

Normalisering av arbeidskapital i transaksjoner

I transaksjonsprosesser er det vanlig at man tidlig låser verdien av selskapet i form av selskapsverdi/enterprise value, og ut ifra denne utleder egenkapitalverdien, det vil si verdien av aksjene i selskapet. Man bør så tidlig som mulig bli enige om **prinsippene for normalisering av arbeidskapitalen og få dette klart definert allerede i intensjonsavtalen.**

Artikkelen er forfattet av:



Statsautorisert revisor/MBA
Bjarte M. Jonassen
Partner Deloitte Audit & Advisory



Siviløkonom
Rasmus Møller
Senior Deloitte Audit & Advisory

Normalisering av arbeidskapital er ingen eksakt vitenskap, men mer å regne som en safari i en jungel av teori, praksis og taktikk. Det som derimot er helt sikkert, er at dette er et område hvor det forhandles om fordelingen av store verdier mellom kjøper og selger og at man må være våken for å sikre sine verdier.

Justeringspostene mellom *selskapsverdi* og *egenkapitalverdi* er typisk regulert gjennom relativt uskyldige formuleringer som «endelig vederlag skal justeres for netto rentebærende gjeld og normalisering av arbeidskapitalen» eller lignende. Man kan derfor lett forledes til å tro veien fra *selskapsverdi* til *egenkapitalverdi* er rene autostradaen – hvor justeringene følger en standardisert og faglig velbegrunnet prosess. Det er dessverre sjelden tilfelle. Justeringsmekanismene som finner sted mellom det foreløpige og endelige vederlaget, er snarere en jungel av finanst teori, observert praksis og forhandlingstaktikk. Dette gjør at vesentlige verdier – også målt i forhold til vederlaget – flyttes mellom kjøper og selger. At problemstillingen knapt er omtalt i anerkjent verdsettelseslit-

teratur gjør det heller ikke lettere å navigere seg gjennom denne jungelen.

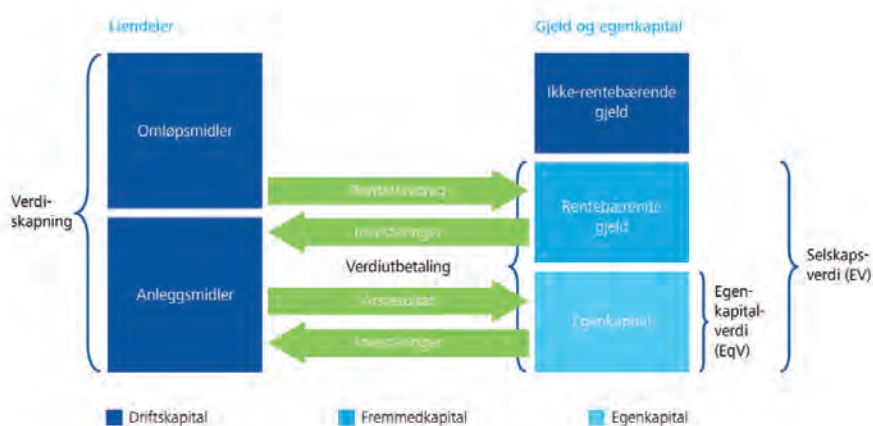
I artiklene «Konseptuell modell for utledning av egenkapital – Del I & II» i Revisjon & Regnskap 4/09 og 5/09 omtalte vi det teoretiske rammeverket rundt disse justeringspostene. I denne artikkelen skal vi se nærmere på den justeringsposten som erfaringsmessig skaper mest hodebry – nemlig normalisering av *netto arbeidskapital* (eller bare arbeidskapitalen).

Problemstillingen

Selskapsverdien av en virksomhet innebærer totalverdien på selskapets eiendeler på kontant- og gjeldfri basis. Det vil si at man verdsetter nettoverdien av driftskapitalen (de mørkeblå boksene i figuren under). Fra denne verdien trekker man så fra netto rentebærende gjeld (eventuelt legger til netto kontanter), så får man prisen for aksjene i selskapet.

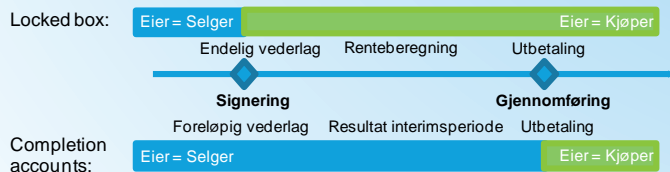
Det er to alternative oppgjørmekanismer som kan benyttes i denne justeringen, og forskjellen mellom disse er i hovedsak hvem som har den økonomiske risikoen i interimperioden fra signering av aksjekjøpsavtalen og frem til endelig gjennomføringstidspunkt (closing):

- Locked box – gjennomfører justeringen på signeringsdato (ev. med renteberegning frem til gjennomføringsdato). Økonomisk risiko går over fra selger til kjøper på signeringsdato og selger mottar rentekompensasjon frem til pengene utbetales på gjennomføringsdato. I denne modellen tilfaller resultatet i interimperioden kjøperen.
- Completion Accounts – gjennomfører justeringen på gjennomføringsdato basert på balansen pr. gjennomføringsdato. Økonomisk risiko går over fra selger til kjøper på gjennomføringsdato og selger tilføres selskapets resultat i interimperioden mellom signering og gjennomføring.



Figur 1

Forskjellen mellom disse oppgjørmekanismene kan, litt forenklet, illustreres som følger:



Figur 2

Problemstillingene rundt arbeidskapital vil være identiske under begge metodene og disse vil derfor ikke utdypes nærmere her. På et eller annet tidspunkt må man altså uansett gå fra en *selskapsverdi* til en *egenkapitalverdi* (fordi det er aksjene i selskapet som kjøpes), og det er her vi nærmer oss problemstillingene.

Driftskapitalen består i basis av to komponenter som skal følge med på kjøpet – anleggsmidlene (det vil si driftsmidlene som er i bruk i selskapet) og arbeidskapital (det vil si omløpsmidler minus ikke-rentebærende gjeld). Driftsmidlene er som regel kurante å forholde seg til – og med mindre man har over- eller underinvestert vesentlig, skal det normalt ikke skje noen justeringer her. Driftsmidlene følger med på kjøpet som de er.

Beregningene rundt netto arbeidskapital er imidlertid ganske krevende, og det er ofte her slaget står i mange transaksjoner. En «normal» arbeidskapital er nødvendig for å drive virksomheten og denne arbeidskapitalen må derfor også følge med på kjøpet. Problemet er at hva som faktisk er arbeidskapital, sjelden er klart definert. Ordinære kundefordringer, varelager og leverandørgjeld er normalt inkludert, men hva med andre kortsiktige fordringer og gjeldsposter – eller fordringer/leverandørgjeld knyttet til leasing og investeringer?

Sammenlignet med andre investeringer, har arbeidskapitalen en del helt særegne karakteristika. For det første samvarierer investeringen i arbeidskapital i takt med omsetningen i selskapet. For det andre er investeringen reversibel i den forstand at den genererer en positiv kontantstrøm dersom omsetningen i selskapet faller (eller sagt på en annen måte: arbeidskapitalen har høy residualverdi). For det tredje har arbeidskapitalen også en betydelig innbygd egenfinansiering, i den forstand at en vekst i omsetningen i virksomheten også vil generere «vederlagsfri» finansiering i form av økte leverandørkreditter og økning i annen kortsiktig gjeld.

Videre er arbeidskapitalen som regel aldri «normal», den vil stort sett alltid ligge over eller under et normalnivå, noe som også betyr at kontantbeholdningen/gjelden i selskapet er unormalt lav eller høy. Til alt overmål er heller ikke det «normale» nivået en kjent størrelse, og det foreligger sjelden en omforent måte å beregne dette på. Selger vil alltid ønske at denne er lav (fordi man da får mer betalt for ekstra arbeidskapital som følger med) og kjøper vil alltid ønske at denne er høy (fordi man da får mye arbeidskapital med på kjøpet).

Det teoretiske utgangspunktet vil typisk være virksomheten slik den er på overdragelsestidspunktet, og man må legge til grunn de forutsetningene som er lagt til grunn i verddivurderingen av den *selskapsverdien* man er enige om. Det er vel og bra i teorien, men i

praksis foregår ikke transaksjoner på denne måten – *selskapsverdien* man er enige om, er snarere et resultat av budgivning og forhandlinger, og ikke en klart definert verdsettelse. Analysene må derfor ta utgangspunkt i en hypotetisk verdsettelse som man antar partene kunne vært omforent om på avtaletidspunktet.

Klassifikasjon av balansen

For å gjøre analysen av arbeidskapital må man først gruppere balansen i hva som er *netto arbeidskapital*, *netto rentebærende gjeld* og *annet*. For mange av balansestørrelsene er klassifiseringen åpenbar (eksempelvis vil gjeld til kredittinstitusjoner alltid være gjeld), mens andre balansestørrelser kan være mer uklare (eksempelvis betalbar og utsatt skatt) og i enkelte tilfeller vil man ende opp med å måtte klassifisere en post i flere grupper. En skjematisk oversikt over mulig klassifisering er angitt under (med utgangspunkt i oppstillingsplanen i Regnskapsloven), og de typiske diskusjonspostene er angitt med flere mulige klassifikasjoner. Oppstillingen under er på ingen måte skrevet i stein og det må foretas en konkret vurdering av dette i hver enkelt transaksjon.

For å klargjøre klassifikasjonen vil vi gå nærmere inn i de typiske diskusjonspostene som oppstår i praksis og se hvilke hensyn man bør ta i den konkrete vurderingen av disse.

a. Utsatt skatt/utsatt skattefordel

Utsatt skatt og utsatt skattefordel oppstår som følge av forskjeller mellom regnskapsmessige og skattemessige verdier, og representerer en økonomisk eiendel eller gjeld i form av redusert eller økt

EIENDELER		Netto arbeidskapital	Netto rente-bærende gjeld	Annet
A.	Anleggsmidler			
I.	Immaterielle eiendeler			
1.	Forskning og utvikling			X
2.	Konsesjoner, patenter, lisenser, varemerker o.l.			X
3.	Utsatt skattefordel		X	X
4.	Goodwill			X
II.	Varige driftsmidler			
1.	Tomter, bygninger og annen fast eiendom			X
2.	Maskiner og anlegg			X
3.	Skip, rigger, fly og lignende			X
4.	Driftsløsøre, inventar, verktøy, kontormaskiner o.l.			X
III.	Finansielle anleggsmidler			
1.	Investeringer i datterselskap		X	X
2.	Investeringer i annet foretak i samme konsern		X	X
3.	Lån til foretak i samme konsern		X	
4.	Investeringer i tilknyttet selskap		X	X
5.	Lån til tilknyttet selskap og FKV		X	
6.	Investeringer i aksjer og andeler		X	
7.	Obligasjoner		X	
8.	Andre fordringer	X	X	
B.	Omløpsmidler			
I.	Varer	X		
II.	Fordringer			
1.	Kundefordringer	X		
2.	Andre fordringer	X		
3.	Krav på innbetaling av selskapskapital		X	
III.	Investeringer			
1.	Aksjer og andeler i foretak i samme konsern		X	
2.	Markedsbaserte aksjer		X	
3.	Markedsbaserte obligasjoner		X	
4.	Andre markedsbaserte finansielle instrumenter		X	
5.	Andre finansielle instrumenter		X	
IV.	Bankinnskudd, kontanter og lignende		X	
EGENKAPITAL OG GJELD		Netto arbeidskapital	Netto rente-bærende gjeld	Annet
D.	Gjeld			
I.	Avsetning for forpliktelser			
1.	Pensjonsforpliktelser		X	X
2.	Utsatt skatt		X	X
3.	Andre avsetninger for forpliktelser		X	X
II.	Annen langsiktig gjeld			
1.	Konvertible lån		X	
2.	Obligasjonslån		X	
3.	Gjeld til kredittinstitusjoner		X	
4.	Øvrig langsiktig gjeld		X	
III.	Kortsiktig gjeld			
1.	Konvertible lån		X	
2.	Sertifikatlån		X	
3.	Gjeld til kredittinstitusjoner		X	
4.	Leverandørgjeld	X		
5.	Betalbar skatt	X	X	
6.	Skyldige offentlige avgifter	X		
7.	Annen kortsiktig gjeld	X		
SUM		Σ	Σ	Σ

betalbar skatt i fremtiden. Spørsmålet er om dette skal regnes som en rentebærende gjeld (selv om den jo strengt tatt ikke er rentebærende) eller om den skal holdes helt utenfor i justeringen av vederlaget. Her er det avgjørende å gjøre en analyse av hva den utsatte skatten/skattefordelen består av og hvor langt frem det er til denne materialiserer seg i form av en even-

tuell betalbar skatt. Vi skiller mellom to kategorier forskjeller.

- *Reelt skattereduserende/økende poster:* Er posten knyttet til gevinst/tapskonto, fremførbart underskudd eller lignende, vil disse reelt medføre en endring i betalbar skatt i nær fremtid og dermed ha en økonomisk effekt. Denne effekten er ikke nødvendigvis det samme

som bokført verdi, fordi man også må vurdere neddiskontering av beløpene dersom de ligger noe frem i tid.

- *Øvrige poster:* Er posten derimot knyttet til andre forskjeller i skattemessige og regnskapsmessige verdier, er det ikke gitt at disse noen gang vil reversere. Eksempelvis kan man se dette på driftsmidler med forskjellig avskrivingsmetode skattemessig (saldo) og regnskapsmessig (lineær). Da vil man ved en jevn reinvesteringstakt kunne skyve forskjellene foran seg i all evighet (som følge av forskjellen i avskrivingsmetode). I slike tilfeller er det ingenting som tilsier justering av vederlaget.

b. Betalbar skatt

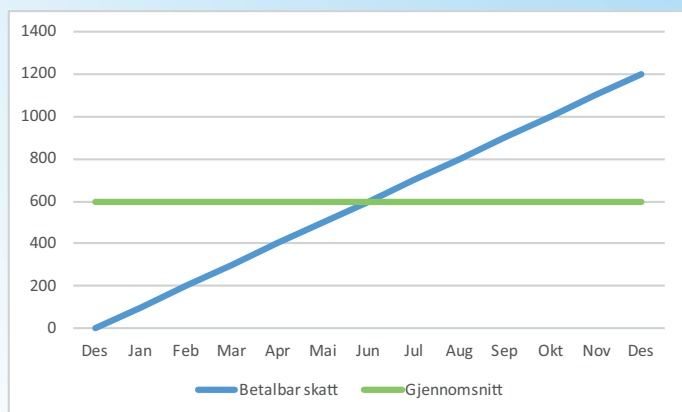
Betalbar skatt er en litt krevende post å klassifisere. På den ene siden er det en faktisk gjeldsforpliktelse som man vet vil komme til betaling i nær fremtid (i livet er jo som kjent det eneste sikre døden og skatt), noe som isolert sett taler for å klassifisere denne som en gjeld. På den andre siden kan man vurdere betalbar skatt som en hvilken som helst annen kostnad hvor leverandøren (det vil si kemneren) gir kreditt på betalingen, noe som heller taler for å klassifisere den betalbare skatten som arbeidskapital. At man ikke betaler renter på ikke-tiltalt skatt, taler også for ikke å vurdere posten som «rentebærende gjeld».

Faktum er at det ikke finnes noen fasitsvar her, og vi ser i praksis klassifisering både som gjeld og arbeidskapital. Det blir derfor viktig for kjøper og selger å ha et bevisst forhold til posten, slik at en er klar over hva som er mest gunstig fra sitt ståsted.

Eksempel

Betalbar skatt på 1200 påløper jevnt gjennom året og betales 31.12. (ingen forskuddsskatt).

Skal vurderingen skje pr. 31.12, vil man ved klassifisering av betalbar skatt som gjeld få en negativ justering for selger med 1200, mens man ved klassifisering som arbeidskapital kun vil få 600 (1200 minus gjennomsnittlig betalbar skatt = 600). Dette resultatet gjelder generelt uansett når på året transaksjonen skjer, fordi man ved klassifisering som gjeld ser helt bort ifra den faktiske finansieringen som ligger i utsatt betaling av resultatskatt.



Figur 4

c. Bundne midler (inkl. skattetreksmidler)

Bundne midler er typisk penger man oppbevarer på vegne av tredjemann, og de vil derfor ha en tilsvarende motpost på gjeldssiden. Tar man eksempelet med skattetreksmidler, er dette penger som oppbevares på egen konto på vegne av kemneren for innbetaling neste skattetermin. Eiendelen har en tilsvarende gjeldspost i skyldig skattetrekk. Postene varierer normalt i takt med virksomheten og gir ofte beskjedne renteinntekter. Basert på dette vil det mest naturlige være å inkludere begge beløpene i netto arbeidskapital og holde slike midler helt utenfor beregningen av netto gjeld.

Dette argumentet kan møtes med at man av og til kan erstatte disse midlene med bankgarantier og dermed frigjøre disse kontantene (eksempelvis skattetreksmidler som lovlig kan erstattes med bankgarantier etter Skattebetalingsloven). Skal man følge en slik argumentasjonsrekke helt ut, vil imidlertid en slik garanti medføre ekstra garantikostnader som i prinsippet ville medført tilsvarende lavere verdsettelse på virksomheten, og da er man like langt.

d. Pensjon

Pensjonsforpliktelser dukker opp i balansen dersom selskapet har ytelsesplaner (det vil si at man har lovet den ansatte en viss prosent av en fremtidig lønn i pensjon), men ikke dersom selskapet kun har innskuddsplaner (det vil si at man skyter inn et avtalt periodisk pengebeløp til pensjon).

Pensjonsordninger er i seg selv kompliserte, og regnskapsreglene på området bidrar dessverre heller ikke til å klargjøre hva som er den faktiske netto økonomiske forpliktelsen for selskapet. Vi skal ikke gå ytterligere inn på pensjonsordningene og regnskapsføringen av disse her, men som et generelt råd bør det i transaksjoner alltid innhentes en aktuarberegning for å få oversikt over om det kan ligge beløp her som må inn i beregningen av netto rentebærende gjeld. En tilnærming kan da være å innhente pris på hvilket oppgjør en må ha for å avvikle ordningen ved å utstede fripoliser og da fortsette med innskuddsordning fremover. Dette oppgjørsbeløpet bør da vurderes inkludert i netto rentebærende gjeld.

e. Utbytte

Et utbytte som er vedtatt/vil bli vedtatt er penger som vil deles ut fra selskapet og dermed redusere kontantbeholdningen. Slik sett er utbytte å regne som en hvilken som helst annen gjeld som dermed skal inngå i beregningen av netto rentebærende gjeld (som om den strengt tatt ikke er rentebærende), gitt at selger har intensjon om å gjennomføre utbetaling av utbyttet.

f. Betingede eiendeler/forpliktelser

I en virksomhet vil det ofte være eiendeler og forpliktelser som er avhengige av at en betingelse inntrer. Det kan være seg rettsaker, tvister, bonuser, bøter osv. Regnskapsreglene (både etter N-GAAP og IFRS) har særskilte regler for bokføring av slike eiendeler og forpliktelser som ikke nødvendigvis samsvarer med den økonomiske verdien av eiendelen/forpliktelsen.

Man skal for eksempel kun innregne en betinget forpliktelse dersom den er sannsynlig (vanligvis >50 % sannsynlighet) og kvantifiserbar. Foreligger det en forpliktelse på 1 mill. NOK med 40 % sannsynlighet, så skal den ikke inn i balansen (kun i note), mens man i økonomisk forstand selvsagt fortsatt har en forpliktelse. Det riktige vil da være å beregne en sannsynlighetsvektet verdi på eiendelen og inkludere denne i beregningen av netto rentebærende gjeld. I eksempelet over vil man da inkludere 1 mill. NOK x 40 % = NOK 400 000 som en rentebærende gjeld (eventuelt neddiskontert dersom beløpet ligger frem i tid).

Alternativt kan man holde slike betingede eiendeler og forpliktelser helt utenfor justeringspostene og heller håndtere disse i form av selgergarantier (såkalte reps & warranties), noe som er en veldig vanlig metode i praksis.

g. Avsetninger (delkreder/ukurans)

En annen post man må være oppmerksom på, er skjønsmessige avsetningsposter som delkrederavsetning på kundefordringer og ukuransavsetning på varelager. I teorien bør arbeidskapitalanalysene alltid gjøres netto for slike avsetninger. Problemstillingen er imidlertid at disse gjerne ikke oppdateres ved hver regnskapsavslutning, slik at man lett får plutselige bevegelser i arbeidskapitalen når disse oppdateres.

Man kan tenke seg et eksempel hvor kundefordringene er eneste arbeidskapitalpost og disse er 1000 minus 100 i delkrederavsetning gjennom hele året, det vil si netto kundefordringer lik 900. Dersom man da siste dag i året fjerner delkrederavsetningen, er faktisk arbeidskapital lik 1000 mens «normal» arbeidskapital er lik 900, noe som tilsier et tillegg i vederlaget til selger på 100. Som følge av at justeringer i slike skjønsmessige avsetninger slår direkte ut, må man som kjøper derfor være årvåken dersom det skjer vesentlige justeringer i disse i forbindelse med transaksjonsprosessen.

h. Fordringer/gjeld knyttet til investeringer

Ofte vil man kunne se betydelige fordringer og gjeldsposter knyttet til investeringer i varige driftsmidler. Dette kan fremkomme enten i leverandørgjelden ved ordinære kjøp av nye driftsmidler og operasjonelle leieavtaler, eller det kan fremkomme i balansen som følge av balanseføring av finansielle leieavtaler (leasing).

I forbindelse med analyse av arbeidskapitalen skaper slike effekter støy i analysen, fordi vi kun skal se på kapitalbindingen som finner sted i det ordinære varekretsløpet. Netto arbeidskapital må derfor «renses» for alle slike effekter som er knyttet til investeringsyklusen.

Det som derimot kan bli et spørsmål, er om leverandørgjelden til disse investeringene skal inngå som en justering i netto rentebærende gjeld. I tillegg til dette kan det komme inn justeringer i netto rentebærende gjeld knyttet til finansielle leieavtaler (som jo i praksis er det samme som kjøp med implisitt finansiering),

at selger har forpliktet seg til store fremtidige investeringer eller at selskapet på balansedagen er vesentlig underinvestert i anleggsparken.

Normalisering – beregning av normalisert arbeidskapital

Når partene er enige om hvilke poster som utgjør arbeidskapitalen, starter som regel neste slag. – Hvordan skal en beregne normalisert arbeidskapital?

Det finnes uendelig mange måter å komme frem til en normalisert arbeidskapital på, det være seg i forhold til beregningsmetode eller i forhold til periodelengde. Dette fører ofte til at partene i transaksjonsprosessen blir stadig mer kreative for å sikre seg en best mulig avtale. Det er likevel ikke alle metoder som passer like godt, for eksempel vil det for et selskap i sterk vekst ikke være særlig relevant å anvende en aritmetisk gjennomsnittsberegning med et langt tidsintervall. Vi vil videre se på tre av de vanligste metodene for beregning av normalisert arbeidskapital, samt drøfte valg av tidsintervall.

Aktuelle beregningsmetoder

1. **Aritmetisk beregning** av arbeidskapital er en gjennomsnittsberegning av den valgte periodens arbeidskapital. Tanken bak denne beregningen er at arbeidskapitalen for selskapet er relativt konstant og ikke avhengig av selskapets omsetning.
2. **Arbeidskapital i % av LTM (Last Twelve Months/Siste 12 måneders) omsetning** beregner arbeidskapitalen som en andel av siste 12 måneders omsetning. Metoden skal reflektere at arbeidskapitalens størrelse er avhengig av selskapets omsetning.
3. **Arbeidskapital i % av annualisert omsetning** beregner arbeidskapitalen som en andel av periodens annualiserte omsetning. Hvis en tenker seg at et selskaps kvartalsomsetning er 100 og arbeidskapitalen er 100, så vil andelen være 25% ($100/100 \cdot 4$).

Metodene har sine fordeler og ulemper, og det er ikke nødvendigvis slik at en metode vil fungere uansett. For å illustrere dette vil vi benytte oss av metodene på tre enkle eksempler i form av virksomhetene **Stabil AS**, **Vekst AS** og **Sesong AS** – for å illustrere effektene på henholdsvis en stabil virksomhet, et selskap i vekst og et selskap som opererer i sesongavhengig bransje.

Stabil AS

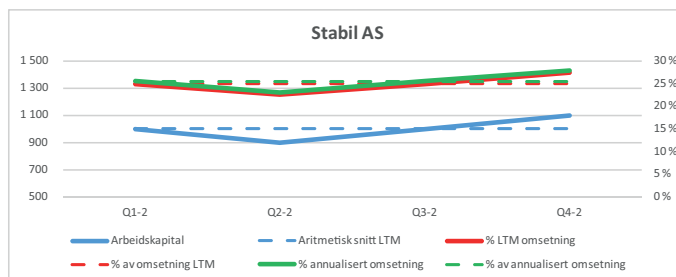
Stabil AS er et modent selskap med stabile inntekter. Ved å benytte aritmetisk beregning vil vi finne at den gjennomsnittlige arbeidskapitalen for det siste året er 1000, altså 100 mindre enn ved periodens utgang. Aritmetisk metode er anvendelig når selskapet har en stabil utvikling og den historiske arbeidskapitalen er relevant for dagens situasjon.

Ved å beregne arbeidskapital som prosent av siste 12 måneders omsetning beveger arbeidskapitalen seg mellom 23–28 %, med et gjennomsnitt på 25 %. 25 % multiplisert med årets omsetning gir en normalisert arbeidskapital på 1000. Denne metoden er anvendelig når selskapets historiske arbeidskapitalandel er relevant for dagens situasjon. I situasjoner hvor selskapet i tillegg er i endring, vil denne metoden også ha mulighet til å tilpasse seg, sammenlignet med aritmetisk metode.

Stabil AS				
	Q1-2	Q2-2	Q3-2	Q4-2
Omsetning	1 000	1 000	1 000	1 000
Arbeidskapital	1 000	900	1 000	1 100
% LTM omsetning	25 %	23 %	25 %	28 %
% annualisert omsetning	25 %	23 %	25 %	28 %

Normalisert AK		Anvendelse?	
Aritmetisk snitt LTM	1 000	V	
% av omsetning LTM	25 %	V	
% av annualisert omsetning	25 %	V	

* Omsetning og arbeidskapital er lik for år 1 som i år 2.



Figur 5

Den siste metoden bruker arbeidskapital som andel av annualisert omsetning. På grunn av eksempelets enkelhet kommer vi her frem til samme normaliserte arbeidskapital som ved de andre metodene. Denne metoden passer best i selskaper hvor siste periode er representativt for fremtiden, noe som også gjelder Stabil AS.

Eksemplene viser at alle metodene er anvendelige for Stabil AS. Dette på grunn av at selskapets omsetning i hele perioden er stabil og dermed relevant.

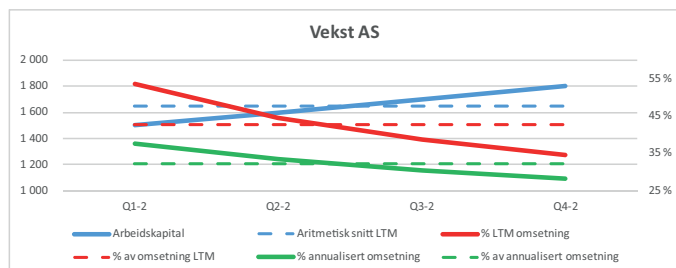
Vekst AS

Vekst AS er et selskap i stor vekst noe som illustreres ved høy vekst både i omsetning og arbeidskapital.

Vekst AS				
	Q1-2	Q2-2	Q3-2	Q4-2
Omsetning	1 000	1 200	1 400	1 600
Arbeidskapital	1 500	1 600	1 700	1 800
% LTM omsetning	54 %	44 %	38 %	35 %
% annualisert omsetning	38 %	33 %	30 %	28 %

Normalisert AK		Anvendelse?	
Aritmetisk snitt LTM	1 650	X	
% av omsetning LTM	43 %	V	
% av annualisert omsetning	32 %	V	

* Omsetning og arbeidskapital har hatt samme vekstrate i år 1 som i år 2.



Figur 6

Aritmetisk metode er dermed ikke særlig anvendelig da den historiske arbeidskapitalen ikke er relevant for dagens situasjon. Metoden gir en normalisert arbeidskapital på 1650 som er vesentlig

lavere enn dagens nivå. For et selskap i sterk vekst er det ikke særlig sannsynlig at den normale egenkapitalen vil ligge så lavt.

Arbeidskapital som andel av siste 12 måneders omsetning reflekterer at arbeidskapitalen er stigende som følge av veksten. Dette fører til en høyere normalisert arbeidskapital sammenlignet med aritmetisk metode.

Det samme gjelder ved bruk av arbeidskapital som andel av annualisert omsetning. Det som skiller disse to, er at denne metoden i større grad tar hensyn til at andelen arbeidskapital er synkende som følge av høyere vekst i omsetning enn i arbeidskapital. Dette medfører at denne metoden gir en lavere normalisert arbeidskapital sammenlignet med forrige metode.

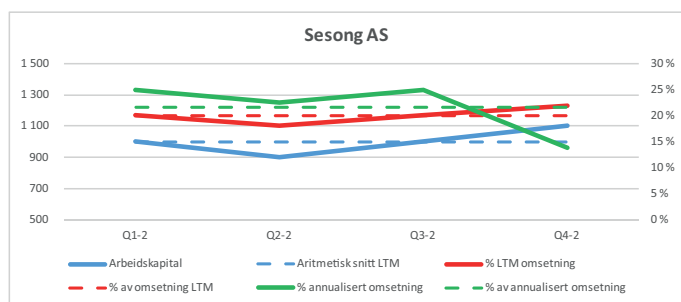
Eksemplene viser at aritmetisk snitt-metode ikke er anvendelig for selskaper i vekst. Arbeidskapital som andel av siste 12 måneder og annualisert omsetning tar hensyn til at arbeidskapitalen er stigende, mens sistnevnte i større grad reflekterer at arbeidskapitalandelen er fallende.

Sesong AS

Sesong AS er et selskap med store sesongvariasjoner, som er illustrert ved at omsetningen er dobbelt så høy i 4. kvartal sammenlignet med resterende kvartal.

Sesong AS				
	Q1-2	Q2-2	Q3-2	Q4-2
Omsetning	1 000	1 000	1 000	2 000
Arbeidskapital	1 000	900	1 000	1 100
% LTM omsetning	20 %	18 %	20 %	22 %
% annualisert omsetning	25 %	23 %	25 %	14 %
Normalisert AK			Anvendelse?	
Aritmetisk snitt LTM		1 000	V	
% av omsetning LTM	20 %	1 000	V	
% av annualisert omsetning	22 %	1 725	X	

* Omsetning og arbeidskapital er lik i år 1 som i år 2.



Figur 7

Utover å være et selskap med sesongvariasjoner, er Sesong AS et stabilt selskap. Dette medfører at aritmetisk metode også vil fungere her. Arbeidskapital som andel av siste 12 måneders omsetning vil også gi et godt bilde ettersom vi får med hele perioden og unngår skjev vektning av sesongvariasjonene. Arbeidskapital som andel av annualisert omsetning skal en være forsiktig med når det gjelder sesongvarierende selskaper, noe som også illustreres i eksempelet. For Sesong AS medfører oppgrossing av siste kvartals omsetning, som er høysesong, til en for høy normalisert arbeidskapital.

Valg av periodelengde

For modne selskaper vil det ofte være relativt lite bevegelse i arbeidskapitalen, uansett hvilken periode man ser på. Likevel vil det som regel være perioder med avvik som drar gjennomsnittlig arbeidskapital i den ene eller andre retningen. Ved bruk av data fra for eksempel de 2–3 siste årene vil mengden observasjoner føre til at avvikene får en lavere vektning, som igjen fører til at en kommer nærmere en «riktig» normalisert arbeidskapital. Jo flere relevante observasjoner, jo bedre.

Det kan likevel være grunner til å benytte seg av en kortere periode for modne selskaper. Som for eksempel i et selskap hvor det er tydelig at arbeidskapitalen trender mot å bli høyere eller lavere, eller et selskap hvor det har vært ekstraordinære hendelser i de foregående årene.

Selskaper som er i vekst, opplever som regel store endringer i balansen, som betyr at arbeidskapitalen også er i kontinuerlig endring. Balansen for selskapet et år tilbake kan ha liten eller ingen relevans for selskapet slik det er i dag. Dette betyr i praksis at antall relevante observasjoner er færre enn for et modent selskap. Dette betyr at en må bruke en kort periode som f.eks. siste 18 måneder, 12 måneder, seks måneder eller kanskje en enda kortere periode.

Når det gjelder sesongvarierende selskaper, må en først og fremst benytte seg av data fra hele perioder. På denne måten unngår man en skjevhet i datamateriale som følge av at dataene startes eller avsluttes i eller utenfor en sesong. Dette betyr ofte i praksis at en benytter seg av hele år. Om det lar seg gjøre, er et annet alternativ å justere for sesongvariasjonene. I tillegg må en ta stilling til om sesongselskaper er modent eller i vekst.

En oppsummering av anbefalte metoder er gitt i tabellen under.

Figur 8:

	Aritmetisk snitt LTM	% av omsetning LTM	% av annualisert omsetning	Periode-lengde
Stabil AS	V	V	V	1-3 år
Vekst AS	X	V	V	0-2 år
Sesong AS	V	V	X	1-3 år

Alternativ tilnærming: Modellering eller analyse av sammenlignbare selskaper

Ved modellering av normalisert arbeidskapital etableres arbeidskapitalen som en andel av omsetning. For å beregne andelen vil en måtte gå igjennom de aktuelle postene som inngår i arbeidskapitalen og vurdere hvordan hver enkelt vil slå ut. Å modellere seg frem til normalisert arbeidskapital kan gjøres i de tilfellene hvor det er god kontroll over forholdet mellom inntekter og kostnader. Det vil også være aktuelt å benytte seg av denne metoden dersom andre metoder er uaktuelle.

For å illustrere denne metoden kan en tenke seg et enkelt selskap som har inntekter, varekjøp, lønn og ADK i sin drift. Selskapet fakturerer sine kunder etterskuddsvis med 30 dagers betalingstid. Lønn betales ut midt i opptjeningsmåneden, mens varekjøp og ADK blir fakturert ved levering med 30 dagers betalingstid.

	Årlig	Prosent	1	2	3	4	5	12	Forutsetning
Inntekter	2400	100 %			200	200	200		200	Faktureres etterskuddsvis med 30 dagers betalingstid
Varekjøp	1200	50 %		-100	-100	-100	-100		-100	Faktureres ved levering og 30 dagers betalingsbetingelser
Lønn	600	25 %	-50	-50	-50	-50	-50		-50	Utbetales midt i opptjeningsmåneden
ADK	300	12,5 %		-25	-25	-25	-25		-25	Faktureres ved levering og 30 dagers betalingsbetingelser
Regnskapsmessig resultat			25	25	25	25	25		25	
Δ arbeidskapital			-75	-200	0	0	0		0	
Arbeidskapital			-75	-275	-275	-275	-275		-275	
Normal Arbeidskapital =										
To måneders omsetning	400,0									
En måneders varekjøp/ADK	-125,0									
Netto Arbeidskapital	275,0	11,5 %	av omsetning							

Figur 9

For dette selskapet er forholdet mellom kostnader og omsetning fast. Budsjettert omsetning er 2,4 millioner kroner. Vi har dermed informasjonen vi trenger for å beregne oss frem til normalisert arbeidskapital. Vi vet at innbetalingen av inntektene vil komme to måneder på etterskudd, og utgjøre 400 000 kroner. Kostnader eksklusiv lønn vil trekke ned med én måned, totalt 125 000 kroner. På den måten vet vi at netto arbeidskapital vil være 275 000 kroner, som igjen er omtrent 11,5 % av omsetningen.

En annen tilnærming kan være å basere seg på normtall etter analyse av sammenlignbare selskaper (peers). Det finnes flere databaser som tilbyr slike nøkkeltall og de kan gi en god indikasjon på hva et normalt arbeidskapitalnivå bør ligge på i en gitt bransje for et selskap av en gitt størrelse. Ulempen er at slike nøkkeltall ikke tar hensyn til selskapsespesifikke forhold. En annen ulempe er at anvendelsen av faste nøkkeltall implisitt vil premiere selskaper som er dårlige på styringen av arbeidskapitalen og straffe selskaper som er gode på området. Slike faste nøkkeltall bør derfor anvendes med en viss varsomhet.

Negativ arbeidskapital

I noen tilfeller kan man oppleve at virksomheten har negativ arbeidskapital, det vil si at virksomheten finansierer seg selv ved at innbetalingene fra kunder kommer før utbetalingene relatert til produktene eller tjenestene som tilbys. Eksempelvis kan man se dette i bransjer som transport/reiseliv (kunden betaler for reisen lenge før tjenesten faktisk ytes) og i prosjektvirksomheter (leverandøren har klart å forhandle frem en betalingsprofil hvor innbetalingene kommer før utbetalingene). Spørsmålet blir i slike tilfeller om en da skal legge til grunn at normalisert arbeidskapital faktisk er negativ? Svaret avhenger av om dette faktisk er en del av markedet man opererer i eller om det er spesielle omstendigheter som gjør at vi har negativ arbeidskapital akkurat nå.

Driver man eksempelvis et buss-selskap, vil man kunne oppleve at dette er en del av virksomheten – kundene kjøper månedskort kontant i forkant og man har kreditt på kostnadene i form av leverandører og lønn. I slike tilfeller er negativ arbeidskapital en fundamental del av virksomheten og det kan også legges til grunn at dette er normalt. Driver man derimot en entreprenørvirksomhet hvor man har lykket med å få en gunstig betalingsprofil fra kunden på et konkret prosjekt, er det derimot ikke gitt at dette vil

kunne videreføres når dette avsluttes og man går inn i et nytt prosjekt. I et slikt tilfelle ville det vært mest naturlig å sette normalisert arbeidskapital til null.

Avslutning

Nøkkelspørsmålet er alltid hvilke forutsetninger man har anvendt i verdsettelsen som ligger til grunn for fastsetting av *selskapsverdien*. Siden denne sjelden foreligger i en omforent form, må man legge til grunn hvordan en «normalt» ville ha tenkt i forbindelse med en verdsettelse. Denne artikkelen har gitt noen innspill på hvordan man bør tenke i denne klassifiseringen av balansen og har også gitt noen føringer på hvilke metoder som er best egnet til normaliseringsberegningen.

Det er anbefalt at man så tidlig som mulig blir enige om prinsippene for normalisering av arbeidskapitalen og får dette klart definert allerede i intensjonsavtalen. I en slik klausul bør det klart defineres hvilke poster som skal defineres som arbeidskapital og hvilke poster som skal defineres som kontanter/gjeld. I tillegg bør det settes opp metodikk for normaliseringen av arbeidskapitalen. En slik klausul i intensjonsavtalen vil kunne gjøre gjennomføringen av transaksjonen betydelig enklere. Og et godt råd til slutt er – som alltid når man begir seg ut i ukjent terreng – å knytte til seg en kjentmann som vet hvilke muligheter og trusler som finnes og som dermed kan bistå med navigasjonen.

Revisjon, Regnskap, selskapsrett, avgift, skatt og mye mer

Enkel tilgang til webutgaven av Revisjon og Regnskap

Abonner på papirutgaven – logg deg på webutgaven *

* Ved første innlogging: Bruk abonnementsnummer (medlemmer i Revisorforeningen bruker sitt åttesifrede medlemsnummer) både som brukernavn og som passord. Abonnementsnummeret er trykt bak på bladet sammen med adressen (sjekk før du river av plasten bladet vanligvis er pakket i).

