019年	2018年	2017年	2016年
流動資產	5,350	6,227	5,853	5,386
非流動資產	5,047	5,155	4,832	4,691
資產總額	10,397	11,382	10,685	10,077
流動負債	2,143	3,583	2,977	2,563
非流動負債	2,282	1,775	2,050	2,113
負債總額	4,425	5,358	5,027	4,676
股本	1,821	1,821	1,821	1,821
權益總額	5,972	6,024	5,658	5,401

綜合損益表 (部分)				單位：百萬元
會計科目	2019年	2018年	2017年	2016年
營業收入淨額	8,839	10,416	9,581	8,806
營業毛利	1,535	1,932	1,853	1,832
營業費用	784	832	791	782
營業利益	751	1,100	1,062	1,050
財務成本	58	53	42	40
稅前淨利	693	1,047	1,020	1,010
所得稅費用	139	209	204	202
稅後淨利	554	838	816	808

該公司2015年的資產總額為9,760百萬元，權益總額為5,235百萬元。假設各年度的非流動負債都是公司向銀行舉借的長期負債，借款財務成本為當年度的平均借款成本。

試問：

(一) 該公司2016~2019年各年度的總資產報酬率為何？(8分)

(二) 該公司2016~2019年各年度的權益報酬率為何？(8分)

(三)該公司2016~2019年各年度是否有善用財務槓桿？說明理由。(8分)

試題評析	本題型為利用杜邦模型將資產報酬率與權益報酬率，再利用財務槓桿指數判斷公司是否有善用財務槓桿使權益投資人賺取更多報酬，此題因較簡單，且為財報分析考試重點，故同學應該可以全數拿分。
考點命中	《高點·高上財報分析講義》第二回，陳仁易編撰，頁32-34。

答：

(一)

年度	總資產報酬率
2016	$\frac{808 + 40 \times (1 - 20\%)}{(9,760 + 10,077) \div 2} = 8.47\%$
2017	$\frac{816 + 42 \times (1 - 20\%)}{(10,077 + 10,685) \div 2} = 8.18\%$
2018	$\frac{838 + 53 \times (1 - 19.96\%)}{(10,685 + 11382) \div 2} = 7.98\%$
2019	$\frac{554 + 58 \times (1 - 20.06\%)}{(11382 + 10,397) \div 2} = 5.51\%$

(二)

年度	權益報酬率
2016	$\frac{808}{(5,235 + 5,401) \div 2} = 15.19\%$
2017	$\frac{816}{(5,401 + 5,658) \div 2} = 14.76\%$
2018	$\frac{838}{(5,658 + 6,024) \div 2} = 14.35\%$
2019	$\frac{554}{(6,024 + 5,972) \div 2} = 9.24\%$

(三)

年度	財務槓桿指數
2016	$\frac{15.19\%}{8.47\%} = 1.79$ ；大於1，代表企業有善用財務槓桿
2017	$\frac{14.76\%}{8.18\%} = 1.80$ ；大於1，代表企業有善用財務槓桿
2018	$\frac{14.35\%}{7.98\%} = 1.80$ ；大於1，代表企業有善用財務槓桿
2019	$\frac{9.24\%}{5.51\%} = 1.68$ ；大於1，代表企業有善用財務槓桿

三、基於愈來愈多的企業會進行許多資產的投資及併購行為，因此評價工作愈來愈受到重視。評價模型有以資產為基礎，也有以未來現金流量為基礎。其中以未來現金流量為基礎的衡量包含：股利、盈餘、自由現金流量。

(一)假設一家上市公司從明年起3年期間估計各期股利成長率分別為8%、9%、10%，至第4年後逐漸變成穩定成長，估計每年以4%固定成長率繼續成長。假設該公司今年發放每股\$2現金股利，投資人必要報酬率為10%，請問該公司的合理每股價值為何？(8分)

(二)假設公司的盈餘皆用於支付股利及投資新資產。該公司前一年度淨利為\$100，股利支付率為80%，公司的盈餘、股利及投資成長率皆為5%。該公司當年度負債增加\$10，仍用以投資新資產。該公司的負債比率為50%，稅後負債成本為6%。假設使用資本資產訂價模式CAPM估計權益報酬率，無風險利率為2%，系統風險為1.5，權益市場報酬率為6%。該公司在當年度營業淨利

為\$120，請問公司價值為何？（8分）

試題評析	本題型為預測公司價值題型，此題型需善用股價預測模型，故同學在解題時應注意公式之運用及計算之過程，此題較不易拿分。
考點命中	《高點·高上財報分析講義》第二回，陳仁易編撰，頁49-50。

答：

(一)

$$\frac{2}{(1+10\%)^1} + \frac{2.16}{(1+10\%)^2} + \frac{2.3544}{(1+10\%)^3} + \frac{2.58984}{(1+10\%)^4} + \frac{2.6934336}{(10\%-3\%)} \times \frac{1}{(1+10\%)^4} = 68.074$$

(二)

加權資金成本率=2%+1.5(6%-2%)=8%

$$\text{公司價值} = \frac{100}{(1+8\%)^1} + \frac{120}{(1+8\%)^2} = 247.64$$

四、下列為過去兩年度在臺灣股票市場的B上市公司的部分綜合損益表：

綜合損益表（部分）		單位：百萬元
會計科目	2019年	2018年
營業收入淨額	93,624	87,910
營業成本	84,135	80,249
營業毛利	9,489	7,661
營業利益	801	126
財務成本	255	291
稅前淨利（淨損）	546	(165)

B公司在2018年的銷售量為1,020百萬元，2019年的銷售量為1,060百萬元。公司營利事業所得稅率為20%，2019年公司的付息負債為12,630百萬元，權益為21,902百萬元，加權平均資金成本為6%。

- (一)該公司在2019年的營業毛利相較於2018年的營業毛利增加1,828百萬元，其中因為售價差異、成本差異及銷售量差異的影響各為何？（18分）（百萬元為單位，取至小數4位）
- (二)經濟附加價值（Economic Value Added, EVA）之衡量已經逐漸受到實務界重視，請問可彌補傳統淨利衡量指標何種缺失，並計算B公司在2019年的EVA。（12分）

試題評析	本題型為差異分析比較，並且考到財報分析較不易使用之經濟附加價值，故同學在解題時應注意公式之運用及計算之過程，此題較不易拿分。
考點命中	《高點·高上財報分析講義》第二回，陳仁易編撰，頁49-53。

答：

- (一) 2019年銷售單價=93,624÷1,060=88.3245
 2018年銷售單價=87,910÷1,020=86.1863
 2019年銷售單價較2018年高2.1382，因銷售單價上升2180.964百萬元；
 2019年單位成本=84,135÷1,060=79.3726
 2018年單位成本=80,249÷1,020=78.6755
 2019年單位成本較2018年高0.6971，故銷貨成本上升711.042百萬元；
 2019年單位毛利=(93,624-84,135)÷1,060=8.95188
 2019因銷量增加之毛利=8.95188×(1,060-1,020)=358.0752百萬元。
- (二)經濟附加價值=801×(1-20%)-6%×(12,630+21,902)= -1431.12