



XXL ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse

av

Linn Marie Tønnessen Hansen og Pål Joakim Havneraas

Veileder: Øystein Gjerde



Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon
Hovedprofil i økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

I. Sammendrag

Målet med denne masterutredningen var å estimere XXLs egenkapitalverdi og det tilhørende verdiesimatet per enkeltaksje. Til dette formålet ble rammeverket for en fundamental verdsettelse valgt som hovedteknikk. Valget innebærer som vi skal se at verdivurderingen skjer på grunnlag av analyser av virksomhetens underliggende økonomiske forhold, utarbeidede fremtidsregnskap og fremtidskrav basert på grundige strategiske analyser og regnskapsanalyser, og neddiskonterte fremtidige verdistrømmer som tilfaller relevant kapital.

Virksomhetens underliggende økonomiske forhold er i denne utredningen analysert i en *strategisk regnskapsanalyse*. Den strategiske regnskapsanalysen kombinerer innsikt fra både *strategiske analyser* og *regnskapsanalyser*. De strategiske analysene innbefatter her analyser av makroomgivelser og bransjeforhold *eksternt*, og selskapsspesifikke, ressursorienterte forhold *internt*. Målet med regnskapsanalysene, på den annen side, er å kartlegge virksomhetens historiske *risiko, krav til avkastning og lønnsomhet*. Våre analyser av lønnsomhet har indikert at XXL i perioden 2011 til 2014 har en strategisk fordel på 3,9 prosent.

Våre analyser av virksomhetens underliggende økonomiske forhold fungerer som et utgangspunkt for videre utarbeidelser av *fremtidsregnskap* og *fremtidskrav*. Denne delen av avhandlingen har fokusert på hvorvidt XXLs historiske strategiske fordel utgjør et vedvarende fremtidig konkurransefortrinn. Verdsettelsen av XXL-konsernet ble deretter gjennomført ved at de forventede fremtidige verdistrømmer ble neddiskontert med relevante avkastningskrav. Metodene benyttet var i så tilfelle *egenkapitalmetoden*, *sysselsattkapitalmetoden* og *netto driftskapitalmetoden*. Estimaten fra de respektive metoder ble så konvertert gjennom en stegvis prosess mot en felles egenkapitalverdi og et felles verdiesimat per aksje. I visshet om betydelig usikkerhet beheftet verdiesimatet, ble det gjennomført *simuleringer* og *sensitivitetsanalyser*.

Det endelige verdiesimatet for XXL-aksjen per 31.12.2015 er NOK 122,81. For sammenligningsgrunnlag mot Oslo Børs benyttes estimatet per 08.12.2015 på 122,48 NOK. Børskursen på denne dato var 105 NOK. På grunn av usikkerhet i verdiesimatet vårt, gis det en holdanbefaling per 08.12.2015.

II. Forord

Denne masterutredningen markerer en avslutning på det toårige masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole høsten 2015. Med vår felles hovedprofil innen økonomisk styring og fremtidige karrierevalg som henholdsvis konsulent og revisor, var strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse tidlig et naturlig tema for oppgaven.

Også valg av analyseobjekt falt seg naturlig. Store lavprisvarehus presser marginene i sportsbransjen og mange ordinære sportsbutikker blir presset ut på sidelinjen og flere går konkurs. Veksten til XXL har vist seg å ligge langt over bransjenormen, også på verdensbasis. Børsnotering i oktober 2014, ekspansjon til andre nordiske land og potensielt fremtidig inntog på europeiske markeder er eksempler på XXLs svar på omstruktureringen i sportsbransjen i dag. Det bør også påpekes at vi i arbeidet har sett oss nødt til å gjøre visse avgrensninger. Dette skyldes til dels at informasjonstilgangen er begrenset. Vi mener likevel at omfattende bruk av årsrapporter, litteratur, artikler etc. danner grunnlag for et tilstrekkelig kvalifisert estimat på XXLs egenkapitalverdi og verdiestimat per aksje. Vi erkjenner videre at det vil eksistere en viss usikkerhet i våre estimater.

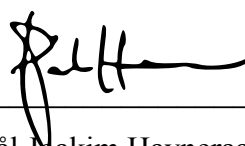
Rammeverket benyttet i denne utredningen er i all hovedsak hentet fra masterkurset BUS440 Regnskapsanalyse og verdsettelse med NHH-professor Kjell Henry Knivsflå som kursansvarlig. En verdsettelse dekker imidlertid et bredt spekter av fagområder innen regnskap, finans, strategi og samfunnsøkonomi, og vi har erfart at det selvstendige arbeidet har stilt krav om en helhetlig forståelse av økonomifaget. Det har videre vært interessant å studere hvilke verdidrivere som synes å være mest relevante for verdiestimatet, og på hvilken måte XXL avviker fra gjennomsnittsvirksomheten i bransjen.

Vi vil med dette benytte anledningen til å takke vår veileder Øystein Gjerde som gjennom arbeidet alltid har vært tilgjengelig for spørsmål, gode råd, innspill og tilbakemeldinger.

Bergen, desember 2015



Linn Marie Tønnessen Hansen



Pål Joakim Havneraas

Innholdsfortegnelse

I. SAMMENDRAG.....	2
II. FORORD.....	3
1. INNLEDNING.....	10
1.1 MOTIVASJON OG BAKGRUNN.....	10
1.2 MÅLSETNING OG PROBLEMSTILLING.....	11
1.3 AVGRENSNING.....	11
1.4 STRUKTUR.....	12
2. PRESENTASJON AV BRANSJE OG VIRKSOMHET.....	14
2.1 SPORTSBRANSJEN.....	14
2.1.1 <i>Det norske markedet</i>	16
2.1.2 <i>Det svenske markedet</i>	17
2.1.3 <i>Det finske markedet</i>	18
2.2 PRESENTASJON AV XXL.....	19
2.2.1 <i>Historisk utvikling</i>	20
2.2.2 <i>Verdikjeden</i>	21
2.2.3 <i>E-commerce</i>	21
2.2.4 <i>Logistikk, distribusjon og produktområder</i>	22
2.2.5 <i>Utvikling av XXL-aksjen på Oslo Børs</i>	22
2.3 KONKURRENTER.....	23
2.3.1 <i>Gresvig AS</i>	23
2.3.2 <i>Stadion AS</i>	23
2.3.3 <i>Sport 1 Gruppen AS</i>	24
2.3.4 <i>MX-Sport</i>	24
2.3.5 <i>Stadium Sweden AB</i>	24
2.4 EKSTERNE FORHOLD.....	25
2.5 INTERNE FORHOLD.....	25
3. VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK.....	27
3.1 OVERSIKT.....	27
3.2 VERDSETTELSESMETODER.....	27
3.2.1 <i>Fundamental verdsettelse</i>	27
3.2.2 <i>Komparativ verdsettelse</i>	28
3.2.3 <i>Opsjonsbasert verdsettelse</i>	28
3.3 VALG AV HOVEDTEKNIKK.....	29
3.4 RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	31

4.	STRATEGISK ANALYSE.....	34
4.1	RAMMEVERK FOR STRATEGISK ANALYSE	34
4.2	PEST-ANALYSE	37
4.2.1	<i>Politiske forhold.....</i>	37
4.2.2	<i>Økonomiske forhold.....</i>	38
4.2.3	<i>Sosikulturelle forhold.....</i>	40
4.2.4	<i>Teknologiske forhold.....</i>	41
4.3	FEMKRAFTSMODELLEN	42
4.3.1	<i>Trussel fra potensielle inntrengere</i>	42
4.3.2	<i>Trussel fra substitutter</i>	43
4.3.3	<i>Trussel fra leverandører</i>	44
4.3.4	<i>Trussel fra kunder</i>	45
4.3.5	<i>Trussel fra intern rivalisering blant eksisterende konkurrenter</i>	46
4.3.6	<i>Oppsummering – Ekstern bransjeorientert analyse.....</i>	47
4.4	VRIO-ANALYSE.....	48
4.4.1	<i>Finansiell kapital</i>	49
4.4.2	<i>Varehus</i>	50
4.4.3	<i>Produkter</i>	51
4.4.4	<i>Organisatorisk kapital</i>	52
4.4.5	<i>Relasjonskapital.....</i>	52
4.4.6	<i>Kompetansebasert kapital.....</i>	53
4.4.7	<i>Oppsummering – Intern ressursbasert analyse</i>	53
4.5	SWOT-ANALYSE OG OPPSUMMERING AV STRATEGISK ANALYSE	54
5.	REGNSKAPSANALYSE	56
5.1	RAMMEVERK FOR REGNSKAPSANALYSE	56
5.1.1	<i>Trailing og omgruppering for analyse.....</i>	57
5.1.2	<i>Analyse og justering av målefeil.....</i>	58
5.1.3	<i>Analyse av forholdstall.....</i>	58
5.2	PRAKTISKE VALG.....	59
5.2.1	<i>Valg av analysenivå</i>	59
5.2.2	<i>Valg av analyseperiode.....</i>	59
5.2.3	<i>Valg av komparative virksomheter</i>	60
5.2.3.1	<i>JD Sports Fashion Plc.....</i>	61
5.2.3.2	<i>Sports Direct International Plc</i>	61
5.2.3.3	<i>Dick’s Sporting Goods, Inc.</i>	62
5.3	PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL OG TRAILING ÅRSREGNSKAP.....	62
5.3.1	<i>Trailing for årsregnskapet</i>	62

5.3.1.1	Resultatregnskapet.....	62
5.3.1.2	Balansen.....	64
5.3.2	<i>Rapporterte tall</i>	64
5.4	OMGRUPPERING FOR ANALYSE	65
5.4.1	<i>Omgruppering av resultatregnskapet</i>	65
5.4.1.1	Steg 1: Identifiser fullstendig nettoresultat.....	65
5.4.1.2	Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat.....	66
5.4.1.3	Steg 3: Normale- kontra unormale poster.....	67
5.4.1.4	Steg 4: Fordeling av skattekostnad.....	69
5.4.1.5	Oppsummering	70
5.4.2	<i>Omgruppering av balansen</i>	71
5.4.2.1	Steg 1: Avsatt utbytte	71
5.4.2.2	Steg 2: Kategorisere driftsrelatert og finansielt i totalbalansen.....	72
5.4.2.3	Steg 3: Fra totalbalanse til sysselsatt kapital	75
5.4.2.4	Steg 4: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital.....	76
5.5	ANALYSE AV MÅLEFEIL OG JUSTERING	76
5.5.1	<i>Justering av målefeil</i>	77
5.6	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLSANALYSE.....	77
6.	ANALYSE AV RISIKO	79
6.1	LIKVIDITETSANALYSE – ANALYSE AV KORTSIKTIG KREDITTRISIKO.....	80
6.1.1	<i>Likviditetsgrad 1</i>	80
6.1.2	<i>Likviditetsgrad 2</i>	82
6.1.3	<i>Rentedekningsgrad</i>	83
6.2	SOLIDITETSANALYSE – ANALYSE AV LANGSIKTIG KREDITTRISIKO	84
6.2.1	<i>Egenkapitalandel</i>	85
6.2.2	<i>Statisk finansieringsanalyse i form av finansieringsmatrise</i>	86
6.2.3	<i>Finansieringsgrad 1</i>	89
6.2.4	<i>Netto driftsrentabilitet</i>	90
6.3	SLUTNING OG SYNTETISK RATING	91
7.	HISTORISK AVKASTNINGSKRAV	94
7.1	KAPITALVERDIMODELLEN.....	94
7.1.1	<i>Risikofri rente</i>	96
7.1.2	<i>Markedets risikopremie</i>	96
7.1.3	<i>Egenkapitalbeta</i>	97
7.1.4	<i>Småbedriftspremie og illikviditetspremie</i>	100
7.2	EGENKAPITALKRAV.....	101
7.2.1	<i>Årlig egenkapitalbeta</i>	101
7.2.2	<i>Årlig egenkapitalkrav</i>	102

7.3	FINANSIELLE KRAV	102
7.3.1	<i>Finansielt gjeldskrav</i>	103
7.3.2	<i>Finansielt eiendelskrav</i>	103
7.3.3	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i>	104
7.4	FINANSIELLE BETAER	104
7.4.1	<i>Finansiell gjeldsbeta</i>	104
7.4.2	<i>Finansiell eiendelsbeta</i>	105
7.4.3	<i>Netto finansiell gjeldsbeta</i>	105
7.5	KRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL	106
7.5.1	<i>Netto driftsbeta</i>	106
7.5.2	<i>Netto driftskrav</i>	106
8.	ANALYSE AV LØNNSOMHET OG STRATEGISK FORDEL	107
8.1	SUPERRENTABILITET TIL EGENKAPITAL	107
8.2	STRATEGISK FORDEL	109
8.3	DRIFTSFORDEL	109
8.3.1	<i>Bransjefordel</i>	110
8.3.2	<i>Ressursfordel</i>	111
8.3.2.1	<i>Marginfordel</i>	112
8.3.2.2	<i>Omløpsfordel</i>	113
8.3.2.3	<i>Common-Size Analyse</i>	114
8.3.2.4	<i>Oppsummering ressursfordel</i>	114
8.3.3	<i>Gearingfordel drift</i>	115
8.3.4	<i>Oppsummering driftsfordel</i>	116
8.4	FINANSIERINGSFORDEL	117
8.4.1	<i>Finansieringsfordel finansiell gjeld</i>	117
8.4.2	<i>Finansieringsfordel finansielle eiendeler</i>	119
8.4.3	<i>Finansieringsfordel netto finansiell gjeld</i>	120
8.5	OPPSUMMERING – STRATEGISK FORDEL	122
9.	FREMTIDSREGNSKAP	122
9.1	RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAP	122
9.2	STEG 1: ANALYSE AV TIDLIGERE VEKST	123
9.2.1	<i>Historisk driftsinntektsvekst</i>	123
9.2.2	<i>Historisk kapitalvekst</i>	124
9.3	STEG 2: VALG AV BUDSJETTERINGSHORISONT T	125
9.4	STEG 3 OG 4: BUDSJETTERING FRA ÅR 1 TIL T OG STEADY STATE	126
9.4.1	<i>Driftsinntektsvekst (1. trinn)</i>	128
9.4.2	<i>Omløpet til netto driftseiendeler (2. trinn)</i>	130

9.4.3	<i>Netto driftsmargin (3. trinn)</i>	132
9.4.4	<i>Finansielle andeler (4. trinn)</i>	134
9.4.4.1	Finansiell gjeldsandel	134
9.4.4.2	Finansiell eiendelsandel.....	136
9.4.4.3	Budsjettering av finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld.....	137
9.4.5	<i>Finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet (5. trinn)</i>	138
9.5	FREMTIDSREGNSKAP	138
10.	FREMTIDSKRAV OG STRATEGISK FORDEL	140
10.1	EGENKAPITALKRAV.....	140
10.1.1	<i>Fremtidig risikofri rente</i>	140
10.1.2	<i>Fremtidig markedsrisikopremie</i>	140
10.1.3	<i>Fremtidig egenkapitalbeta</i>	141
10.1.4	<i>Fremtidig illikviditetspremie</i>	142
10.1.5	<i>Oppsummering</i>	142
10.2	FREMTIDIG FINANSIELLE KRAV	143
10.2.1	<i>Fremtidig finansielt gjeldskrav</i>	143
10.2.2	<i>Fremtidig finansielt eiendelskrav</i>	144
10.2.3	<i>Fremtidig netto finansielt gjeldskrav</i>	145
10.3	FREMTIDIGE SELSKAPSKRAV	146
10.4	FREMTIDIG STRATEGISK FORDEL	146
10.4.1	<i>Fremtidig driftsfordel</i>	147
10.4.2	<i>Fremtidig finansieringsfordel</i>	148
10.4.3	<i>Fremtidig strategisk fordel</i>	149
11.	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	150
11.1	EGENKAPITALMETODEN	150
11.1.1	<i>Utbyttmodellen (NBU)</i>	151
11.1.2	<i>Fri kontantstrømmodellen (FKE)</i>	151
11.1.3	<i>Superprofittmodellen (SPE)</i>	151
11.1.4	<i>Superprofittvekstmodellen (ΔSPE)</i>	152
11.2	SELKAPSKAPITALMETODEN.....	152
11.2.1	<i>Sysselsatt kapital metoden</i>	152
11.2.2	<i>Netto driftskapital metoden</i>	153
11.3	FØRSTE ESTIMAT	154
11.4	VERDIKONVERGENS MOT ENDELIG VERDIESTIMAT	154
11.5	ANALYSE AV USIKKERHET	156
11.5.1	<i>Konkursrisiko</i>	156
11.5.2	<i>Simulering</i>	156

11.5.2.1	Kritiske risikofaktorer.....	157
11.5.2.2	Andre usikre faktorer.....	159
11.5.2.3	Korrelasjon	159
11.5.2.4	Resultat av simulering	160
11.5.3	<i>Sensitivitet</i>	162
11.6	OPPSUMMERING – VERDIESTIMAT OG USIKKERHET	163
12.	OPPSUMMERING	164
12.1	KONKLUSJON OG HANDLINGSSTRATEGI.....	166
13.	REFERANSER	168
13.1	LITTERATURLISTE.....	168
13.2	TABELLOVERSIKT	174
13.3	FIGUROVERSIKT.....	176
14.	VEDLEGG	178

1. Innledning

Dette kapitlet har til hensikt å øke leserens forståelse av utredningens oppbygning og redegjøre for sentrale valg vi har tatt. Disse valgene er av stor betydning for avhandlingen. I det første avsnittet vil vi innledningsvis gjøre rede for vår motivasjon og bakgrunn for valget av oppgavens tematikk og verdsettelsesobjekt. Videre vil vi presentere våre målsetninger og avslutningsvis vil vi gi en oversikt over oppgavens struktur med mål om at leseren enklere skal kunne navigere seg gjennom prosessen.

1.1 Motivasjon og bakgrunn

I løpet av vår tid som studenter har vi begge fattet stor interesse for kvantitative fagområder som regnskap og finans, men også mer kvalitative fagfelt som strategi. Vi valgte begge hovedprofilen økonomisk styring på masternivå ved Norges Handelshøyskole, og hadde begge ambisjoner og mål for fremtidig karriere. Vi ønsket i denne masterutredningen å utnytte vår kunnskap, og å få mest mulig ut av det brede spekteret av fagområder vi har vært innom i studietiden. En strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse vil på mange måter integrere våre felles interesseområder, og oppgavens tema er i aller høyeste grad relevant for arbeidslivet som venter oss etter endte studier.

Kombinasjonen av interesse for en fragmentert bransje i vekst, og interesse for sportsaktiviteter og en aktiv livsstil forøvrig, var for oss utgangspunktet for valg av analyseobjekt og –bransje. XXL er en virksomhet som den seneste tiden har vært en forløper for en omstrukturert sportsbransje, særlig i Norge. I følge bransjeorganisasjonen Sporting Goods Intelligence (SGI) var XXL den sportskjeden i verden som hadde størst vekst i 2014, med nær 30 prosent (Hegnar 2014). Konsernet ble også i oktober samme år notert på Oslo Børs, og legger også til rette for mulig ekspansjon til Europa i fremtiden. Den svake kronekursen gjør at det er dyrere å importere varer til Norge, og det har vært ventet en prisvekst gjennom 2015. Dette vil kunne påvirke salget negativt. Regjeringens heving av grensen for moms- og tollfri import til NOK 350 må antas også å påvirke salget i norske sportsbutikker negativt. Myndighetenes vilje til å tilrettelegge for mer fysisk aktivitet vil være avgjørende for utviklingen av folkehelsen. Kort fortalt er sportsbransjen i stadig endring, og har fanget vår interesse over lengre tid.

1.2 Målsetning og problemstilling

Målsetningen med denne masterutredningen er som nevnt å gjøre et anslag på XXLs underliggende verdier og fremtidsutsikter ved å diskontere fremtidige verdistrømmer med relevante avkastningskrav. Fremgangsmåten baserer seg på analyser av underliggende økonomiske forhold i den strategiske regnskapsanalysen og deretter utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidskrav. Det endelige verdiestimatet vil deretter sammenholdes med markedets prising av aksjen, altså konsernets børskurs. Dette gir opphav til et velbegrunnet forslag til en anbefalt handlingsstrategi.

Problemstillingen for denne masterutredningen er følgende:

Vurder hvorvidt XXL-aksjen synes å ha en børskurs i samsvar med virksomhetens underliggende økonomiske verdier og forventede fremtidsutsikter på verdsettelsestidspunktet per 31.12.2015. Oppsummer så med et forslag til anbefalt handlingsstrategi for aksjen.

1.3 Avgrensning

I denne utredningen er det visse begrensninger knyttet til informasjonsgrunnlag og tilgjengelig data som sådan. Informasjon om verdsettelsesobjektet er i stor grad hentet fra offentlig årsrapport for 2014, kvartalsrapporter for de to første kvartalene i 2015, daglige noteringer for børskursen fra Oslo Børs sine nettsider og virksomhetens introduksjonsprospekt ved notering på Oslo Børs høsten 2014. Ytterligere supplerende informasjon, særlig i tilknytning den strategiske analysen, er hentet fra konsernets nettsider og årlige bransjeoppdateringer utarbeidet av interesseorganisasjonene for sportsbransjen i Norge, Sverige og Finland, henholdsvis ved navn Sportsbransjen, Sportfack og Sporttimyyjä. Grunnet virksomhetens korte børshistorie, og den nylige omrapporteringen etter internasjonale regnskapsstandarder (IFRS), skal vi senere se at regnskapsanalyseperioden vil strekke seg fra 2011 til trailingåret 2015T.

Vedrørende XXLs konkurrenter, består brorparten av ikke-børsnoterte virksomheter på det norske, svenske og finske markedet for sportsartikler. I følge Sportsbransjen AS består de største sportskjedene i Norge av Gresvig AS (G-Sport/G-Max og Intersport), MX-Sport, COOP, XXL ASA, Sport 1 Gruppen AS og Stadion AS. Disse virksomhetene har således utgjort vårt utgangspunkt for valg av konkurrenter og komparative virksomheter. Som vi vil gi en grundig begrunnelse for senere, har oppgaven fokusert på de tre sistnevnte i

regnskapsanalysen. MX-Sport, Gresvig AS og COOP er som vi skal se utelatt grunnet kompleksitet hva angår offentlig- og tilgjengelig regnskapsinformasjon.

Utvalget av komparative virksomheter i utredningens regnskapsanalyser er supplert med svenske-/finske- og langt mer internasjonale sportskjeder. Dette skaper en viss inkonsistens mellom den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Valget vil senere i utredningen begrunnes dypere, og essensen omhandler differansen mellom faktiske, reelle konkurrenter på den ene siden, og praktisk sammenlignbare virksomheter på den annen side.

1.4 Struktur

Utredningens struktur er nært knyttet til rammeverk hentet fra masterkurset *BUS440 Regnskapsanalyse og Verdsettelse* ved Norges Handelshøyskole. Faget undervises av NHH-professor Kjell Henry Knivsfå. Utredningen er imidlertid også supplert med rammeverk fra masterkurset *BUS425 Regnskapsanalyse og Verdsettelse*, undervist av førsteamanuensis Finn Kinserdal ved NHH. Dette innebærer at utredningens bruk av metoder og terminologi vil sammenfalle disse kursene, særlig førstnevnte.

Utredningens første del er todelt, og består av kapittel 2 og 3. Kapittel 2 gir en grundig introduksjon til verdsettelsesobjektet og bransjekarakteristikker forøvrig. Videre gis det en noe kortere presentasjon av virksomhetens største reelle konkurrenter. Reelle konkurrenter i dag innebærer norske-, svenske og finske sportskjeder. Avslutningsvis i kapittel 2 presenterer vi relevante interne- og eksterne forhold som påvirker XXLs forretningsvirksomhet, både positivt og negativt. Disse forholdene er i nær tilknytning til rammeverkene for strategisk analyse i kapittel 4. Et viktig formål med kapittel 2 er å gi et innblikk i hvordan XXL synes å avvike fra konkurrentene med hensyn til respektive ressurser. I kapittel 3, gis en oversikt over potensielle verdsettelsesteknikker, og oppsummerer fordeler og ulemper ved tre metoder. Avslutningsvis i kapittel 3 foretar vi et velbegrunnet valg av verdsettelsesteknikk. Deretter fremlegges rammeverket for foretrukket verdsettelsesteknikk, som her skal vise seg å være *fundamental verdivurdering*.

Andre del av denne utredningen består av kapittel 4. Som vi så vidt har vært inne på utgjør kapittel 4 den kvalitative strategiske analysen. Analysen søker å avdekke *eksterne* muligheter og trusler i sportsbransjen på den ene siden, og deretter *interne* styrker og svakheter ved XXL på den annen side. I den eksterne analysen, vurderes makroforhold ved bruk av *PEST-*

rammeverket, mens bransjeforhold kartlegges i *Porter's Five Forces*, også kjent som femkraftsmodellen. I PEST-analysen innebærer analysene av makroomgivelser politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle- og teknologiske forhold som setter restriksjoner eller utviklingsmuligheter for virksomheten. Bransjeforholdene i femkraftsmodellen søker å kartlegge intern rivalisering i bransjen, og hvordan rivalisering og fordeling synes å kunne erodere virksomhetens profitt. Den interne, ressursbaserte analysen er her gjennomført ved hjelp av VRIO-rammeverket. Hensikten ved VRIO-analysen er å vurdere hvordan virksomhetens finansielle kapital, forretningsstruktur, produkter, organisatorisk kapital, relasjonskapital og kompetansebasert kapital gir opphav til en potensiell strategisk fordel. Kapitlet oppsummeres i en SWOT-analyse.

Oppgavens tredje del inkluderer kapitlene 5-8. Her er hovedformålet å kvantitativt analysere XXLs *historiske risiko, krav og lønnsomhet*. Informasjonsgrunnlaget for denne delen av oppgaven er historisk regnskapsinformasjon, både for XXL og de komparative virksomhetene. I kapittel 5 *omgrupperes* regnskapsinformasjonen for en *investororientert analyse*. Kapittel 6 gir innsikt i virksomhetens historiske kredittrisiko, både på *kort- og lang sikt*. Målet med risikoanalysene er å gi et forslag til virksomhetens *syntetiske rating* i analyseperioden til bruk i videre beregninger av historiske, finansielle avkastningskrav i kapittel 7. Essensen i kapittel 7 er å anslå XXLs historiske *egenkapitalkrav*, og deretter konsernets *vektede totalavkastningskrav* (WACC), eksemplifisert ved *netto driftskrav*. Kapittel 8 avrunder utredningens tredje del med flere ulike beregninger av sportskjedens historiske *rentabilitet* og *strategiske fordel*. Disse rentabilitetsanalysene har til hensikt å sammenfalle med den strategiske analysen i kapittel 4. Da de komparative virksomhetene i regnskapsanalysene avviker fra reelle konkurrenter i den strategiske analysen, vil det imidlertid her naturligvis avdekkes avvik. Vår beslutning for valg av komparative virksomheter vil begrunnes på en ryddig og oversiktlig måte i avsnitt 5.2.3.

I utredningens fjerde del benyttes opparbeidet innsikt om XXL og sportsbransjen fra foregående kapitler til å utarbeide fremtidsregnskap (kapittel 9) og fremtidskrav (kapittel 10). Herunder gjøres det i kapittel 9 anslag på *budsjett- og verdidriveres utvikling*, eksempelvis *driftsinntektsvekst, netto driftsmargin* og *omløpet til netto driftseiendeler*. Fremtidskravene i kapittel 10 er anslått basert på prognostisert fremtidig syntetisk rating, risikofri rente, markedspremie, egenkapitalbeta, illikviditetspremie mv. Relevante selskapskrav estimeres på bakgrunn av utarbeidet fremtidsregnskap.

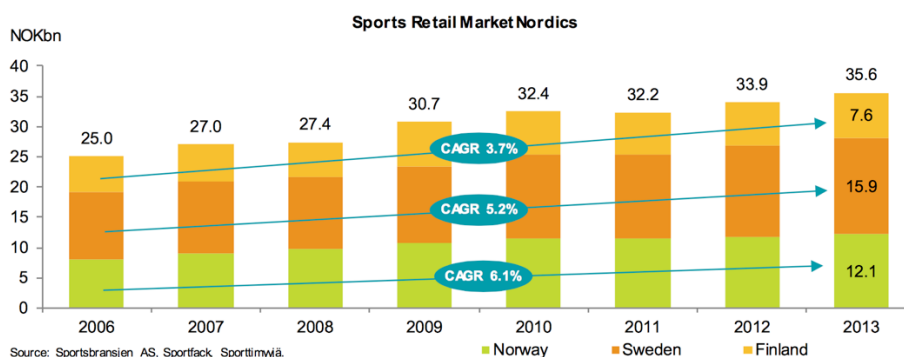
Avslutningsvis finner vi utredningens femte og siste del bestående av kapittel 11 og 12. Kapittel 11 søker å gjennomføre verdsettelsen basert på tre metoder; *egenkapitalmetoden*, *sysselsatt kapitalmetoden* og *netto driftskapitalmetoden*. For hver av disse anvendes undermodeller som skal vise seg å gi identiske estimater på *egenkapitalverdi* og *verdiestimater per aksje*. Verdiestimaterne fra de tre metodene gjennomgår deretter en *konvergeringsprosess med 10 steg* mot et felles verdiestimater per aksje. I visshet om at verdiestimater har beheftet en viss usikkerhet ved seg, gjennomføres imidlertid *simulering* og *sensitivitetsanalyser*. Dette blant annet for å undersøke hvor sensitiv estimatet er mot endringer i sentrale verdidrivere. Kapittel 12 utgjør oppgavens siste kapittel, og konkluderer med en anbefalt *handlingsstrategi* for XXL-aksjen.

2. Presentasjon av bransje og virksomhet

I dette avsnittet skal vi presentere sentrale forhold ved sportsbransjen, reelle konkurrenter for XXL, i tillegg til en presentasjon av XXL. Sportsbransjen er her definert som all omsetning av forbruksartikler til bruk i sportsaktiviteter og andre fritidssysler. Markedsavgrensningen for denne utredningen er spesialiserte butikker og varehus med sports- og fritidsutstyr som kjernevirksomhet.

2.1 Sportsbransjen

XXL (2014a, 39) driver sin forretningsvirksomhet i Norge, Sverige og Finland. Før vi presenterer de ulike markedene individuelt, vil vi kort illustrere deres utvikling den seneste tiden, samt deres respektive ”standing”. Figur 2-1 illustrerer *CAGR (Compound Annual Growth Rate)* for de tre nordiske sportsmarkedene Norge, Sverige og Finland:



Figur 2-1 CAGR for de tre nordiske sportsmarkedene Norge, Sverige og Finland

CAGR er definert som en gjennomsnittlig årlig vekstrate av en investering over en tidsperiode lenger enn ett år (Investopedia 2015a). CAGR er ikke den sanne avkastningen, men heller en imaginær avkastning som om investeringen har hatt en konstant vekst over flere perioder. På denne måten utjevner en investeringens avkastning slik at den blir lettere å forstå. Som vi ser av Figur 2-1 har det norske markedet for sportsartikler hatt en noe høyere gjennomsnittlig vekst per år i perioden enn det svenske- og finske markedet. Til sammenligning har det globale sportsmarkedet en estimert CAGR på om lag 4 prosent. Markedene for sportsutstyr i Norge, Sverige og Finland er estimert til å beløpe seg til henholdsvis NOK 12.1 mrd., 15.9 mrd. og 7.6 mrd., hvilket summerer seg til NOK 35.6 mrd. (XXL 2014a, 38-39).

De nordiske økonomiene er blant de mest velstående i verden målt ved BNP per innbygger. I følge OECD har den norske og svenske økonomien opplevd en reell vekst høyere enn gjennomsnittlig europeisk reell vekst siden forrige resesjon i 2009, mens Finland i 2012 og 2013 så en kontraksjon i økonomien som trekker veksten under EU-gjennomsnittet. OECD anslår for alle de tre nordiske økonomiene sterk vekst i BNP i perioden 2015 til 2018 relativt til Europa som helhet (XXL 2014a, 40).

XXL (2014a, 42) mener at økt fokus på helse er en nøkkeltrend den senere tiden. I følge EU-kommisjonen har nordmenn, svensker og finner gjennomsnittlige mosjonsvaner i toppskiktet sammenlignet med deres europeiske likemenn. Den nordiske regionen har samtidig de seneste årene opplevd en økning i deltakelse ved idrettskonkurranser, slik som løping og sykling i sommersesongen, og langrenn og alpint om vinteren. Dette er i stor grad utstyrsintensiv idrett, og bidrar til økt omsetning av en rekke sportsartikler i alle prisklasser.

Idretter som nordmenn, svensker og finner engasjerer seg i er delvis drevet av været i regionen. I løpet av vinterhalvåret er klimaet preget av temperaturer under frysepunktet og snøfall, og somrene er normalt sett relativt varme, og med et høyt antall soltimer daglig. Gitt populariteten for både vinter- og sommersport har landene et tydelig firesesongs sportslig miljø som påvirker sportsbransjen. Etterspørselen etter sportsartikler, og således krav til varelager for sportskjedene, endres avhengig av årstiden. Dette gjør at omsetningen av sesongspesifikt utstyr avhenger av værforholdene og kan påvirke etterspørselen. XXL (2014a, 43) har en fullstendig integrert innkjøpsfunksjon og vil være mindre eksponert mot disse sesong- og geografiske variasjoner da virksomheten evner å utføre vareflytt til regioner med høyest etterspørsel.

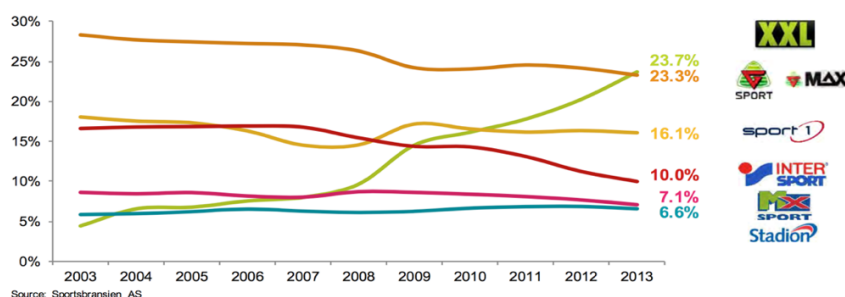
Flere av produktkategoriene XXL omsetter er påvirket av motetrender, og er i økende grad livsstilprodukter for forbrukerne. Næringen er i hyppig endring, og sportskjedene utvider deres produktlagre til å inneholde også varer som tradisjonelt selges av forhandlere spesialisert på mote, samt andre kategorier som helse- og velværeprodukter. På den annen side har mote- og skoforhandlere, som eksempelvis H&M, lansert egne sportskolleksjoner. Det er derfor rimelig å anse sportsbransjen som en fragmentert bransje.

XXL (2014a, 44) mener at helsetrendene, kombinert med økt forbruk og særlig behov for høy kvalitet og profesjonelle produkter i Norden, er positive faktorer som tillater sportskjedene å tjene på dagens utviklingstrekk.

2.1.1 Det norske markedet

Sportsbransjen (2014) i Norge hadde årlig omsetningsøkning fra 2007 til 2014, med unntak av 2011. I årene 2005 til 2010 hadde norsk sportsbransje vokst mer enn noen annen detaljhandel. Nordmenn har gjennom årene hatt god økonomi, og forbrukerne la stadig igjen mer penger i sportsbutikker. I 2008 var bransjen preget av høy etablerings-hastighet av nye butikker, og internetthandelen hadde sitt inntog. Internetthandelen økte stadig, og hadde i 2012 en økning på 10-15 prosent mot fjoråret. Det var usikkerhet i finanskrisen, men i motsetning til andre bransjer hadde sportsbransjen god vekst både i 2009 og 2010. Dette illustrerer et særegent kjennetegn ved sportsbransjen i Norge. Bransjen er mer væravhengig av været enn av konjunkturutvikling i økonomien.

Virksomheter som ligger innenfor vår bransjedefinisjon i Norge er *Gresvig AS*, *Sport 1 Gruppen AS*, *MX-Sport*, *Coop*, *XXL ASA* og *Stadion AS*, som er de seks største aktørene på det norske markedet. I følge Sportsbransjen (2014) stod kjedene i 2014 for 91 prosent av bransjens omsetning. For å illustrere markedsandelene til de største sportskjedene i Norge i perioden 2007 til 2014, viser vi til Figur 2-2 (XXL 2014a, 47):



Figur 2-2 Historiske markedsandeler for den norske sportsbransjen

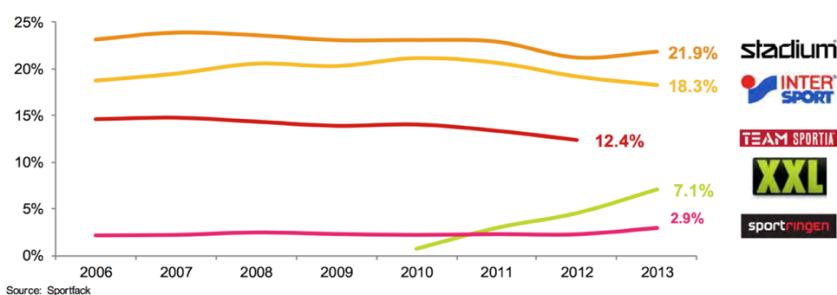
Virke (2015, 13-14), som er næringslivets nest største hovedorganisasjon, gav i begynnelsen av 2015 ut en rapport for det kommende årets utsikter innen norsk handel. I rapporten fremkommer det at klesbransjen i 2013 og 2014 har hatt en beskjeden årlig vekst på hhv. 0,8 og 1,0 prosent. Videre har skofaghandelen hatt en årlig reduksjon i 2013 på 5,3 prosent. I kombinasjon med at sportsbransjen de seneste årene har hatt vekst, tyder dette på at sportsbransjen kaprer markedsandeler fra tekstil og skobrandsjen (Sportsbransjen 2014).

En trend i det norske markedet er nedgang i antall butikker. Dette kommer imidlertid ikke på bekostning av total omsetning i bransjen. At omsetningen så og si årlig har økt siden 2005 tyder på at hver enkelt butikk eller varehus omsetter for mer. Vi trekker her koblinger til inntoget av varehus hos XXL, men også Gresvigs kjedekonsept G-Max etter 2010. Videre har Nordmenn i følge Sporting Goods Intelligence (SGI) det høyeste forbruket på sportsutstyr i verden. Det er nærliggende å anta at dette har sammenheng med våre fire forskjellige årstider, tradisjoner for utendørsaktiviteter, solid økonomi, høye lønninger og et høyt prisnivå. Det er samtidig trendy å være sporty, og nordmenn verdsetter kvalitet (Sportsbransjen 2014).

Fra kvartalsrapporten for Q3 2015 synes XXL (2015e) i Norge å ha en moderat vekst på 4 prosent sammenlignet med fjoråret. Det norske segmentet har videre vist seg å ha en *like-for-like* vekst på 1,4 prosent. Videre er det regionale forskjeller i Norge. Oslo viser til sterk vekst, Stavanger holder seg relativt stabil, mens Trondheim har hatt en utilfredsstillende utvikling.

2.1.2 Det svenske markedet

Den svenske sportsbransjen har tradisjonelt blitt dominert av *Stadium Sweden AB* og *Intersport*. Basert på offisielle tall levert av Sportfack, har den svenske bransjen bevitnet en ekspansjon de siste ti årene. Brorparten av denne veksten fant sted mellom 2006 og 2010. I 2014 var markedsveksten mer moderat. For å få en oversikt over aktørene i det svenske markedet og deres markedsandeler, henviser vi til Figur 2-3 nedenfor (XXL 2014a, 50).

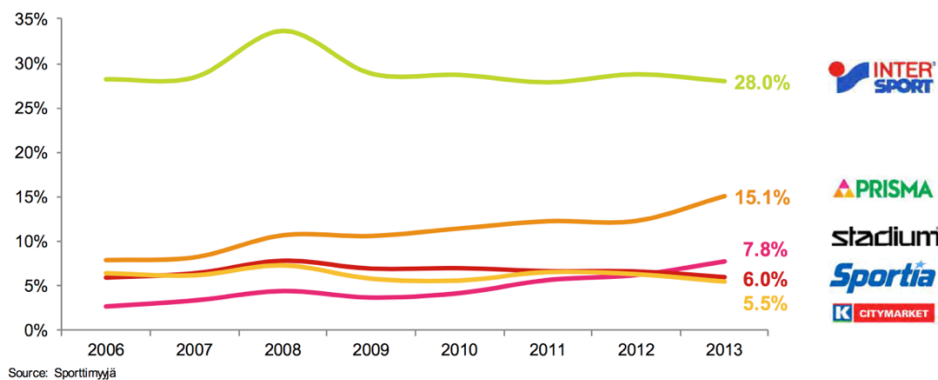


Figur 2-3 Historiske markedsandeler for den svenske sportsbransjen

Siden XXL (2014b, 11) etablerte seg i Sverige i 2010, har de hatt en betydelig vekst i både omsetning og markedsandeler. Dette gjør XXL til den raskest voksende sportsforhandleren i Sverige. De største, mest veletablerte aktørene i den svenske sportsbransjen har i løpet av den samme perioden merket avtagende eller flat utvikling i markedsandeler. Kvartalsrapporten til XXL (2015e) for Q3 avdekker en vekst på 24 prosent og høy markedsvolatilitet. Fokus på kostnadseffektivitet i Sverige er i løpet av det siste året, og særlig siste kvartal, styrket betraktelig. Dette henger sammen med sentralvarelageret som ble åpnet i Örebro i 2013.

2.1.3 Det finske markedet

Det finske markedet har vokst siden 2011 til tross for sammentrekningen av den finske økonomien, hvilket viser til overlegne prestasjoner sammenlignet med andre sektorer innen detaljhandel. I 2014 vokste det finske markedet med 1,3 prosent. Figur 2-4 nedenfor oppsummerer markedsandelene for de største aktørene på det finske markedet for sportsartikler (XXL 2014a, 52).



Figur 2-4 Historiske markedsandeler for den finske sportsbransjen

Det finske markedet er i stor grad preget av kjeder organisert gjennom franchiser og *buying groups*. En buying group er i sin enkleste form en sammenkomst av liknende, uavhengige forretninger for å få økt innflytelse over leverandører gjennom kombinert kjøperkraft (BGS 2015). Samtidig er hypermarkeder mer utbredt i Finland, noe som bidrar til en noe annerledes konkurransedynamikk. Mange internasjonale kjeder har entret det finske markedet, og i løpet av de seneste syv årene har Intersport vært vesentlig dominerende. XXL (2014b, 11) etablerte i løpet av 2014 fire varehus på det finske markedet.

Kvartalsrapporten til XXL (2015e) for Q3 2015 forteller at det finske markedet fremdeles er preget av en utfordrende makrosituasjon. XXL er nå representert i de tre største byene i

Finland. XXL viser til en positiv EBITDA i Finland på MNOK 6 i Q3 2015. Det bør nevnes at XXL i Finland, som i Sverige, viser til gode prestasjoner.

2.2 Presentasjon av XXL

XXL ASA er en norsk børsnotert sportsutstyrskjede som ble etablert av Øivind- og Tore Tidemandsen i 2000, og åpnet sin pionerbutikk i Oslo ett år senere. Brødrene, som stod bak andre kjente kjedebutikker som Living og Elkjøp, har bred erfaring innen varehandel. Da Elkjøp i 1999 ble kjøpt opp av britiske Dixons Group, brukte brødrene deler av gevinsten ved salget på å etablere XXL Sport og Villmark AS (€24 2010). Brødrene så muligheten til å entre markedet ved å dra nytte av stordriftsfordeler, samt å tilby kunden alt på ett sted.

XXL (2014b, 2-6) er en ledende sportskjede som tilbyr et bredt spekter av sportsklær og -utstyr fra kjente nasjonale- og internasjonale merker. Sportskjeden driver sin forretningsvirksomhet i Norge, Sverige og Finland, både i varehus og som netthandler. Per 30.09.2015 opererer XXL i totalt 48 varehus. Disse er fordelt på 23 varehus i Norge, 18 i Sverige og 7 i Finland. Selskapets *e-commerce* har i løpet av de seneste årene opplevd en enorm vekst – hele *91 prosent* vekst i 2014.

XXL (2015f) er den raskest voksende sportsforretningen i Norden, og forfølger en bred kundeappell. Konseptet deres går ut på å ha de største varehusene med de laveste prisene, den største sortimentsbredden med hovedfokus på kjente merkevarer. Derav lyder deres visjon som følger: *”XXL skal være et paradys for alle som er interesserte i sport, utendørsaktiviteter og villmark”*.

Med slagordet *”All Sports United”* tilbyr XXL sports- og villmarksprodukter under samme tak. Varehusene gjenspeiler spesialistfokuset med hensiktsmessig inndeling i avdelinger med produktutdannede selgere innen hvert fagfelt (XXL 2015a). Videre er XXLs mål å være ledende distribusjonskanal for et bredt spekter av merkevarer til lave priser. For å nå målet er strategien å kapitalisere på den forventede veksten i sportsbransjen, og å forbedre konkurranseposisjonen ved å utnytte selskapets stordriftsfordeler i form av effektive forsyningskjeder, IT-systemer og butikkonsepter (XXL 2015g).

2.2.1 Historisk utvikling

Gresvig-konsernet har historisk sett ligget foran konkurrentene på det norske sportsmarkedet. XXL overtok som den største enkeltkjeden i den norske sportsbransjen i 2013. XXL (2014b, 6-11) ekspanderte stadig, og gikk fra å ha 8 butikker i Norge i 2007 til å ha 23 butikker i 2014. Videre etablerte XXL seg i Sverige i 2010 og i Finland i 2014 (Sportsbransjen 2007).

Det svenske private equity selskapet EQT ble i 2010 største aksjonærer i XXL-konsernet, da de sikret seg 65 prosent av sportskjeden. EQT som tok XXL på børs i oktober 2014, kastet imidlertid kortene i begynnelsen av september 2015 (Ekeseth 2015). I Tabell 2-1 nedenfor har vi satt sammen de viktigste forholdene fra 2007 til 2014 for å lettere få en oversikt over relative størrelser og prosentvise termer, og andre forhold av betydning disse årene.

År Høydepunkter XXL ASA og bransjen

2007	<ul style="list-style-type: none"> • 13 % omsetningsvekst i norsk sportsbransje • XXL hadde vekst på 19.8 %, markedsandel på 8 % i Norge og opererte i 8 butikker • Gresvig stod for 40 % av omsetningen • Sterkere konkurranse gjorde at det ble satt strengere krav til sportsbutikkene
2008	<ul style="list-style-type: none"> • 7 % omsetningsvekst i norsk sportsbransje • XXL hadde vekst på 29.9 %, markedsandel på 9.7 % i Norge og opererte i 11 butikker • Sportsbransjen vokste mer enn dagligvarehandel og internetthandel hadde sitt inntog i markedet
2009	<ul style="list-style-type: none"> • 11 % omsetningsvekst i norsk sportsbransje • XXL hadde vekst på 64.8 %, markedsandel på 14.5 % i Norge og opererte i 14 butikker • EQT kjøpte aksjemajoriteten i XXL • Finanskrisens effekt via valutakurs • Tilbakegang i butikksalg, men internettsalg vokste kraftig
2010	<ul style="list-style-type: none"> • 7 % omsetningsvekst i norsk sportsbransje • XXL hadde vekst på om lag 20 %, markedsandel på 16 % i Norge og opererte i 14 butikker i Norge • XXL åpnet ingen varehus i Norge, men åpnet to varehus i Sverige • Gresvig etablerer kjedekonseptet G-Max
2011	<ul style="list-style-type: none"> • Om lag 0 % omsetningsvekst i norsk sportsbransje • XXL hadde markedsandel på 18 % i Norge og åpnet to nye butikker • XXL åpnet nytt sentralvarelager på Gardermoen • Gresvig hadde markedsandel på 38 %
2012	<ul style="list-style-type: none"> • 2.3 % omsetningsvekst i norsk sportsbransje • XXL hadde vekst på 26.5 %, markedsandel på 20 % i Norge og hadde 27 varehus i Norge og Sverige • XXLs svenske nettside ble lansert
2013	<ul style="list-style-type: none"> • 3.4 % omsetningsvekst i norsk sportsbransje og internettomsetning på omlag NOK 1 mrd. • XXL hadde vekst på 29.3 %, markedsandel på 23.7 % i Norge og hadde 35 varehus i Norge og Sverige • XXL nådde 7 prosent markedsandel i Sverige • XXL åpnet nytt sentralvarelager i Sverige (Örebro) for distribusjon til EU • Sportsbransjen hadde høyere vekst enn noen annen detaljhandel
2014	<ul style="list-style-type: none"> • 5.2 % omsetningsvekst i norsk sportsbransje • XXL hadde vekst på 30.1 %, markedsandel på 25 % i Norge og hadde 44 varehus i Norge, Sverige og Finland • XXLs finske nettside ble lansert • Norge solgte mest sportsutstyr i verden per capita, og mer enn tre ganger gjennomsnittet i Europa

Tabell 2-1 Historiske høydepunkter i perioden 2007 til 2014

Tall er hentet fra Sportsbransjens (2007) bransjeoppdateringer, XXLs hjemmeside og årsrapporten (2014b). Vi ser av Tabell 2-1 at både XXL og sportsbransjen i Norge har hatt vekst i perioden. Videre er det verdt å poengtere at XXL har hatt betydelig vekst i markedsandeler, med henholdsvis 8 prosent i 2007 til hele 25 prosent i 2014. Bransjen som helhet har hatt vekst i alle år, ekskludert 2011. Fra tabellen ser man også at XXL har hatt vekst i alle år, hvor høydepunktet var i 2009 på omlag 65 prosent. Tabellen som helhet viser at XXL har hatt suksess med sin strategi og vokser seg stadig større.

2.2.2 Verdikjeden

Forretningsmodellen til XXL (2014a, 5) driver effektivitet og kostnadslederskap, og er et resultat av store varehus, kontrollert verdikjede, effektive logistikk-løsninger, fullstendig integrerte IT-systemer, sentralisert- innkjøp og hovedlager. Dette tillater selskapet å gi kundene lave priser. XXL har helt siden etableringen i 2000 og åpningen av første varehus i 2001 differensiert seg fra sine konkurrenter. Distanseringen har sitt utløp i et *big-box* konsept, hvilket innebærer utnyttelse av stordriftsfordeler gjennom store varehus fremfor tradisjonelle sportsforretninger. Forskjellen i kjedekonsepter fremkommer tydeligst ved omsetning per butikk for aktører i den norske sportsbransjen. XXL hadde i 2012 en omsetning per varehus på MNOK 132,3 og toppet listen. G-Sport/G-Max, som i 2012 hadde andre største omsetning per varehus, var imidlertid langt bak med 15,9 MNOK (Sportsbransjen 2012).

Konseptet organiseres i følgende seks ulike avdelinger for hvert varehus: (1) *sport, helse og fitness*, (2) *sko*, (3) *sportsklær*, (4) *utendørsutstyr*, (5) *ski/sykkel* og (6) *jakt* (XXL 2014b, 6). Hovedformålet med denne innretningen er å gi kunden en "*one-stop shop*"-opplevelse.

2.2.3 E-commerce

XXL (2014b, 6) driver nettsider for e-commerce i Norge, Sverige og Finland. Nettsidene utgjør en utvidelse av XXL-merkevaren og varehusene, og bidrar som markedsplattformer så vel som kilde til produktinformasjon. XXL bruker multiple kanaler for å tiltrekke brukere til nettsidene, blant annet aviser, TV og sosiale medier. Med dagens IT-systemer, logistikk og effektive innkjøpsteam med sterke leverandørrelasjoner, har XXL en robust struktur til å støtte ekspansjon innen netthandel.

2.2.4 Logistikk, distribusjon og produktområder

XXL har sentralisert lagerstyring som optimaliserer logistikk og distribusjon. De fokuserer på et min-max butikklagernivå, høy omløpshastighet og optimal lagerbeholdning i butikkene. De driver to sentrallagre som er lokalisert i henholdsvis Gardermoen i Norge og Örebro i Sverige. Dette gjør at de har ett utenfor EU som leverer varer til de norske butikkene, og et innenfor EU som leverer til Sverige og Finland. Det svenske sentrallageret har forøvrig førstestegs leveringskapasitet til eventuelle europeiske markeder.

XXL (2014b, 6-8) sikter mot å tilby et fullsortiment av kjente merkevarer for et bredt spekter av aktiviteter. Produktbredden inkluderer kvalitetsvarer fra mer enn 400 leverandører – både internasjonale og nasjonale merkevarer. Produktbredden skal møte nasjonale preferanser og lokale forhold. Konsernet sammenligner daglig egne priser med konkurrentenes priser, og søker å tilby konsumentene enestående kjøpsvilkår. Konsernet har i stor grad overlapp i produktspekter på tvers av butikkene, men med visse lokale- og nasjonale forskjeller grunnet etterspørsel og trender. I tillegg til en omfattende liste av eksterne merkeleverandører, har XXL et begrenset utvalg av *private label*-produkter.

2.2.5 Utvikling av XXL-aksjen på Oslo Børs

Den viktigste individuelle hendelsen i 2014 var virksomhetens ekspansjon på det finske markedet. En annen essensiell begivenhet ved regnskapsåret 2014 var imidlertid også at XXL ASA ble notert på Oslo Børs 03.10.2014. Introduksjonskursen var på 58 NOK, mens sluttnoteringskursen på introduksjonsdagen var på 62 NOK. Figur 2-5 viser utviklingen i XXL-aksjen fra notering til begynnelsen av desember 2015.



Figur 2-5 Utvikling av XXL-aksjen på Oslo Børs i perioden 03.10.2014 til 30.10.2015

08.12.2015 var sluttnoteringskursen 105 NOK. Dette tilsvarer en avkastning for perioden siden børsnotering på 68,5 prosent. Til sammenligning har hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX) hatt en markedsavkastning for samme periode på 5,5 prosent. I vår handlingsstrategi i kapittel 12 i denne utredningen er det sluttnoteringskursen per 08.12.2015 vi benytter som sammenligningsgrunnlag for vårt verdiestimat (Oslo Børs 2015a; 2015b).

2.3 Konkurrenter

XXLs konkurrenter består primært av fokuserte sportskjeder, spesialbutikker, varehus og nettbaserte forhandlere. I dette avsnittet vil vi kort beskrive de største konkurrentene til XXL for å få en bredere forståelse av bransjen. Vi har tatt utgangspunkt i *fem* konkurrenter, som vi anser som de viktigste. Kunnskap om de viktigste konkurrentene vil være utgangspunktet for videre analyser, særlig i forbindelse med den strategiske analysen.

2.3.1 Gresvig AS

Gresvig AS (2015) eier, utvikler og driver kjedekonseptene G-Sport, G-Max og Intersport i Norge, som omfatter om lag 250 butikker. Konsernet kan sies å være XXLs største konkurrent. Videre hadde konsernet i 2014 markedsandel på 30,6 prosent for Gresvig-kjeden (Sportsbransjen 2014). Gresvig hadde frem til 2013 den ledende posisjonen i sportsbransjen i Norge, men ble forbigått av XXL hva angår årsomsetning. Fra en undersøkelse gjennomført av *Virke*, viser det seg at sportskjedene under Gresvig drives mindre effektivt enn XXL. Fra 2003 til 2011 hadde Gresvig en økning i totale driftskostnader på 51 prosent. XXL hadde i samme periode en nedgang fra 41 til 30 prosent. Solem (2015) skrev 3. mars 2015 i Dagens Næringsliv at Gresvig taper markedsandeler totalt sett, til tross for store investeringer i sportsbransjen, og da særlig til XXL.

2.3.2 Stadion AS

Stadion AS (2014, 3) er ikke en sportskjede i tradisjonell forstand, men en butikkeid kjede innen sport og fritid. Stadion har som formål å gi medlemsbutikkene optimale forutsetninger for egen lønnsomhet. Stadion karakteriserer seg selv som den etablerte kjedetankegangens motpol, og har lokalt fokus. Hver enkelt butikk får satse på egne spesialiteter for å kunne tilpasses det lokale markedet, og butikkene har ingen krav til lik fasade eller vareutvalg, og er heller ikke merket med felles logo. Kjente butikknavn som inngår i Stadion-kjeden er blant andre Torshov Sport, Platou AS og Sykkelboden. Stadion hadde i Norge i 2014 en markedsandel på 6,7 prosent (Sportsbransjen 2014).

2.3.3 Sport 1 Gruppen AS

Sport 1 Gruppen AS (2015) ble etablert på begynnelsen av 1990-tallet av aktører innen sportsbransjen. Med nærmere 200 butikker er Sport 1-kjeden nest mest utbredt i Norge, etter G-Sport, og hadde i 2014 en markedsandel på 15,6 % i Norge (Sportsbransjen 2014). I tillegg er Sport 1 også eier av Anton Sport-kjeden, som ble kjøpt opp i 2009, i tillegg til flere andre frittstående butikker. Som en forlengelse av sin spesialisering innen kjerneområdene legges det vekt på best mulig rådgivning for gode prestasjoner i mosjonskonkurranser som blant annet Birkebeineren og Skarverittet.

2.3.4 MX-Sport

MX-Sport (2015) er en landsdekkende sportskjede med hovedkontor og sentrallager i Stavanger samt en logistikkenhet i Trondheim. Sportskjeden driver i dag 130 butikker på landsbasis, og er representert både i byene og i utkantstrøk, som fullsortimentssportsbutikker og individuelle spesialbutikker. Butikkene tilbys å beholde sin lokale tilhørighet, særpreg og individualitet, og følgelig også sitt opprinnelige navn. MX-Sport vektlegger at hver enkelt butikk ivaretar sitt lokale marked, og ønsker videre å tilrettelegge for individuelt særpreg og frihet til å skape lønnsomhet i egen butikk. Med butikkenes lokalkunnskap og MX-Sports bransjeerfaring skapes et godt grunnlag for vellykkede butikker. Kjeden bidrar sentralt med profesjonell rådgivning og et velutbygget støtteapparat, og bistår for å sikre butikkene suksess ved sunn og ryddig drift.

2.3.5 Stadium Sweden AB

Stadium Sweden AB (2015) er den største aktøren i det svenske markedet med om lag 160 varehus i Sverige, Danmark, Finland og Tyskland. I 2014 ble den første butikken utenfor Norden åpnet i Tyskland, og sportskjeden har i dag to butikker i byen Hamburg. Selskapet har en rekke av de samme karakteristiske trekkene som vi kjenner fra XXL, og driver også eget sentrallager. Stadium er som sagt også vel etablert på det finske markedet, og har der en markedsandel på om lag 8 %. Dette gjør Stadium til den tredje største kjeden i Finland. Virksomheten arbeider for å inspirere til en aktiv livsstil, og hevder at det finnes en vinner i alle. Forretningskonseptet innebærer å tilby moderne og funksjonelt sportsutstyr til konkurransedyktige priser, mye likt XXL.

2.4 Eksterne forhold

Sportsbransjen i de nordiske landene drives av flere faktorer og trender. Blant de viktigste er generelle økonomiske faktorer som utviklingen av disponibel inntekt og forbrukernes tillit. De nordiske landene er alle blant de mest velstående i verden målt ved BNP per capita. OECD prognostiserer at nordisk økonomi vil ha vekst i BNP-rater i perioden 2015 til 2018. Disse økonomiene er også sterke når en vurderer arbeidsledighetsrater og forventninger til utvikling i privat konsum. XXLs strategi om å tilby attraktiv verdi til konsumentene har gjort forretningen spenstig i møtet med uheldige makroøkonomiske forhold. Konsumenter blir stadig mer prissensitive, hvilket har styrket XXLs posisjon relativt til konkurrenter. Inntreden i det finske markedet er et godt eksempel på nettopp dette.

Helse, mote, velvære og trender i fysisk aktivitet er også av stor betydning for sportsbransjen. Det nordiske folk har alltid vært oppfattet som fysisk aktive. Konsumentene har ønske om å identifisere seg selv med en aktiv livsstil, og promosjon av helse og trening er observert i alle de nordiske landene (XXL 2014b, 9).

Det har i de seneste årene dessuten blitt større interesse for utstyrsintensiv idrett. Dette gjelder eksempelvis sykling, skisport og triatlon. XXL har erfart at etterspørselen er noe mer sofistikert enn tidligere, og kundene ønsker i stor grad spesialiserte produkter. En ny generasjon av amatører og profesjonelle har påvirket det tradisjonelle markedet gjennom sterk kjøpekraft og preferanser for høy kvalitet. Teknologi er også i større grad enn tidligere et viktig element, slik som klokker, pulsmålere og kameraer.

Sesongbetont og væravhengig bransje er nøkkelkarakteristikken ved disse markedene som åpner for mange forretningsmuligheter. Etterspørselen og følgelig sportskjedenes nødvendige lagerbeholdninger, varierer avhengig av hvilken årstid det er. En fullstendig integrert enhet som XXL med sentralisert innkjøpsfunksjon vil være mindre eksponert for sesongvariasjoner og geografiske variasjoner. Det gir muligheter for å flytte varer til områder der etterspørselen er størst (XXL 2014b, 10).

2.5 Interne forhold

XXL (2014a, 55) hevdes å ha styrker som tillater virksomheten å differensiere seg fra konkurrenter, og har gjort det mulig for XXL å oppnå lønnsom vekst. Blant disse styrkene er å være den raskest voksende aktøren i nordisk sportsbransje. Konsernet er også den ledende

sportskjeden i Norge, og har også fått betydelig markedsposisjon i Sverige og Finland. Virksomheten har samtidig et butikkformat med store lokaler, og brede produktspektre av kvalitetsvarer og fokus på kundeservice. I kombinasjon med konsernets skalerbarhet, har dette bidratt til effektivitet og kostnadslederskap. Videre benytter XXLs sentraliserte varelagerfunksjon et min-max system som fremmer høyt omløp i varelageret og optimale varelagre i butikk. Sentrallagrene er utstyrt med teknologi som bidrar til effektivitet, og ledetiden fra disse sentrallagrene til butikkene er ved normale omstendigheter kun én dag.

XXL (2014a, 56) benytter seg videre av markedsføring for å bygge et sterkt merkevarenavn, og som support til lavprisryktet. Dette på tvers av markedsføringskanaler for å styrke bevissthet rundt merkevaren og for å øke kundelojalitet. Sportskonsernet mener det har en positiv kundereferanse og at markedsføringsinnsatsen har lønnet seg: XXL gikk i følge Norsk Kundebarometer (2015) av med seieren i en forbrukerundersøkelse hva angår kundevennlighet blant norske sportskjeder, og hadde således de mest fornøyde kundene i kategorien. I en tilsvarende undersøkelse i Sverige i 2012 var XXL blant forbrukerne en av de mest anbefalte merkene og vurdert som den fjerde beste på kundeservice. Dette kun to år etter etablering på det svenske markedet.

Avslutningsvis er det viktig å bemerke at et erfarent og stabilt ledelse med detaljhandel-ekspertise, samt korte kommandolinjer, har vært essensielt for XXLs utvikling. Både administrerende direktør, markedsdirektøren i Norge, sentrallagersjefen og styrets leder er tidligere medlemmer av ledelsesteamet i den norske elektronikkjeden Elkjøp, som forøvrig hadde en vellykket ekspansjon i Norden. Andre medlemmer i ledelsen har erfaring fra andre sportskjeder, blant annet Gresvig og Stadium. Ledelsen har derfor markeds-kunnskap innen varehandel i tillegg til erfaring med å bygge en portefølje av nye butikker og etablering i nye markeder. Ledelsen har også detaljert kunnskap om markedstrender og innsikt i XXLs konkurrenter (XXL 2014a, 58). XXL ser også i fremtiden potensialet for å ekspandere til europeiske markeder med liknende kundeforhold og sesongvariasjoner som i Norden.

3. Valg av verdsettelsesteknikk

Målet med denne masterutredningen er å komme frem til et verdiestimat på selskapets egenkapital og tilhørende aksjepris, i tillegg til å konkludere med en kjøps-, holds- eller salgsanbefaling for denne aksjen. Problemstillingen definerte vi i avsnitt 1.2. Grunnlaget for anbefalingen er sammenligning av prisestimatet og aksjekursen på Oslo Børs. Dette kapitlet innledes med en innføring i ulike verdsettelsesteknikker. Videre vil vi også argumentere for valg av verdsettelsesmetode for XXL, og avslutningsvis vil vi introdusere rammeverket for videre verdsettelsesprosess basert på foretrukket teknikk.

3.1 Oversikt

Det eksisterer flere ulike verdsettelsesteknikker, og det er prekært å finne den teknikken som er best tilpasset virksomheten og deres kontekst. Verdsettelsesteknikkene har sine styrker og svakheter, hvilket betyr at de bør håndteres som *komplementære* heller enn *substitutter*. Dette argumentet bygger på det faktum at ulike metoder vil kunne benyttes for å oppnå konvergens mot et endelig verdiestimat. I praksis er imidlertid tilgjengelig *tid* en knapp faktor. Dette betyr at det må gjøres prioriteringer hva gjelder verdsettelsesteknikker (Knivsflå 2015a, 17).

3.2 Verdsettelsesmetoder

Det er i utgangspunktet vanlig å skille mellom tre hovedteknikker for verdsettelse av virksomheter – *fundamental*-, *komparativ*- og *opsjonsbasert verdsettelse*. Valget vil i all hovedsak hvile på informasjonstilgang og krav til verdiestimatenes pålitelighet. Det kan også være avgjørende for valg av verdsettelsesteknikk spesifikke forhold ved den aktuelle virksomhet. Selskapets bransjetilhørighet, fase i livssyklusen og antakelser om fortsatt drift, eller tvil av betydning, vil være avgjørende for valget (Kaldestad og Møller 2012, 33-34).

3.2.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er basert på analyse av underliggende eller *fundamentale* forhold gjennom strategisk regnskapsanalyse og utarbeiding av fremtidsregnskap og fremtidskrav. Metoden kombinerer i så måte kvantitativ- og kvalitativ innsikt fra fagområder innen både strategi, regnskap og finans (Knivsflå 2015a, 19).

Fundamental verdsettelse er en krevende teknikk, og det krever mye input om både bransje og selskap. Mye av informasjonen i en fundamental verdsettelse er hentet fra årsrapporter og

bransjestatistikk. Modellen tar i all hovedsak utgangspunkt i de operasjonelle og finansielle driverne i selskapet, samt estimerte fremtidige kontantstrømmer. Nåverdiberegning av kontantstrømmene gir oss et estimat på selskapsverdien (Kaldestad og Møller 2012, 29).

3.2.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er basert på prisingen av sammenlignbare virksomheter eller eiendeler, og ser på forhold som selskapets størrelse, vekstfaktorer mv. Dersom komparative selskaper er hensiktsmessig verdsatt, fungerer dette som et utgangspunkt for tilsvarende verddivurderinger av andre selskaper. Teknikken er et godt supplement for å vurdere fornuftigheten og validiteten av verdiestimer. Metoden anses typisk som relativt enkel sammenlignet med andre teknikker, men den forutsetter naturligvis at det eksisterer gode sammenligningsgrunnlag, og videre relevante multipler. Vi skiller gjerne mellom to hovedteknikker innen komparativ verdsettelse. *Multiplikatormodellen* fokuserer på beregne selskapets egenkapitalverdi ved å sammenligne børsverdien til komparative virksomheter ved hjelp av multipler, og man tar høyde for forskjeller i kapitalstruktur og andre fundamentale forhold. *Substansverdimodellen* tar utgangspunkt i individuelle eiendeler for å verdsette et selskap (Kaldestad og Møller 2012, 31; 151).

3.2.3 Opsjonsbasert verdsettelse

I enkelte situasjoner vil en tradisjonell fundamentalanalyse undervurdere verdien av en virksomhet. Dette skyldes at man ignorerer verdien av å besitte rettigheten, men ikke plikten, til å gjøre bestemte typer tiltak. En opsjonsbasert verdsettelse er en separat verddivurdering av fleksibilitet og andre opsjoner i drift og finansiering gjennom opsjonsprising. Eksempler på verdien av denne typen fleksibilitet er muligheten til å utsette eller utvide et prosjekt og til å avhende eller relativt raskt skrinlegge et prosjekt. Verdien av en virksomhet som inkluderer realopsjoner, er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et statisk scenario med tillegg av verdien av fleksibilitet (Kaldestad og Møller 2012, 32-33). Metoden anses stadig som fremtidens måte å beregne verdien av en aksje, men utgjør foreløpig sjelden noen selvstendig verdsettelsesteknikk. Teknikken innebærer ulike scenarier for fremtiden ved bruk av eksempelvis binomiske trær. Opsjonsbasert verdsettelse er ofte benyttet som et supplement til fundamental verdsettelse (Knivsflå 2015a, 20; Kinserdal 2015).

3.3 Valg av hovedteknikk

For denne verdsettelsen er rammeverket for en *fundamental verdivurdering* lagt til grunn. Dette skyldes at en komparativ- og en opsjonsbasert verdivurdering er hensiktsmessig for en fortrinnsvis supplerende rolle. Det er viktig å bite seg merke i at teknikkene fungerer best om man benytter flere tilnærminger i en verdivurdering (Kaldestad og Møller 2012, 33). Vi vil i det følgende argumentere for vår beslutning.

Som tidligere nevnt, er det mange forhold som spiller inn på hvilken verdsettelsesteknikk som er best tilpasset et gitt selskap i en gitt bransje. Noen av disse nøkkelforholdene er *bransje*, tilgjengeligheten av *komparative virksomheter*, selskapets *fase i livssyklusen*, antakelser eller forutsetninger om *fortsatt drift*, eller eventuell tvil av betydning knyttet til enhetens evne til fortsatt drift, og til slutt *tilgjengelighet av kritisk informasjon*. Tidskapasitet er også av betydning for valget.

Bransje

Vi har tidligere vært innom sentrale karakteristikk ved sportsbransjen, både i Norge og andre nordiske land. Bransjen er kapitalintensiv, med store verdier både i materielle- og immaterielle eiendeler. I XXLs årsrapport (2014b, 27) viser konsernet til goodwill på om lag 2,7 mrd., og store verdier også i varige driftsmidler. Store immaterielle eiendeler, slik vi ser i XXL, blir ikke medregnet som en del av selskapets verdi ved anvendelse av substansverdimodellen. Dette taler for å benytte rammeverket for en *fundamental verdsettelse* i sportsbransjen.

Tilgjengelighet av komparative virksomheter

En komparativ verdivurdering forutsetter at det eksisterer komparative virksomheter, samt at det kan oppdrives tilstrekkelig informasjon tilknyttet disse virksomhetene. Når det gjelder den norske sportsbransjen, eksisterer det en rekke nære konkurrenter, der Gresvig kan sies å være den største konkurrenten. Kompleksitet i selskapsstrukturen forårsaker imidlertid misvisende offentlige årsregnskaper – og vanskeliggjør potensialet for sammenligninger og parallelliseringer. Basert på anbefalinger av NHH-professor Kjell Henry Knivsflå (2015c, 30), bør bransjedefinisjonen utvides dersom det er manglende komparative virksomheter. For XXLs tilfelle kan dette eksempelvis bety å se hen til mer internasjonale komparative virksomheter, samt virksomheter som opererer i naboland der XXL også er tilstede.

Fase i livssyklusen

Det er hard konkurranse mellom de ulike sportskjedene, hvilket gir høyt prispress og lave marginer. Bransjen er i vekst, og ifølge Sportsbransjen (2014) antas en vekst på om lag fire prosent i 2015. Denne antakelsen avhenger i betydelig grad av været, da sportsbransjen i Norge og generelt de nordiske landene er meget væravhengig. Dette fikk vi i alle høyeste grad bevist i 2009 – et år preget av finansiell turbulens verden over.

For virksomheter i en introduksjons- eller vekstfase, vil det være mindre tilgang på fundamental informasjon. Dette kan tale for bruk av enten komparativ eller opsjonsbasert verdsettelse. For selskaper som opplever tilbakegang og eventuell fare for konkurs, vil også rammeverket for komparativ verdsettelse (substansverdimodellen) være hensiktsmessig. Substansverdimodellen er imidlertid minst anvendbar ved verdsettelse av tradisjonelle virksomheter, hvor den sannsynligvis vil undervurdere verdiene. Dette skyldes at mange av verdiene som i en virksomhet er immaterielle eiendeler, ikke kan selges åpent på markedet.

Det samme gjelder for å finne opsjonsverdien av å legge ned driften. I bransjer som er stabile og modne, utgjør antakelig opsjonselementet en begrenset verdi. Muligheten til å generere superprofitt er lav, og lønnsomheten i bransjen er trolig på et stabilt og moderat nivå. Aktørene i bransjen konkurrerer mer på operasjonell forbedring og kostnadskutt enn på innovasjon. Tradisjonelle handelsselskaper faller innunder kategorien for virksomheter der opsjonsbaserte modeller har begrenset verdi (Kaldestad og Møller 2012, 169).

Etablerte og modne virksomheter har i de fleste tilfeller god tilgang på informasjon om underliggende og fundamental forhold. Her vil en *fundamental verdsettelse* være best tilpasset – med potensiale for supplerende teknikker for å underbygge eller korrigere verdiestimatene.

Antakelser og forutsetninger om fortsatt drift

XXL opererer i en bransje som i 2014 opplevde en vekst på 5,2 prosent. Konsernet hadde omsetningsvekst på hele 30 prosent samme år. Sportskjeden viser til solide resultater, og som vi skal se av den syntetiske ratingen senere er det høy sannsynlighet for fortsatt drift. Dette er også presisert i revisjonsberetningen i XXLs årsrapport (2014b, 63), utarbeidet av PwC. Dette er et argument i retning fundamental verdsettelse, men impliserer også muligheter for innslag fra en komparativ verdsettelse. På grunn av tidsbegrensinger har vi derimot sett bort fra komparativ verdsettelse i utredningen.

Tilgang på informasjon

XXL har vært notert på Oslo Børs siden 3. oktober 2014. Vår analyse er basert på tilgjengelig sekundærinformasjon – årsrapport (2014b) samt prospektet (2014a) – samt teori fra fagområder innen strategi, regnskap og finans. Dette vil kunne svekke presisjonen i analysene. Forutsetninger, antakelser og bruk av skjønn eller beste estimat vil til en viss grad prege avhandlingen. Vi har besluttet å erkjenne at det vil eksistere en viss usikkerhet.

Konklusjon

I denne masterutredningen vil rammeverket for en *fundamental verdivurdering* legges til grunn. Metoden er grundig, og kombinerer strategiske regnskapsanalyser og utarbeiding av fremtidsregnskap og fremtidskrav. Utgangspunktet for en fundamental verdivurdering er særlig regnskapsinformasjon og annen offentlig informasjon. Med vår felles bakgrunn innen hovedprofilen Økonomisk styring ved Norges Handelshøyskole, er en fundamental verdivurdering et naturlig valg.

3.4 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Knivslå (2015a, 3) illustrerer en fundamental verdsettelse i seks steg:

1. Utgangspunkt – offentlig informasjon (finansregnskap)
2. Strategisk analyse
3. Regnskapsanalyse
4. Utarbeiding av fremtidsregnskap (budsjettering og framskriving) og fremtidskrav
5. Fundamental verdsettelse – og analyse av uvisshet i verdiestimatet
6. Handlingsstrategi på basis av verdiestimat

En fundamental verdsettelse avhenger av innhentet tilgjengelig offentlig regnskapsinformasjon. Dette er typisk å finne i virksomhetenes årsrapporter. Deretter gjøres strategisk analyse av selskapet og deres bransje for å få kjennskap til muligheter og trusler, samt styrker og svakheter selskapet står ovenfor. Videre gjennomføres regnskapsanalysen. Det første er å omgruppere resultatregnskap og balanse for analyseformål, samt en normalisering av historiske tall. Dette vil være utgangspunktet for prognostisering av fremtidige kontantstrømmer og estimering av et konvensjonelt avkastningskrav.

En omgruppering av balansen gjennomføres da en ønsker å dele inn eiendeler og gjeld i driftsrelaterte og finansiell. De rapporterte tallene gir ikke en slik inndelingen. For å få

oversikt over underliggende resultater fra drift, normaliserer vi også historikken i selskapet. Vi gjør dette for å unngå at de fremtidige prognosene preges av tilfeldigheter. Vi fjerner derfor finansielle poster og engangshendelser fra drift, og analyserer eventuelle målefeil i rapporterte tall (Knivsflå 2015d, 81).

Videre skal selskapet analyseres. Analysen består av selskapets historikk, konkurrentene i bransjen og selskapets strategiske posisjon, også kjent som *superrentabilitet*. Analysene består av forholdstallsanalyser, analyser av avkastningskrav og rentabilitetsanalyser. Dette benyttes til å utarbeide fornuftige og realistiske prognoser. Hovedformålet er å gjennomgå historisk utvikling, lete etter trender, og avdekke eventuelle vedvarende konkurransefortrinn gjennom en rekke ulike modeller (Kaldestad og Møller 2012, 72-73).

Deretter utarbeides prognosene. En prognose vil i all hovedsak inndeles i en eksplisitt budsjetteringsperiode på 5-15 år, og en horisontperiode utover disse årene. I horisontperioden har vi antatt at selskapet vil ha nådd en *steady state*-tilstand, og dersom kontantstrømmen er konstant eller vokser jevnt evig, kan verdien beregnes ved hjelp av *Gordon's vekstformel*. Prognosene er i sin helhet basert på analyse av historiske nøkkeltall, kombinert med den strategiske analysen. I budsjetteringsperioden tar vi også høyde for mulig risiko, og det vil være relevant å gjennomføre en scenarioanalyse som skiller mellom optimistiske-, forventede- og pessimistiske scenarier (Kaldestad og Møller 2012, 30; 84). De budsjetterte verdiene vil typisk konvergere mot verdien i horisontperioden, den såkalte *horisontverdien* (Knivsflå 2015o, 3-4).

Vi skiller mellom to hovedteknikker innen fundamental verdsettelse – *egenkapitalmetoden* og *selskapskapitalmetoden*. Begge metodene har som formål å verdsette egenkapitalen i et selskap, men med ulik tilnærming. De to metodene skal ved konsistent anvendelse og ved bruk av såkalt *verdivektet avkastningskrav*, gi like verdiestimater (Knivsflå 2015o, 3; 16). En fundamental verdsettelse bygger på flere forutsetninger, og innebærer derfor prognostisering av en usikker fremtid. Derfor benyttes *sensitivitetsanalyser* og *simulering*, der en undersøker i hvilken grad verdiestimatet påvirkes når ulike variabler endres. Til slutt gis en handlingsstrategi for aksjen ut i fra resultatene analysene har gitt (Kaldestad og Møller 2012, 98).

Egenkapitalmetoden

Verdsettelsesteknikken innbefatter verdivurdering av et selskaps egenkapital direkte ved å neddiskontere fremtidige verdistrømmer som tilfaller aksjonærene. Det er viktig å bemerke seg at vi her bruker forventede fremtidige egenkapitalkrav som avkastningskrav. Vi skiller mellom fire ulike undergrupper av verdsettelsesteknikker (Knivsflå 2015o, 11-18):

- Utbyttmodellen (NBU)
- Fri kontantstrømmodellen (FKE)
- Superprofittmodellen (SPE)
- Superprofittvekstmodellen (Δ SPE)

Selskapskapitalmetoden

Teknikken innebærer å indirekte verdsette den totale selskapsverdien før en subtraherer relevante gjeldsposter for å finne et estimat på egenkapitalverdien. Totalkapital er typisk byttet ut med *sysselsatt kapital* eller *netto driftskapital*, da totalkapitalen i for liten grad skiller mellom driftsrelaterte- og finansielle elementer. De samme undervariantene som ved egenkapitalmetoden er her relevante, med unntak av utbyttmodellen, da den relaterer seg direkte til kontantstrømmer som tilfaller egenkapitalen (Knivsflå 2015o, 13). Forskjellen er imidlertid at vi her ser på fri kontantstrøm til selskapskapital og fri kontantstrøm fra drift, heller enn fri kontantstrøm til egenkapital. Tilsvarende gjelder for superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Modellene for selskapskapitalmetoden kommer vi nærmere tilbake til i kapittel 11, og oppsummeres i Tabell 11-1 og Tabell 11-2.

Anvendelse av fundamental verdsettelse

En fundamental verdsettelse er en omfattende verdsettelsesteknikk, og krever et bredt spekter av detaljert informasjon fra flere regnskapsperioder. Rammeverket for denne typen teknikk innebærer strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap og fremtidskrav, fundamental verdivurdering og handlingsstrategi basert på verdiestimat. Metoden betraktes derfor som mest relevant for relativt modne virksomheter. En fundamental verdsettelse lener seg på en streng antakelse om fortsatt drift, da egenkapitalverdien er anslått med utgangspunkt i fremtidig inntjening (Knivsflå 2015a, 19). Vi har i kapittel 11 besluttet å gjennomføre alle modellene under både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Dette fordi vi vil kvalitetssikre våre estimater, men også fordi vi ønsker å belyse hvilke ulike modeller som finnes, og som er hensiktsmessig å benytte.

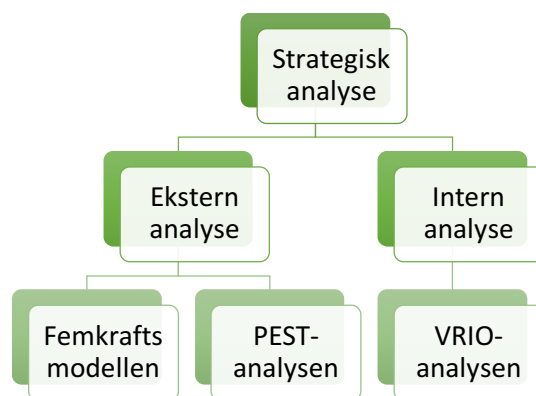
4. Strategisk analyse

Strategi er en plan som integrerer en organisasjons hovedmål, politikk og handling i en sammenhengende helhet. En strategisk posisjon er evnen til å generere en strategisk fordel og er definert som en allokering av ressurser i en virksomhet som innenfor bransjen gir evne til å generere en strategisk fordel, og følgelig en rentabilitet utover kravet (Johnson, Whittington, et al. 2014, 12). Den strategiske analysen bør således indikere hvilke resultater som forventes av den strategiske regnskapsanalysen i kapittel 8.

Vi vil i dette kapittelet utføre tre strategiske analyser for å kartlegge XXLs posisjon i markedet, samt hvordan deres ressurser benyttes. Disse tre strategiske analysene er *Porter's Five Forces* og *PEST-analysen* på den eksterne siden, samt *VRIO-analysen* på den interne siden. Til tross for at analysene er generiske, er det forventet at de vil gi innsikt i makroomgivelser, samt bransjespesifikke- og selskapsspesifikke faktorer. Etter å ha gjennomført analysene, oppsummerer vi i en *SWOT-analyse* (Knivsflå 2015b, 5-11). Målet med den strategiske analysen er å kartlegge XXLs omgivelser og virksomhetens verdidrivere.

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

Den kommende strategiske analysen vil utarbeides basert på rammeverket i Figur 4-1 under:



Figur 4-1 Rammeverk for strategisk analyse

Som man ser av figuren over deler vi en strategisk analyse inn i eksterne- og interne analyser. Selskapsfordeler blir fordelt på egenkapital (eierne) og netto finansiell gjeld (långivere). Den strategiske eierfordelen er det som er igjen etter at långiverne har fått sitt. Den viktigste kilden til strategisk eierfordel er vanligvis den rene driftsfordelen, definert som forskjellen mellom *netto driftsrentabilitet (ndr)* og *netto driftskrav (ndk)* (Knivsflå 2015b, 22). For å illustrere den strategiske fordelene ved en kvantitativ utledning, begynner vi med den rene driftsfordelen:

$$\begin{aligned} & ndr - ndk \\ &= (ndr_B - ndk_B) + (ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk) \\ &= (ndr_B - ndk) + (ndr - ndr_B) \end{aligned}$$

Figur 4-2 Formeluttrykk for strategisk fordel (superrentabilitet)

Fotskrift *B* indikerer bransjen. Vi har i det siste uttrykket bevist at differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav kan deles inn i en *ekstern bransjeorientert strategisk fordel* og en *intern ressursbasert strategisk fordel* (Knivsfå 2015b, 23). Den eksterne bransjeorienterte strategiske fordelen forteller om bransjen har en rentabilitet større enn kravet, mens den interne ressursbaserte strategiske fordelen viser om virksomheten har en rentabilitet større enn bransjen – altså vi ser på bransjegjennomsnittet.

Den eksterne analysen

Bransjeorientert strategisk fordel eksisterer dersom bransjen har en rentabilitet større enn kravet. Bransjefordelen kan økes dersom bransjen har *muligheter*, eller reduseres dersom bransjen står overfor *trusler* i omgivelsene eller i bransjen. Grunnet for den bransjeorienterte strategiske analysen, er altså felles for alle virksomheter i bransjen. Det eksisterer en rekke rammeverk og verktøy for bransjeorientert strategisk fordel. I den eksterne strategiske analysen for XXL benytter vi som nevnt *PEST-analyse* og *Porter's Five Forces*. Analyser av makroomgivelser (PEST) innebærer å vurdere hvordan bransjen påvirkes utenfra, mens bransjeanalyser (Five Forces) innbefatter forhold innad i bransjen. En virksomhet som har en bransjeorientert strategisk fordel, vil ha følgende sannhet (Knivsfå 2015b, 28):

$$ndr_B > ndk$$

Figur 4-3 Formeluttrykk for bransjeorientert strategisk fordel

En *analyse av makroomgivelser* gjennomføres for å identifisere ytre påvirkninger. PEST-analysen eksaminerer *politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle og teknologiske faktorer* i makroomgivelsene.

Bransjeanalyser gjennomføres for å analysere bransjens attraktivitet. Porter's Five Forces tar sikte på å vurdere trusler fra leverandører og kunder i den såkalte *fordelingsaksen*, og trusler

fra substitutter og potensielle nyetableringer i *rivaliseringsaksen*, samt intern rivalisering blant eksisterende konkurrenter i bransjen.

Den interne analysen

Utgangspunktet for den ressursorienterte strategiske analysen er de særegne interne ressurser i den enkelte virksomhet. Vi har en ressursfordel dersom netto driftsrentabilitet overstiger rentabiliteten i bransjen, eller mer kompakt $ndr > ndr_B$ (Knivsflå 2015b, 46).

Ressursfordelen økes dersom virksomheten har *sterke sider* internt, og reduseres dersom virksomheten har *svake sider* internt, relativt til bransjen. Enhver virksomhet kan betraktes som en portefølje av ressurser som kontinuerlig vurderes mot ressursene til ”gjennomsnittsvirksomheten” i bransjen. En mye brukt ressursorientert strategisk analyse som vi skal benytte er den såkalte VRIO-analysen. Vi har følgende sammenhenger:

$$\begin{aligned}
 & \text{Netto driftsrentabilitet} = ndr \\
 & ndr = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftseiendeler}} = \frac{NDR}{NDE} \\
 & ndr = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} * \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Netto driftseiendeler}} \\
 & ndr = \text{Netto driftsmargin} * \text{Omløpet til netto driftseiendeler}
 \end{aligned}$$

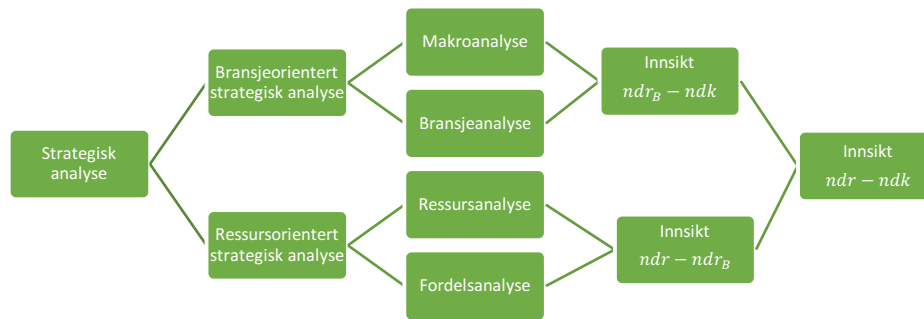
Figur 4-4 Formeluttrykk for netto driftsrentabilitet (*ndr*)

Formålet med analysene er å se om virksomheten har en ressursfordel, eller med andre ord at netto driftsrentabilitet overstiger rentabiliteten i bransjen:

$$ndr > ndr_B$$

Figur 4-5 Formeluttrykk for ressursfordel

En strategisk analyse gir innsikt i hva som er kildene til strategisk fordel eller ulempe. Det er viktig å bemerke i at innsikt fra strategisk analyse og regnskapsanalyse er to sider av samme sak. Strategisk analyse er kvalitativ, mens regnskapsanalyse er kvantitativ. Den viktigste kilden til strategisk fordel er ventet å være bransjefordel – som skyldes manglende konkurranse. Konklusjonen fra strategisk analyse og konklusjonen fra strategiske rentabilitetsanalyse bør være konsistente (Knivsflå 2015b, 65).



Figur 4-6 Strategisk analyse og innsikt i strategisk fordel (superrentabilitet)

Konklusjon

I den eksterne analysen benytter vi altså to analyser; *Porter's Five Forces* og *PEST-analysen*. Disse kartlegger konkurransesituasjonen XXL er i, og hvilke ytre faktorer som påvirker denne. Videre i den interne analysen benytter vi *VRIO-analyse* for å kartlegge XXLs ressurser og om det er grunnlag for konkurransefortrinn.

4.2 PEST-analyse

PEST-analyse er et verktøy som brukes i situasjonsanalyse for å identifisere de viktigste eksterne faktorene på makronivå. Disse faktorene kan skape både muligheter og trusler for XXL. Målet med en PEST-analyse er å finne gjeldende faktorer som påvirker organisasjonen, identifisere hvordan de kan endre seg i fremtiden og hvordan man utnytter muligheter og forsvarer seg mot trusler. Analysen innebærer henblikk på hvordan *politiske- økonomiske-, sosiokulturelle- og teknologiske-* faktorer påvirker bransjen (Johnson, Whittington, et al. 2014, 34).



Figur 4-7 Rammeverk for PEST-analysen

4.2.1 Politiske forhold

Innebærer at myndighetens reguleringer, lover og forskrifter påvirker virksomheten og dens handelsmarkeder. Dette innebærer faktorer som politisk stabilitet, retningslinjer for skatt, handelsregler og sikkerhet (Johnson, Whittington, et al. 2014, 34). XXL opererer i sportsbransjen i Norge, Sverige og Finland. Den politiske situasjonen i disse markedene er derfor av betydning for lønnsomheten til selskapet, via en rekke økonomiske størrelser.

Da Regjeringen i Norge la frem sitt første statsbudsjett for 2014, var det både positive- og negative signaler for den norske sportsbransjen. De positive signalene hadde sitt grunnlag hovedsakelig i redusert formuesskatt, økt satsing på infrastruktur og endringer i arbeidsmiljøloven. På den annen side hadde de negative signalene blant annet sitt utspring i at momsfri import ble økt til 350 kroner. Vedtaket bidrar til å gjøre rammevilkårene vanskeligere for norsk handelsnæring, som følger av at det blir vesentlig billigere å handle i utlandet enn å handle hjemme (Sportsbransjen 2014).

Det er også lagt ned forslag om søndagsåpne butikker, et forslag som for den norske handelsnæringen ville betydd økte kostnader uten nødvendigvis å føre til økt omsetning. Regjeringen presenterte også svak satsing på folkehelse og utbygging av sykkelveier (Sportsbransjen 2014). Dette kan få negative konsekvenser for norsk sportsbransje og handelsnæring.

Da det norske statsbudsjettet for 2016 ble offentliggjort i oktober 2015 la regjeringen frem en egen stortingsmelding om ny skattereform. Årets skattemelding varsler om at selskapsskattesatsen skal reduseres til 22 prosent frem mot 2018, samt skattesatsen på alminnelig inntekt reduseres til 25 prosent. Dette vil kunne få positive konsekvenser for XXLs resultatet i årene fremover (Finansdepartementet 2015).

4.2.2 Økonomiske forhold

Økonomiske forhold i PEST-analysen identifiserer de økonomiske omgivelsene som har en påvirkning på selskapet. Dette innebærer faktorer som inflasjon, renter, økonomisk vekst, konjunkturer og robusthet i privatøkonomien (Johnson, Whittington, et al. 2014, 36).

Rentenivå, inflasjon og kronkurs

Det beste bidraget pengepolitikken kan gi til vekst og sysselsetting er lav og stabil inflasjon. Norges Bank (2001) ble av Stoltenberg-regjeringen instruert i å innrette pengepolitikken slik at inflasjonen skulle være stabil på 2,5 prosent. Inflasjonen blir påvirket av renten på tre forskjellige måter. For det første vil renten påvirke inflasjonen gjennom *etterspørselen* i økonomien. For det andre vil renten påvirke inflasjonen gjennom *forventningskanalen* og importert prisvekst fra utlandet. For det tredje vil inflasjonen påvirkes indirekte av renter gjennom *valutasvingninger* (Norges Bank 2015a). Prisvekst i utlandet eller en svak norsk

krone gjør importvarer relativt sett dyrere. På den annen side kan dette også ha en positiv effekt fordi en svak krone gjør det dyrere for forbrukere i Norge å handle i utlandet.

Styringsrenten ble av Norges Bank (2015b) satt ned til historisk lave 0,75 prosent 24.09.2015. Styringsrenten ble forøvrig holdt stabil ved offentliggjøringen 05.11.2015. Årsaken var svakere utvikling i norsk økonomi enn ventet. Svakere lønnsvekst, høyere arbeidsledighet og stor gjeldsvekst blant nordmenn har bidratt til denne nedgangen. Rentebeslutninger er av betydning for XXL og andre varehandlere. Når styringsrenten går ned vil det være en tendens til at forbruket og investeringene i husholdninger øker. Det skyldes at de får mer penger til overs når gjelden er betjent, og at det blir billigere å låne. Økt etterspørsel fører videre til større produksjon og sysselsetting, som igjen også kan føre til økt lønnsvekst. Høyere lønnsvekst vil bidra til at inflasjonen øker.

De viktigste finansielle risikoene som XXL (2014b, 15) er eksponert for er rente-, likviditets-, valutakurs- og kredittrisiko. Konsernledelsen evaluerer disse jevnlig, og etablerer retningslinjer for hvordan de skal håndteres. Konsernet benytter imidlertid derivater til å sikre seg mot risiko assosiert med fluktasjoner i rentenivået.

Konjunkturutvikling

En av de største lavkonjunkturer vi har bevitnet i moderne tid er finanskrisen. Høsten 2008 gikk Lehman Brothers Holdings, Inc., en ledende amerikansk investeringsbank konkurs. Dette skulle vise seg å bli et økonomisk sjokk som påvirket hele verden. Svikt i privat etterspørsel medførte et kraftig fall i produksjonen av varer og tjenester. Dette ga naturligvis ringvirkninger for sysselsetting globalt. Fallet i privat etterspørsel ble imidlertid delvis motvirket av en ekspansiv finanspolitikk i de fleste stater, noe som førte til at statsgjelden økte. Dermed ble finanskrisen avløst av en europeisk gjeldskrise (Buer 2008). Sportsbransjen i Norge hadde vekst i 2009 på 11 prosent, mens XXL hadde vekst på hele 64,8 prosent. Dette tyder på som vi har nevnt tidligere, at bransjen er mer væravhengig enn konjunkturavhengig. Det kan videre eksemplifiseres med at dårlige værforhold vinteren 2014 gjorde første kvartal svak for bransjen (Sportsbransjen 2014).

Husholdningene

Siden 1990 har husholdningenes inntekter etter skatt hatt en realvekst på 66 prosent, og median inntekt for alle norske privathusholdninger var på NOK 464 500 i 2013. Gjennomsnitts-

husholdningens gjeld har økt de siste årene og var på NOK 1,2 millioner i 2013. Da gjeldsøkningen er større enn inntektsveksten, blir det også flere husholdninger med høy boutgiftsbelastning. Renteutgiftenes betydning er imidlertid blitt mindre, grunnet svært lave renter (SSB 2015, 12-16).

I 2012 var gjennomsnittlige årlige totale forbruksutgifter per husholdning 435 500 kroner. I 1958 var det tilsvarende beløpet 11 088 kroner, som omregnet til 2012-kroner tilsvarer omtrent 129 000 kroner. Om man også tar hensyn til at husholdningene i denne perioden er blitt mindre, er det reelle forbruket nærmere firedoblet. Noe overraskende bruker vi en mindre andel av budsjettet til klær og sko (5 prosent) noe som er mindre enn halvparten av hva vi gjorde i 1958. Det skyldes imidlertid ikke at vi i dag kjøper mindre klær og sko, men henger sammen med at disse varene relativt sett er blitt billigere (SSB 2015, 12-16). XXL er en virksomhet som i stor grad har bidratt til lave priser i det norske markedet for sportsartikler de seneste årene. Prisveksten har de siste årene vært negativ, og siden omsetningen øker, betyr det at volumet på sportsprodukter har økt til dels betydelig. Forbrukeren får mer sportsutstyr for pengene enn noen gang (Sportsbransjen 2014).

4.2.3 Sosiokulturelle forhold

Innebærer faktorer som kulturelle begrensninger, livsstil holdning, utdanning og miljø. I analysen får man innblikk i hvordan forbrukernes behov er formet (Johnson, Whittington, et al. 2014, 36).

For et selskap i sportsbransjen vil det være avgjørende med høyt utdannede ansatte for å fremme innovasjon og effektivitet. Nyere empiriske studier gjennomført av SSB (2014) viser at andelen av den norske befolkning som tar høyere utdanning er markant høyere, både relativt til tidligere år og andre land. Med høyt utdanningsnivå vil også høyere lønninger bidra til at flere har råd til kvalitetsprodukter. Vi etterspør kvalitetsprodukter til en billig penge. Det høye utdanningsnivået vi ser i Norge vil derfor ha en delt effekt for norske selskaper. For det første innebærer det økte lønnskostnader og på den annen side bidra til økt omsetning.

I følge Sportsbransjen (2014) er det fremdeles trendy å være sporty. Det er en økende trend blant nordmenn å delta i mosjonskonkurranser, og nordmenn ønsker i større og større grad å identifisere seg med en sporty livsstil. Fra 2001 til 2013 har andelen som trener minst tre ganger i uken økt fra 28 prosent til 50 prosent (Vaage 2014). Tallene tyder på at sportsartikler

er et økende forbruk og gir flere potensielle kunder for XXL. I motsetning til den økte trenden med å være sporty, er det også et økende problem i Norge med inaktivitet.

Folkehelseinstituttet (2014) påpeker at vi blir mindre aktive desto eldre vi blir. Dessuten er det kun 50 prosent av dagens femtenåringer som er i anbefalt fysisk aktivitet. Generelt bruker Norges befolkning mer tid på stillesittende aktivitet nå enn tidligere. Hvis dette er tilfelle for fremtiden, vil det ha negativ effekt for XXL.

Miljømessige faktorer vil også være av betydning for sportsbransjen. Det er stadig økende fokus på grønne bedrifter for bærekraftig fremtid, miljø og klimapolitikk. Selskaper som ikke følger denne trenden kan merke turbulens i markedet og frafall av kunder. XXL (2015b) tar i mot retur av elektroniske produkter av samme type eller funksjon som er kjøpt i deres varehus. Kunnskap om returordningen for småelektronikk bidrar til miljøriktig handling. XXL støtter denne ordningen med å bedre nordmenns bevissthet rundt miljøutfordringer. I tillegg har de samarbeid med Posten Norge som har som mål å redusere egne klimautslipp. XXL benytter klimanøytrale servicepakker (les: tog), istedenfor tradisjonell levering med motoriske kjøretøy. Miljøfokus kan øke selskapers inntjening, men også hindre reduksjon av salgsinntekter grunnet dårlig miljøfokus, hvilket er en positiv effekt.

4.2.4 Teknologiske forhold

Dette avsnittet belyser hvordan teknologi kan ha positiv eller negativ påvirkning på et produkt. Dette kan være teknologinivå, internettets rolle og utgifter på forskning og teknologiutvikling (Johnson, Whittington, et al. 2014, 36).

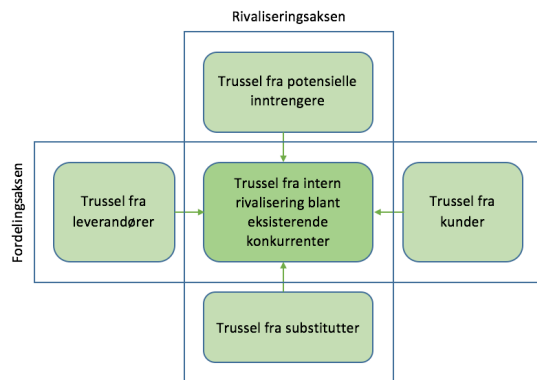
XXL (2015g) har som mål å bli den ledende distribusjonskanalen for et unikt spekter av sportsmerker og villmarksprodukter til lave priser. For å nå dette målet, er selskapets strategi å kapitalisere på den forventede veksten i sportsbransjen, og forbedre sin strategiske posisjon ved å dra nytte av sine stordriftsfordeler. Strategien vil innebære å optimalisere operasjonene i forsyningskjedene, IT-systemer og stormarkeder/varehus.

Teknologi er i stadig utvikling og selskaper kan tjene penger på å være oppdatert. XXL (2014b, 2) satser på netthandel, noe som har med teknologisk utvikling å gjøre. Det blir stadig mer normalt at forbrukere sitter hjemme og handler. Satsingen på netthandel kan føre til at norske forbrukere velger XXL, fremfor utenlandske kjeder. Som nevnt tidligere hadde XXL 91 prosent vekst på dette området i 2014, noe som tyder på at satsingen har positive følger.

4.3 Femkraftsmodellen

Porters Five Forces eller Femkraftsmodellen som den kalles på norsk, er et strategisk verktøy som benyttes for å få en forståelse hvor drivkraften ligger i en forretnings situasjon. Verktøyet gir en forståelse av bedriftens styrker og svakheter, samt en analyse av dens konkurrenter.

Forhold av betydning for modellen er vist i figuren (Manktelow 2015a):



Figur 4-8 Rammeverk for Porter's Five Forces (Femkraftsmodellen)

I det følgende vil teorien om Femkraftsmodellen anvendes på den norske sportsbransjen, og med særlig fokus på XXL som markedsaktør.

4.3.1 Trussel fra potensielle inntrengere

Hvor lett det er å starte opp i bransjen er et signal om hvor konkurransen ligger. Desto lettere det er for potensielle inntrengere å komme inn på markedet, desto verre er det for eksisterende selskaper. En attraktiv bransje har høy barriere for nye aktører å komme inn slik at trusselen for konkurranse er lav. Det er en rekke barrierer potensielle inntrengere må overvinne hvis de skal inn i bransjen. Noen av disse er (Johnson, Whittington og Scholes 2012, 25-31):

- Eventuelle stordriftsfordeler, relativt til markedets størrelse
- Regjeringens beskyttelse av monopoler
- Tilgang til nøkkelinnsatsfaktorer for potensielle inntrengere
- Bratte erfaringskurver vil kunne være en kostnadsulempe for potensielle inntrengere
- Differensiering

Dagens marked i sportsbransjen preges av sterk konkurranse, bestående av noen store aktører samt et utvalg av små eller mellomstore aktører. Tall fra Sportsbransjen (2007) viser at det frem til 2008 var høy etableringstakt i den norske sportsbransjen. I 2009 opplevde norsk sportsbransje en svak nedgang i etableringstakten etter flere år med vekst. 2010 og 2011 var stabile i antall butikker, mens vi igjen så nedgang i antall butikker i 2012 til 2014. Den intense

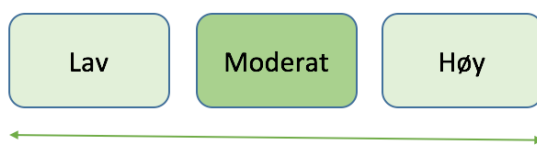
konkurransen i bransjen gir utslag i fallende priser og lave marginer, men likevel økt volum. Dette tyder på høyt gjennomsnittssalg per butikk.

Det ble i år annonsert at verdens største sportskjede, franske Decathlon, vil åpne nettbutikk i Norge. Målet er å være operativ på det norske markedet i 2016. Decathlon er allerede etablert i Sverige både med web-side og fysisk butikkvirksomhet. Den franske sportsgiganten har imidlertid enda ikke avgitt ordentlig svar angående etablering av egne varehus i Norge. XXL-sjef Hans Fredrik Steenbuch hevder i en artikkel i Dagens Næringsliv (2015) at han likevel ikke er bekymret. Han sammenligner Decathlons inntog på det norske markedet med tyske Lidl's entré, og henviser til hvilket utfall det i sin tid fikk.

Når det gjelder stordriftsfordeler, vil en veletablert markedsleder som XXL ha store kostnadsfordeler sammenlignet med en eventuell nyetablert aktør. En nyetablert aktør vil neppe være i stand til å forhandle seg til samme innkjøpsvilkår som de store sportskjedene. Dette er relevant også i forbindelse med det vi kaller erfaringskurver. Sportsbransjen er relativt kapitalintensiv, og det kreves store investeringer for å drive lønnsomt på sikt. Alt dette skaper ulemper for nyetableringer, og reduserer samtidig sannsynligheten for trusler fra potensielle inntrengere.

Kunden vil etter alt å dømme sannsynligvis også foretrekke å handle i en butikk som vedkommende allerede har kjennskap til – forutsatt at butikken er tilgjengelig vel å merke.

Figur 4-9 under oppsummerer graden av trussel fra potensielle nykommere:



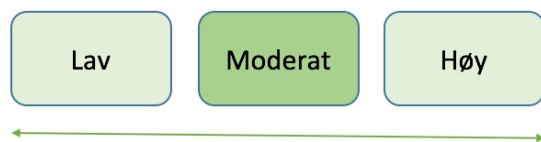
Figur 4-9 Oppsummering trussel fra potensielle inntrengere

4.3.2 Trussel fra substitutter

Et substitutt er definert som et produkt som gir kunden samme verdi, men likevel er det et annet produkt. Disse kan redusere etterspørsel fra kundene ettersom de kan bytte mellom produktene. Trussel fra substitutter vil i enhver bransje potensielt kunne erodere marginer og profitt, og er derfor svært sentralt å ta hensyn til i analyser av markedet og bransjen. På den annen side kan komplementer potensielt fyre opp under etterspørselen for et produkt, og følgelig profittmulighetene i et foretak (Johnson, Whittington og Scholes 2012, 25-31).

Sportsbransjen i Norge har i de seneste årene tatt markedsandeler fra tekstil- og skobransjen, men i følge Sportsbransjen (2014) er det mye som tyder på at klesbransjen vil slå tilbake. Videre hevdes det at det i sportskjedene er god vekst innen sko- og tekstilsegmentet, som står for omkring 55 prosent av totalomsetningen i sportsfaghandelen. Det har i de seneste år skjedd en tyngre satsning på sportsklær blant klesbutikker, eksempelvis Hennes & Mauritz. Det er grunn til å tro at denne typen forretninger vil kunne være en konkurrent fremover, og en vesentlig trussel i form av substitutter.

Mange av de store sportskjedene tilbyr i dag komplementære tilleggstenester i form av service, prepping av ski, sykler etc., i forsøk på å akselerere etterspørselen etter produktene. Disse tilleggstenestene utgjør et forretningsområde i sterk vekst. Videre er det flere av de kjente sportskjedene i Norge som nylig har lansert egne nettbutikker, og jobber stadig med nye konsepter for å møte konkurransen fra rene nettbutikker. Figur 4-10 illustrerer trusselen fra substitutter som XXL og sportsbransjen (med fokus i Norge) står overfor.



Figur 4-10 Oppsummering trussel fra substitutter

4.3.3 Trussel fra leverandører

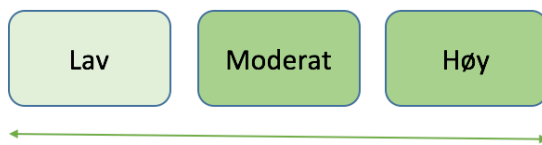
Leverandører er de som selger produkter til selskapet. Leverandørmakten er høy dersom det finnes få leverandører og om det eksisterer høye byttekostnader (Johnson, Whittington og Scholes 2012, 25-31).

XXL omsetter en rekke merkevareprodukter til lav pris. Produktbredden inkluderer merkevarer fra mer enn 400 leverandører, både kjente internasjonale og nasjonale merker. XXL (2014b, 6-7) har fokus på effektive innkjøp og logistikksystemer, med den hensikt å minimere transport-, lagrings- og logistikkostnader. XXL jobber utrettelig for å bli *best-in-class* innen operasjonell planlegging. Selskapet mener dette er helt essensielt for vellykket forretningsvirksomhet, og en nøkkelfaktor i forbindelse med sine prisløfter: *å tilby de laveste prisene på deres produkter*. I følge en publisering i finansavisen Hognar (2014) hevder XXL-konsernsjefen at selskapet har mye større butikker enn konkurrentene, mer effektiv logistikk – etter hvert som kjeden vokser – en stadig større forhandlingsmakt mot de store leverandørene

som Adidas og Nike. Han slår videre fast at dette er formelen for at XXL både kan ha lavere priser enn konkurrentene, og høyere marginer.

De enorme varehusene tillater utnyttelse av stordriftsfordeler og høy effektivitet. Færre og større varehus/stormarkeder, i kombinasjon med sentralisert innkjøps- og lagerstyringsfunksjoner, resulterer i maksimert logistisk effektivitet, og minimerte kostnader i forbindelse med støttefunksjoner.

XXL (2014b, 8) har to sentrallagre, et lokalisert ved Gardermoen i Norge, og et i Örebro i Sverige. Selskapet ser muligheter for å ekspandere lagerplass, hvilket vil kunne imøtekomme deres vekststrategi. Fra konkurranseanalytisk teori vet vi at et selskap må være i stand til å selge mer for å kunne sette ned prisene på en lønnsom måte.



Figur 4-11 Oppsummering trussel fra leverandører

Resultatet i Figur 4-11 forklares ved at brorparten av XXLs leverandører er kjente, kvalitetsassosierte merkevarer. XXL har imidlertid stadig evnet å styrke sin forhandlingsmakt, og vi har vurdert graden av trusler fra leverandører som moderat til høy.

4.3.4 Trussel fra kunder

Trussel fra kunder er analogt med trussel fra leverandører, og refererer til kundenes forhandlingsmakt, samt mulighet og evne til å tære på bedriftens profitt. Kunder har høy forhandlingsmakt dersom det eksisterer få, store kunder, produktene er ikke-differensierte og kundene har lave byttekostnader (Johnson, Whittington og Scholes 2012, 25-31).

I markeder med sterk konkurranse, slik som sportsbransjen, vil kundene ha indirekte makt gjennom markedskreftene – tilbud og etterspørsel. Tilgjengeligheten av nære substitutter vil begrense prisene som virksomhetene kan kreve. XXL selger sine produkter hovedsakelig til privatpersoner. Produktene i sportsbransjen er enkelt å sammenligne, og de fleste kjedene tilbyr stort sett samme merkevarer og produkter. Dette tyder på lave byttekostnader.



Figur 4-12 Oppsummering trussel fra kunder

Figuren ovenfor viser at kunden har lav til moderat forhandlingsmakt overfor XXL, og utgjør dermed en mindre trussel.

4.3.5 Trussel fra intern rivalisering blant eksisterende konkurrenter

Dette vil være eksisterende konkurrenter i sportsbransjen, slik som Gresvig, Stadion, Stadium, MX-Sport og Sport 1. De fire truslene i Five Forces-rammeverket beskrevet ovenfor har en indirekte effekt på den interne rivaliseringen. I tillegg er det andre forhold som har direkte effekt (Johnson, Whittington og Scholes 2012, 25-31):

- Selskaper av samme størrelse. Dette fyre oppunder priskutt.
- Høye faste kostnader. Selskaper med høye faste kostnader vil prøve å redusere enhetskostnader ved å øke volumet. For å gjøre det kutter de prisene.
- Høy exit-barriere, det er en kamp om å vinne markedsandeler
- Lite differensiering. Dette øker rivaliseringen fordi det er lett for kundene å bytte mellom leverandørene. Det eneste de kan konkurrere på da er pris.

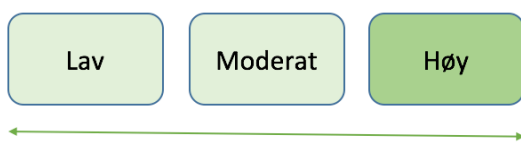
Sportsbransjen er som nevnt en bransje som opplever hard konkurranse, lave priser, lave marginer og inntog av store varehus som skaper stordriftsfordeler. XXL har større varehus enn konkurrentene, mer effektiv logistikk og en gradvis forbedret forhandlingsmakt mot sine leverandører. Det er formelen for at XXL både kan ta lavere priser enn konkurrentene og høyere marginer.

XXL utmerker seg også globalt. Finansavisen Hegnar (2014) hevder at XXL var den sportskjeden i verden som hadde størst vekst i 2013, med sine 29 prosent. Omsetningsveksten skyldes fortrinnsvis etablering av nye varehus, vekst på nett og salgsvekst i eksisterende butikker. Omsetningsvekst er, som vi skal se nærmere på i kapittel 9, en viktig verdidriver for alle virksomheter. Langsiktig omsetningsvekst for store selskaper er tilnærmet utelukkende drevet av vekst i markedene de opererer, i tillegg til de fusjoner og oppkjøp virksomhetene foretar seg. Til tross for at kapring av markedsandeler bidrar til inntektsvekst på kort sikt, er

dette betydelig mindre fundamentalt i forbindelse med å maksimere verdier for aksjonærer (Koller, Goedhart og Wessels 2010, 99).

Uten kompetansen som gjennomsyrrer XXL-konsernet hadde man neppe vært i nærheten av den suksessen vi i dag observerer, skal en tro XXL-sjef Hans Fredrik Steenbuch uttalelse til Hegnar (2014). Direktøren personifiserer viktigheten av dette hver eneste dag, og har skapt en kultur som strekker seg fra konsernsjef til varehussjefene og den enkelte selger. Ulempen for investorer som gjerne vil være med på oppturen er at mye allerede er priset inn.

Introduksjonskursen på NOK 58 per aksje var å anse som ”dyr” i følge investorer, og siden har aksjen steget betraktelig.



Figur 4-13 Oppsummering av trussel fra intern rivalisering

Siste element av *Five Forces*-rammeverket viser at sportsbransjen i dag opplever sterk intern rivalisering. Konkurransen er hard, prispresset er høyt og det jobbes utrettelig med kontinuerlige forbedringer i bransjen med moderat vekst. Dette særlig i tilknytning kostnadseffektivitet, logistikk og produktutvalg.

4.3.6 Oppsummering – Ekstern bransjeorientert analyse

Vi vil i dette avsnittet oppsummere eksternanalysen med henblikk på bransjefordelen relativt til sportsbransjen. Sammen med eventuelle ressursfordeler, danner bransjefordelen grunnlaget for XXLs strategiske fordel. En bransjefordel innebærer som vi tidligere har vært inne på at bransjen som helhet har en netto driftsrentabilitet større enn netto driftskrav. Bransjefordelen er ventet å øke dersom bransjen har muligheter, mens bransjefordelen er ventet å bli redusert dersom bransjen står overfor trusler.

Makroforhold

Blant forholdene ved makroomgivelsene mener vi det er særlig husholdningenes privatøkonomi og kjøpekraft, samt sosiokulturelle trender som er av avgjørende betydning for fremtidsutsiktene i sportsbransjen. At konsumenter både har romsligere privatøkonomi skaper potensiale for handelsnæringen generelt, og sportsbransjen er intet unntak. Vi vil også trekke frem sosiologiske utviklingstrekk som et viktig forhold. Konsumenter viser tendenser til å

ønske kvalitetsprodukter i større grad enn tidligere, uten å gå på bekostning av kvantitet i stor grad. Dette må sees i sammenheng med konsumentenes økonomiske situasjon.

Bransjeforhold

Fra bransjeanalysen fant vi at intern rivalisering blant eksisterende konkurrenter og leverandører utgjør de største enkelttruslene for å kapre uforholdsmessige store verdier i sportsbransjen. Kundene, som for en sportsforretning typisk er mange og små, er ansett å utgjøre en beskjeden trussel for virksomheten, mens substitutter i form av aktører fra klesbransjen og potensielle nyetableringer på det allerede velutviklede markedet er vurdert til å utgjøre moderate trusler for XXL i sportsbransjen. En oppsummering av Porter's Five Forces finnes i Tabell 4-1:

Porter's Five Forces				
Sportsbransjen				
Trussel	Lav	Moderat	Høy	Trend
Intern rivalisering			Ja	Økende
Leverandører		Ja	Ja	Stabil
Kunder	Ja	Ja		Stabil
Substitutter		Ja		Økende
Nyetableringer		Ja		Stabil

Tabell 4-1 Oppsummering Porter's Five Forces (Femkraftsmodellen)

4.4 VRIO-analyse

Rammeverket brukes til å analysere bedriftens interne ressurser for å fastslå om de er kilde til konkurransefortrinn. Analysen er sammenfallende med kapittel 8, hvor vi utfører en strategisk rentabilitetsanalyse. En ressursfordel vil si at selskapets netto driftsrentabilitet er høyere for XXL enn for bransjen. Dette innebærer at selskapet klarer å benytte seg av interne ressurser som gir opphav til økonomiske fordeler. Som vi vil begrunne i avsnitt 8.3.2, vil det her være noe inkonsistens mellom den kvalitative analysen og den kvantitative analysen. Rammeverket stiller fire krav om hvordan og hvorfor en ressurs er en styrke eller svakhet; er den *verdifull*, *sjelden*, *ikke-imiterbar* og om organisasjonen er *organisert* på en slik måte at de kan utnytte ressursen. En ressurs som oppfyller alle kravene kan gi varig konkurransefortrinn for selskapet. Figur 4-14 illustrerer rammeverket for VRIO-analysen.



Figur 4-14 Rammeverk for VRIO-analysen

- **Verdifull:** Ressurser er av verdi dersom de gir konkurransefortrinn. Det må være av verdi for både kunden og selskapet, og det kan bli misforstått ved at selskapet *tror* det er av verdi for kunden.
- **Sjelden:** Gir konkurransefortrinn fordi det er noe ingen eller få konkurrenter har. Dette kan for eksempel være kompetanse eller et kjent merke.
- **Ikke-imiterbar:** Ressurser som er vanskelig eller umulig for konkurrenter å etterligne. Vilkår som gjør det vanskelig for konkurrentene å etterligne er kompleksitet, kausal tvetydighet og kultur.
- **Organisert:** Ressurser gir ikke noe fordel for selskapet hvis det ikke er organisert til å fange opp verdien av ressursen. Et selskap må organisere sine styringssystemer, retningslinjer, organisasjonsstruktur for å være i stand til å realisere potensialet av ressursene sine fullt ut (Johnson, Whittington og Scholes 2012, 54-58).

I praksis går man videre til neste komponent i analysen dersom foregående oppfyller kravet om fortrinn. Videre i analysen har vi delt XXLs ressurser inn i materielle- og immaterielle ressurser. Materielle ressurser består i vår analyse av finansiell kapital, varehus og produkter. De immaterielle ressursene har vi kategorisert som organisatorisk-, relasjons-, og kompetansebasert kapital. Disse kan ikke like lett kjøpes på markedet og kan lettere gi varig konkurransefortrinn enn materielle ressurser.

4.4.1 Finansiell kapital

Ved finansiell kapital ser man på faktorer som aksjekapital, investeringer, lån og økonomisk soliditet. I regnskapsanalysen vil vi gå grundigere gjennom XXLs finansielle posisjon i forhold til bransjen.

For å få innblikk i XXLs finansielle kapital vil vi her oppsummere noen nøkkeltall fra forholdstallsanalysen (kapittel 6). Bransjen har hatt en høyere egenkapitalandel enn XXL frem til 2013, men fra 2014 ligger det på omtrent samme nivå. Videre har XXL hatt en høyere finansieringsgrad enn bransjen. Finansieringsgraden viser i hvilken grad anleggsmidler er finansiert med langsiktig kapital. Når det gjelder driftsmarginen, som indikerer hvor lønnsomt et selskap er, har XXL hatt en høyere driftsmargin enn bransjen i analyseperioden, men at forskjellen er blitt redusert over tid.

Videre må det drøftes om finansiell kapital skaper varig konkurransefortrinn for XXL. Finansiell kapital kan være en verdifull ressurs for selskapet, men ikke nødvendigvis for kunden. Det er grunn til å tro at som forbruker av sportsutstyr har det liten betydning hvordan selskapets økonomi er. På den annen side kan god lønnsomhet føre til bredere produktspekter og gode kampanjer noe som er positivt for kunden. Ut ifra dette har vi likevel konkludert med at finansiell kapital *kun* er verdifullt for selskapet og ikke gir konkurransefortrinn.

4.4.2 Varehus

Fra 2014 gikk XXL (2014a, 3) ut med en femårs plan om å doble antall varehus. Kjeden har i løpet av 2015 etablert fire nye varehus, og har per 30.09.2015 totalt 48 varehus. XXL har satset varehusene og da er det naturlig at lokalisering er viktig. Majoriteten av varehusene er enten lokalisert i kjøpesentre eller i store handelsparker. Disse er strategisk plassert, ofte i nærheten av boligområder slik at det er betydelig antall potensielle kunder i nærområdet.

XXL (2014b, 6) sikter seg inn på enkelhet, høy grad av overlapping i produktserien og en lav kostnadsstruktur. Når det gjelder selve varehusene har disse et detaljert butikkonsept fordelt på spesialområder, jf. figur nedenfor. XXL bruker et omfattende system som gjør det mulig for kunden å enkelt manøvrere seg i varehuset. Dette fører til høy grad av selvbetjening blant kunder og effektiv bruk av medarbeidere.



Figur 4-15 Big box-konseptet til XXL

Butikkonseptet er relativt vanligere i større internasjonale markeder der komparative virksomheter som *Sport Direct*, *JD Sports* og *Dick's* opererer (ref. avsnitt 5.2.3). Da XXL introduserte butikkonseptet i Norge var dette noe helt nytt. Det har vært en suksess, og konkurrenter som G-Max har senere entret markedet i Norge med et liknende konsept.

For XXL vil store varehus være kostnadseffektivt. Det er grunn å tro at frakt av store forsendelser til ett sted i stedet for flere små er kostnadsbesparende. Dessuten vil det være lettere med varelagerkontroll enn om de hadde hatt mange, mindre butikker. Varehusene til XXL, både når det gjelder lokalisering og butikkonseptet, kan anses som en verdifull ressurs. Varehusene ligger praktisk til rette for kundene, som naturlig fører til en stor strøm av forbrukere. Dessuten er varehusene konstruert på en slik måte som gjør det oversiktlig og effektivt for kunden å handle. I rammeverket er det videre spørsmål om ressursen er *sjelden*. XXL var de første på det norske markedet med butikkonseptet, men likevel har konkurrenter også her klart å gjøre det samme (les: G-Max). Konkurrentene er også lokalisert i samme områder som XXL, hvor det er store strømninger av kunder – særlig i tilknytning til kjøpesentre. Vi har derfor konkludert med at det ikke er en sjeldenhet rundt ressursen.

4.4.3 Produkter

XXL (2014b, 5) hevder de er ledende sportsforhandler av et bredt spekter av merkevarer innen sportsutstyr, klær og sko. De innhenter produkter fra over 400 leverandører. De har produkter innen et bredt spekter, blant annet jakt, ski, sykling og sportsklær forøvrig. Målet til XXL er å være ledende distribusjonskanal for et unikt utvalg av merkevarer innen sportsutstyr. XXL (2015h) operer også med et prisløfte som innebærer at de garanterer konkurransedyktige priser og at du får produktet til minst like lav pris som hos konkurrentene. Fokuset på lave priser gjennom kostnadsbesparing gjennomsyrrer virksomheten som helhet.

Ressursen kan anses som *verdifull* da sportskjeden tilbyr kunden et bredt produktspekter tilpasset enhver smak og interesse. XXLs kunder får gjennom de store varehusene og brede utvalget en "*one-stop-shop*"-opplevelse. Dette ivaretar kundens preferanser om effektivitet, i form av at kunden kan handle alt på ett sted. Konseptet bygger på å ha de største butikkene, med de laveste prisene og det bredeste produktutvalget, samtidig som fokus er vendt mot kjente merkevarer. Varehusene sikter på enkelthet og hensiktsmessig butikklayout. Ressursen vil imidlertid ikke ha vesentlig *sjeldenhet* rundt seg. Det er flere reelle konkurrenter som her liknende eller tilsvarende brede produktspektre, eksempelvis Stadium i Sverige og Finland.

4.4.4 Organisatorisk kapital

Organisatorisk kapital kan være faktorer som rutiner, prosedyrer og organisasjonskultur. XXL (2014b, 5) har en forretningsmodell som driver effektivitet og kostnadslederskap. Modellen er et resultat av store butikkformater, effektiv logistikk, sentraliserte innkjøp og et fullt integrert IT-system. I tillegg mener XXL selv at de har etablert en sterk, prestasjonsbasert kultur i hele selskapet. Kulturen har fokus på kundetilfredshet og kostnadseffektivitet.

Konsernet har selv kontroll over vareflyten med kontinuerlig sporing av resultattall som salgsdata og lagerbeholdning. De har rutiner innen innkjøp, som planlegging og overvåking av varer. Dette gjør de for å optimalisere omløpshastigheten (XXL 2014b, 5-8). I avsnitt 8.3.2.2 beregner vi omløpshastigheten på netto driftseiendeler. Denne viser at XXL har en tidsvektet gjennomsnitt på 1, mens bransjen har rundt 4. Her er det helt klart et forbedringspotensiale for XXL. Omløpshastighet overvåking av lager gir verdi for kunden da tomme lagre raskt blir fylt opp. I rammeverket kan det sies at ressursen er *verdifull*, men antakeligvis ikke *sjelden* om vi ser nøkkeltallet i sammenheng med bransjen.

4.4.5 Relasjonskapital

Relasjoner til leverandører og kunder, merkenavn og renommé er eksempler som går under relasjonskapital. Når det gjelder relasjoner til leverandører har XXL avtaler både innenfor og utenfor EU. De har fokus på bruk av både kjente internasjonale- og nasjonale merkenavn. Dessuten kjøper de varer i store partier for å drive virksomheten kostnadseffektivt.

Videre har XXL (2014b, 6-8) fokus på kundetilfredshet og legger stor vekt på markedsføring for å nå frem til kundene. Konsernet ønsker å maksimere kundens bekvemmelighet med hensyn på hele kundeopplevelsen, alt fra tilgjengelig parkering til kundeservice og produktplassering. Skal vi tro Norsk Kundebarometer (2015) er kundetilfredsheten hos XXL mye høyere enn hos konkurrentene. XXL ligger på 43. plass, mens konkurrenter som G-Sport og G-Max går inn på 106. og 135. plass. Ut ifra dette, kan vi isolert sett anta at XXL er mest populær blant folk flest. Det er viktig å påpeke at dette er kun målinger i Norge, men det er naturlig å tro at XXL oppfyller tilsvarende krav i nabolandene i større eller mindre grad. God kontakt med leverandører og høy kundetilfredshet er definitivt en verdifull ressurs. Dette gir positiv effekt for både konsernet og kunder. Videre er det også rimelig å anta at ressursen samtidig er sjelden da XXL scorer høyt på kundetilfredshet. Godt rykte kan ikke opparbeides over natten, og en kjent navn utad samt et veletablert renommé vil være avgjørende i så

måte. Ressursen antas også å være vanskelig å kopiere da kundetilfredshet innebærer en langsiktig prosess. Ressursen vil, på den annen side, ikke gi varig konkurranse-fortrinn med mindre organisasjonen er organisert til å fange opp verdien av ressursen. XXL har veletablerte retningslinjer og styringssystemer, samt høyt fokus på medarbeiderne. Av denne grunn konkluderer vi at kapitalen er både verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og organisert.

4.4.6 Kompetansebasert kapital

Eksempler på kompetansebasert kapital er ferdigheter, erfaring og kompetanse. XXL (2015d) har et bredt spekter av medarbeidere, i tillegg til de med overordnet ansvar. Kompetente og motiverte medarbeidere er avgjørende for å maksimere kundetilfredshet. Ledelsen er erfaren, stabil og bygd på kompetanse innen detaljhandel.

Videre viser XXL (2014b, 4) til at den viktigste faktoren for dem er å investere i mennesker. De bygger på å inspirere og motivere ansatte med utdanning og opplæring. Som ansatt i XXL får man et unikt arbeidsmiljø med profesjonelle muligheter, den beste treningen i bransjen og attraktiv kompensasjon og fordeler. Deres motto er å være best, tjene penger og å ha det gøy.

Kompetansekapital ha lik uttelling som relasjonskapital. Den er verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og organisert til å fange opp verdien av ressursen. Drivkraften til ledelsen og de ansatte er ikke mulig å overvåke og kopieres av konkurrentene. At ansatte i sportskonsernet yter god service vil gagne kunden der og da, men samtidig også ledelsen og eierne i virksomheten på lengre sikt.

4.4.7 Oppsummering – Intern ressursbasert analyse

For å få et helhetlig blick over ressursene har vi satt opp følgende tabell basert på drøftelsen:

Oppsummreing VRIO-analysen				
Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert
Materiell				
Finansiell	Nei	Nei	Nei	Nei
Varehus	Ja	Nei	Nei	Nei
Produkter	Ja	Nei	Nei	Nei
Immateriell				
Organisatorisk	Ja	Nei	Nei	Nei
Relasjon	Ja	Ja	Ja	Ja
Kompetanse	Ja	Ja	Ja	Ja

Tabell 4-2 Oppsummering VRIO-analysen

At materielle ressurser som finansielle og fysiske ikke gir varig konkurransefortrinn er vanlig i bransje, siden dette er faktorer som kan kopieres av konkurrenter. Materielle ressurser kan gi XXL noen positive forskjeller fra konkurrenten, det er for eksempel lettere å drive en virksomhet om de har gode resultater, men det er likevel ikke opphav til varig konkurransefortrinn.

Fra tabellen ser vi at det er de immaterielle ressursene relasjon- og kompetansebasert kapital som kan gi varig konkurransefortrinn for XXL. Dette er vanlig for de fleste virksomheter siden disse er vanskelig å kopiere og brukes av konkurrenter. Det er viktig å forstå at et stort fokus på relasjoner og kompetansen innad i XXL er det viktigste for å drive selskapet til et høyere nivå, både for å oppnå tilfredshet både blant medarbeidere, leverandører og kunder.

4.5 SWOT-analyse og oppsummering av strategisk analyse

Med grunnlag i de eksterne- og interne analysene, kan vi konkludere med at XXL har en unik strategisk posisjon – og følgelig evnen til å generere en strategisk fordel – i sportsbransjen. Målet på den strategiske fordel for eierne er superrentabilitet, det vil si egenkapitalrentabilitet fratrukket egenkapitalkravet. Strategisk risiko er faren for at egenkapitalrentabiliteten blir mindre enn det egenkapitalkravet som på forhånd er forventet. Variansen til rentabilitet er et mål på totalrisiko (Knivsflå 2015b, 5-16).

Innsikt i strategisk risiko får vi gjennom den strategisk analysen, som gjerne oppsummeres i en *SWOT-analyse*. Slike strategiske analyser innebærer typisk trusler eksternt og svake sider internt, samt muligheter eksternt og sterke sider internt. Det er disse elementene som er interessante med tanke på å endre strategiske posisjon og prestasjon. For å illustrere XXLs strategiske posisjon, samt å oppsummere den strategiske analysen har vi satt opp en SWOT-analyse (Manktelow 2015b):



Figur 4-16 SWOT-analyse og oppsummering av strategisk analyse

Fra den eksterne analysen, som i denne utredningen innbefatter en PEST-analyse og Femkraftsmodellen, kan vi vise til ulike muligheter og trusler. Den konkurransekraften som utgjør lavest trussel for XXL er trusler fra kunder. Trusselen er anslått til å være *lav* til *moderat*, med den begrunnelse at hver enkelt kunde er liten i den store sammenhengen. Kunder har høy forhandlingsmakt dersom det eksisterer få, men store kunder og lave byttekostnader. Når det gjelder byttekostnadene, er disse ansett å være lave da de ulike sportskjedene antas å tilby tilnærmet like produktsortimenter. Når det gjelder trusler fra potensielle inntrengere, utgjør Decathlon og andre nettbutikker reelle trusler for XXL i fremtiden. Trusler fra intern rivalisering fra eksisterende konkurrenter er anslått til *høy*, da sportsbransjen i Norge i dag opplever sterk konkurranse.

Fra VRIO-analysen, ser vi at XXL-merkevaren er klassifisert som et vedvarende fortrinn. Fokus på utvikling av merkevaren vil kunne støtte oppunder XXLs ekspansjonsstrategier og potensielt bidra til at konsernet kaprer markedsandeler både på eksisterende- og mulige

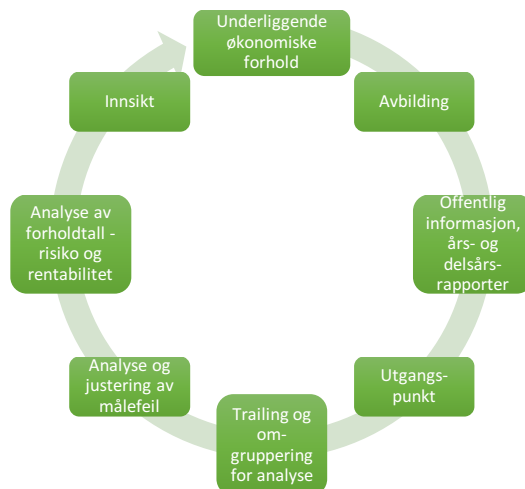
fremtidige markeder. Virksomhetens effektive logistikk, stormarkeder, stordriftsfordeler og sterke leverandørrelasjoner har skapt kostnadsfordeler. Effektiviseringen vil trolig intensiveres i fremtiden for å opprettholde posisjonen i forhold til konkurrentene. Ledelsens kompetanse og erfaring innen varehandel vil være en viktig bidragsyter for virksomhetens suksess, også i fremtiden. Den sterke strategiske posisjonen gir høyt potensiale, og muligheter for å øke andeler i Norge, Sverige og Finland, samt eventuelle andre europeiske markeder.

5. Regnskapsanalyse

Målet med regnskapsanalysen er å avdekke og klargjøre de underliggende økonomiske forhold. På bakgrunn av regnskapsanalysen kan vi kartlegge utvikling og trender i sentrale verdidrivere som påvirker verdien av selskapet. Videre gir analysen et egnet utgangspunkt for styring og interessentene gis bedre informasjonsgrunnlag for å fatte økonomiske beslutninger. Dette gjelder både interne- og eksterne interessenter (Knivsfå 2015d, 2). En regnskapsanalyse skal i kombinasjon med den strategiske analysen utgjøre en *strategisk regnskapsanalyse*. *Superrentabilitet*, som er differansen mellom egenkapitalrentabilitet og egenkapitalens avkastningskrav, har oppnådd betydelig popularitet som styringsredskap og for verdsettelsesformål (Gjesdal og Johnsen 1999, 178).

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

En regnskapsanalyse er en kvantitativ analyse av underliggende økonomiske forhold, og er attachert til den kvalitative strategiske analysen. Regnskapsanalysen innebærer trailing og omgruppering av regnskap, justering for eventuelle målefeil og analyser av forholdstall, risiko og rentabilitet mv. (Knivsfå 2015c, 3):



Figur 5-1 Rammeverk for regnskapsanalyse

I regnskapsanalyse benytter vi formelle tilnærminger for å få innsikt i virksomhetens historie, nåværende stilling og fremtidsutsikter. Vi skiller mellom det vi gjerne kaller for *kreditororientert-* og *investororientert regnskapsanalyse*. Virksomheter er som oftest finansiert med både egenkapital og gjeld. Långivere yter kreditt og får en rente som reflekterer konkursrisikoen for virksomheten, mens investorer yter egenkapital og får nettoresultatet fra virksomheten. For en investor er fokus på den investerte kapitalens inntjening sammenlignet med avkastningskravet, det vil si superrentabilitet. Superrentabilitet er også kjent som strategisk fordel (Gjesdal og Johnsen 1999, 178). Før vi går videre i analysen, vil vi kort presentere de ulike stegene i regnskapsanalysen, jf. Figur 5-1 ovenfor.

5.1.1 Trailing og omgruppering for analyse

Det første vi foretar oss i regnskapsanalysen er å utarbeide trailing. I trailingen har vi brukt kvartalsrapporter for Q1 og Q2 2015 for å estimere resultat og balanse for nåværende regnskapsår. Dette gjøres for å få et bedre bilde over XXLs økonomiske forhold på nåværende tidspunkt (Knivsflå 2015c, 49).

Neste naturlige trinn vil være omgrupperingen. Dagens regnskaper er produsert på en måte som gjør det lettere for kreditorer å ha oversikt over virksomheten – det vil si produsert for en *kreditororientert analyse*. Hensikten med omgrupperinger er å skreddersy regnskapsoppstillingen for videre analyser. Børsnoterte selskaper har en rekke ulike interessenter, alle med behov for en viss type informasjon. Da hovedformålet med vår regnskapsanalyse er å verdsette XXL, vil analysen i all hovedsak være interessant for nåværende- og potensielle investorer. Derfor må regnskapet omgrupperes for en *investororientert regnskapsanalyse* (Knivsflå 2015d, 6).

Det er i all hovedsak to hovedformål med finansregnskapet i rammeverket til IASB (International Accounting Standards Board), nemlig *beslutnings-* og *kontrollformålet*. Bakgrunnen for omgrupperingen av regnskapet er at vi ønsker å få innsikt i den underliggende driften i selskapet, altså det som genererer driftsresultatet, heller enn de finansielle postene. Samtidig ønsker vi å ta stilling til hva som er normalt og hva som er unormalt for virksomheten (Knivsflå 2015d, 12).

5.1.2 Analyse og justering av målefeil

Finansregnskapet er et informasjonssystem om underliggende økonomiske forhold og en avbildning av virkeligheten. Avbildningen er basert på grunnleggende regnskapsprinsipper innenfor et eksplisitt eller implisitt konseptuelt rammeverk for regnskapsføring, fortrinnsvis IFRS for XXL etter børsnotering i 2014. XXL har i tråd med EUs IFRS-forordning og norsk regnskapslov utarbeidet konsernregnskapet i henhold til de internasjonale regnskapsstandardene som er godkjent av EU. Det konseptuelle rammeverket for IFRS bygger på definisjoner av eiendeler, gjeld og egenkapital, og således et balansefokus. Disse definisjonene er forøvrig også utgangspunktet for innregning av inntekter og kostnader i resultatregnskapet. Det vil normalt sett være grunnlag for målestøy som gjør denne avbildningen uklar, upresis og imperfekt. Målefeilen er definert som differansen mellom rapporterte verdier og virkelige verdier, der forutsetningen er at vi ønsker å måle virkelige økonomiske forhold (Knivsflå 2015f, 4; 24; 41).

Den sentrale problemstillingen i analyser og justering av målefeil er følgelig hvor god avbildningen er. Vi skiller i all hovedsak mellom tre typer av målefeil, henholdsvis (1) målefeil grunnet bruk av historisk kost fremfor virkelig verdi, (2) målefeil grunnet måling i samsvar med NGRS/IFRS, og (3) målefeil som skyldes kreativ regnskapsføring. Målefeil av type 2 og 3 er å anse som mest alvorlig (Knivsflå 2015g, 5).

5.1.3 Analyse av forholdstall

Rammeverket for en forholdstallsanalyse innebærer i all hovedsak tre typer analyser: (1) *analyser av risiko*, (2) *analyser av krav* og (3) *analyser av rentabilitet*. Vi viser til Figur 5-5 for rammeverkoversikt.

Analyser av risiko består typisk av analyser av kortsiktig kredittrisiko i form av en *likviditetsanalyse*, samt analyse av langsiktig kredittrisiko i form av en *soliditetsanalyse*. Likviditetsanalysen og soliditetsanalysen vil deretter oppsummeres i en *syntetisk rating* som setter en bokstavkarakter på virksomhetens kredittrating. Oppsummeringen av risikoanalysene samt den syntetiske ratingen er å finne i *kapittel 6* i denne utredningen.

Analysen av krav gir et utgangspunkt for en relevant målestokk for rentabilitetsanalysene i *kapittel 8*, samtidig som en relevant diskonteringsrente. Når investorer gjør investeringer,

krever de en avkastning som er minst like stor som avkastningen på tilsvarende investeringer, etter at de har hensyntatt relevant risiko. Analyse av krav er å finne i *kapittel 7*.

Siste del av rammeverket for analyser av forholdstall er *analyser av rentabilitet*.

Rentabiliteten til en kapital er et forholdstall som uttrykker hvor mye kapitalen kaster av seg i form av prosentvis ”rente”. Rentabiliteten muliggjør samtidig sammenligninger av lønnsomhet over tid og på tvers av virksomheter eller land. Våre rentabilitetsanalyser er i denne utredningen å finne i *kapittel 8*. Målestokken for om et generelt forholdstall er ”godt” eller ”dårlig” er oftest bransjegjennomsnittet, men også kravene i *kapittel 7*.

5.2 Praktiske valg

Før vi starter selve regnskapsanalysen må vi foreta en rekke praktiske valg. Disse valgene vil i det følgende diskuteres på en hensiktsmessig måte.

5.2.1 Valg av analysenivå

Ved valg av analysenivå diskuteres det om man skal benytte konsern- eller selskapsregnskap. I regnskapsanalyse anbefales det av Knivsflå (2015c, 26) normalt benytte konsernregnskap fordi det fremmer omfanget av virksomheten bedre. Det rapporterte årsregnskapet for XXL-konsernet på årsbasis, oppsummeres i vedlegg 1. Vi henviser derfor til resultatregnskap, balanse og endring i egenkapitalen for perioden 2011 til 2015T.

De tilgjengelige regnskapene vi har for XXL er noe lite informative, hvilket har ført til enkelte utfordringer knyttet til trailing og omgruppering av regnskapet. Vi har sett det nødvendig å gjøre enkelte skjønsmessige vurderinger. Dette presiserer vi underveis.

5.2.2 Valg av analyseperiode

Ved praktisk regnskapsanalyse skal det foretas et valg om kort- eller lang analyseperiode. Valget er betinget av om virksomheten har vært stabil – eller om den har hatt betydelige karakterendringer over tid. Dersom virksomheten har stabil kjernevirksomhet over tid, bør det velges en relativt lang analyseperiode. Dette for å få en lang tidsserie av forholdstall (Knivsflå 2015c, 28). XXL har til tross for ekspansjoner til Sverige og Finland hatt en stabil rolle innen sportsbransjen. Dette bør isolert sett resultere i en lang analyseperiode. Grunnet mangel på tilgjengelige, offentlige regnskap etter IFRS har vi måttet basere analysen på regnskapstall fra 2011 frem til i dag, med innslag av utgående balanse fra regnskapsåret 2010.

Introduksjonsprospekt ved notering på Oslo Børs kreves å inkludere historisk finansiell informasjon (årsregnskap) og virksomhet for de siste tre år. Deler av denne informasjonen må være utarbeidet i henhold til IFRS-rammeverket. Dette følger av retningslinjene fra ESMA (European Securities and Markets Authority), som også Oslo Børs og Finanstilsynet legger til grunn. Av anbefaling følger det at de siste to årenes reviderte historiske finansielle informasjon må være avlagt i henhold til IFRS (Deloitte 2012, 15). Denne informasjonen (årsregnskap for 2012 og 2013) har vært utgangspunktet for vårt arbeid, i tillegg til årsregnskapet for 2011 som også er omarbeidet etter IFRS. Konsernbalansen ved utgangen av 2010 er også oppdrevet i introduksjonsprospektet til XXL, og tilsvarer naturligvis inngående balanse for 2011. Tidligere årsregnskaper er fremlagt etter Regnskapslovens alminnelige regler – NGRS. For å oppnå konsistens i analysene, har vårt fokus vært på regnskapstall fra 2011 og frem til i dag, alt etter IFRS-rammeverket.

5.2.3 Valg av komparative virksomheter

Vi ønsker å sette XXLs prestasjoner i perspektiv, og sammenligner derfor konsernets regnskapstall med komparative virksomheter. Slike analyser forutsetter at vi sammenligner med *bransjegjennomsnittet*, hvilket betyr at XXL også er del av sammenligningsgrunnlaget. For virksomheter fungerer bransjesnittet som en målestokk ved regnskapsanalyser. Definisjonen av en *bransje* er en samling homogene eller liknende virksomheter. Det vil si virksomheter som har tilsvarende operasjonelle aktiviteter. Ved mangel på komparative selskaper i Norden, utvider vi bransjedefinisjonen (Knivsflå 2015c, 30).

Optimalt sett ville vi vurdert alle sportsaktørene i Norge, Sverige og Finland. Dette er dessverre ikke praktisk gjennomførbart, og vi baserer derfor analysen på et utvalg virksomheter. Størsteparten av de nærmeste konkurrentene til XXL-konsernet, som forøvrig også danner det beste sammenligningsgrunnlaget, er aksjeselskaper som ikke er notert på børs. Dette skaper utfordringer med tanke på detaljnivået på tilgjengelige offentlige regnskaper. I all hovedsak gjelder dette sportskjedene Gresvig og MX-sport.

Vi har tidligere presentert Stadion AS, Sport 1 Gruppen AS og Stadium Sweden AB som reelle konkurrenter av XXL. Disse vil i det videre ta del i bransjegjennomsnittet. Regnskapstallene for Stadion (2014) er i all hovedsak hentet fra virksomhetens egne årsrapporter, med unntak av 2011 da vi har supplert med informasjon fra Regnskapstall.no (2011). Regnskapstallene til Sport 1 er utelukkende hentet fra Proff® Forvalt (2014) og

Regnskapstall.no (2014), og vi erindrer at det er potensiell usikkerhet vedheftet disse tallstørrelsene. Regnskapsinformasjon for Stadium (2014) er hentet fra offentliggjorte årsrapporter i perioden 2010 til 2014. Stadium har avvikende regnskapsår som løper fra 1. september og 31. august. Vi har derfor eksempelvis definert årsregnskapet fra 1. september 2013 til 31. august 2014 som *år 2014*, for å gjøre sammenligningen praktisk gjennomførbart.

For å få et mer helhetlig sammenligningsgrunnlag har vi også valgt å utvide bransjedefinisjonen. Det betyr her at vi supplerer analysen med internasjonale aktører. Argumentet for å bruke internasjonale aktører er at XXLs fremtidsstrategi innebærer ekspansjon til andre europeiske land med liknende kundekarakteristikker og sesongvariasjoner som i de nordiske landene. De valgte internasjonale sportskonsernene har også liknende selskapskarakteristikker som XXL. Vi har valgt å bruke tre internasjonale aktører i bransjegjennomsnittet. Disse presenteres i det følgende.

5.2.3.1 JD Sports Fashion Plc

JD Sports (2015a) er en UK-basert, ledende internasjonal sportsforhandler, og leverer en rekke merkevarer. Selskapet ble etablert i 1981 og fortsetter å øke sin tilstedeværelse på det europeiske markedet for sportsartikler med 800 butikker i UK, Irland, Frankrike, Spania, Nederland og Tyskland. JD er i våre analyser å anse som en proxy for det vesteuropeiske markedet. JD Sports (2015b) regnskapstall er hentet fra offentliggjorte, fullstendige årsrapporter for samtlige år. JD Sports har avvikende regnskapsår som løper fra 1. februar til 31. januar. Vi har i de videre analyser eksempelvis valgt å definere 2014 som perioden fra 1. februar 2014 til 31. januar 2015.

5.2.3.2 Sports Direct International Plc

Sports Direct (2015a, 22) er en ledende europeisk distributør av internasjonalt anerkjente tredjepartsvaremerker. Sportskjeden er, i likhet med JD Sports Fashion Plc, et britisk detaljhandelskonsern, og driver om lag 440 butikker eller varehus i Storbritannia. Sports Direct opererer videre 221 sportsbutikker i 20 andre europeiske land – og har strategi om å ekspandere inn i alle de store EØS-landene i løpet av de neste tre til fem årene. Sports Direct (2015b) sine regnskapstall er hentet fra offentlige årsrapporter for alle relevante år. Sports Direct har avvikende regnskapsår som løper fra slutten av april hvert år. For praktiske sammenligningsformål er regnskapsinformasjon fra slutten av april 2014 til slutten av april 2015 definert som 2014 i de videre analyser.

5.2.3.3 Dick's Sporting Goods, Inc.

Dick's Sporting (2015) ble etablert i 1948, og er således den eldste sportskjeden i vårt utvalg av komparative virksomheter. Sportskjeden er en *Fortune 500 American Corporation*, hvilket betyr at de – målt etter omsetning i respektive regnskapsår – er blant de 500 største foretakene i USA. Regnskapsinformasjonen for den amerikanske sportsgiganten er fremskaffet fra konsernets offentliggjorte årsrapporter for alle relevante regnskapsår, samt finansiell informasjon publisert av Morningstar (2015) – en ledende leverandør av investeringsforskning i Nord-Amerika, Europa, Australia og Asia. Dick's Sporting Goods har avvikende regnskapsår som løper fra 1. februar til 31. januar, og vi har i denne utredningen eksempelvis latt regnskapsår 2014 indikere perioden fra 1. februar 2014 til 31. januar 2015. Dette for å oppnå konsistens med resten av sportskjedeutvalget.

For å oppsummere valg av komparative virksomheter, vil bransjegjennomsnittet i de videre analyser bestå av *XXL ASA, Stadion AS, Sport 1 Gruppen AS, Stadium Sweden AB, JD Sports Fashion Plc, Sports Direct International Plc* og *Dick's Sporting Goods, Inc.*

5.3 Presentasjon av rapporterte tall og trailing årsregnskap

I regnskapsanalysen har vi benyttet oss av XXLs børsnoteringsprospekt for regnskapsårene 2011 til 2013, årsrapporten for 2014 og delårsrapporter for første halvår for 2015 (trailingen). Før vi presenterer de rapporterte tallene vil vi gå gjennom utarbeidelsen for trailingen.

5.3.1 Trailing for årsregnskapet

Trailing indikerer å estimere regnskap og balanse for inneværende år, for å få bedre innsikt i virksomhetens nåværende økonomiske situasjon. I trailingen benyttes årsrapport for 2014 samt delårsrapporter for Q1 og Q2 2015. Vi henviser i trailingen til vedlegg 2.

5.3.1.1 Resultatregnskapet

I kvartalsrapportene for 2015 er flere poster summert sammen. For XXL er dette *sum finansinntekter, sum finanskostnader og sum driftsinntekter*. For å få et mer helhetlig bilde av trailingen har vi delvis benyttet skjønnsmessig vurderinger av hvor mye som inngår i renteposter og finansposter, samt *salgsinntekter og annen driftsinntekt*. I fordelingen har vi lagt prosentandeler for første halvår av 2014 til grunn (Knivsflå 2015c, 78; 2015d, 42-46):

	Andel av sum driftsinntekter	Andel av sum finansinntekter	Andel av sum finanskostnader
Salgsinntekter	100,23 %		
Annen driftsinntekt	-0,23 %		
Renteinntekt		0,77 %	
Finansinntekt		99,23 %	
Rentekostnad			76,00 %
Finanskostnad			24,00 %
Sum	100,00 %	100,00 %	100,00 %

Tabell 5-1 Andeler resultatелеmenter i resultatregnskapet

Videre justerer man for normale- unormale poster, samt benytter vekstjustering for å estimere årsregnskapet for 2015T.

Normale poster

Normale poster er poster som ikke opplever store variasjoner fra år til år. Disse postene forventer man hvert år, og er innarbeidet med eventuell vekst sammenlignet med fjoråret. I XXLs tilfelle er første halvdel av 2015 kjent, slik at vi beregner en vekstjustering i forhold til siste halvdel av 2014. For driftsrelaterede poster benyttes følgende formel for vekstjustering, der g indikerer vekst:

$$g = \frac{Q_{1T} + Q_{2T}}{Q_{1T-1} + Q_{2T-1}} - 1$$

Vekstjusteringen multipliseres med tallene for siste halvår av 2014, for å finne et godt estimat for Q3 og Q4 i 2015. Vekstjusteringen hva angår *annen renteinntekt* og *annen rentekostnad* vil imidlertid være noe ulik, men likevel intuitivt. Her benyttes finansielle eiendeler og finansiell gjeld fra balansen for å beregne veksten (Knivsflå 2015c, 51-68):

$$RK_{15T} = \left(\frac{RK_{Q1-Q2,15}}{FG_{14}} \right) * \frac{4}{2} * FG_{14} \qquad RI_{15T} = \left(\frac{RI_{Q1-Q2,15}}{FE_{14}} \right) * \frac{4}{2} * FE_{14}$$

Brøken $\frac{4}{2}$ er en justering fra rente over to kvartal til over fire kvartal. Fra årsrapporten for 2014 er finansiell gjeld opplyst i note 20, og summeres til MNOK 1 103. Videre for finansielle eiendeler fremgår det at finansielle anleggsmidler summeres til 0, mens for finansielle omløpsmidler har vi gjort en skjønnsmessig vurdering. Vi har gjort en antakelse om at overskuddslikviditet, utgjør 10 prosent av kundefordringer og varelager.

Overskuddslikviditet er å anse som finansielt, mens driftslikvider klassifiseres som drift.

Finansielle eiendeler summerer seg derfor til MNOK 73. Klassifiseringen mellom drift og finans kommer vi mer inn på senere. Neste steg vil være å beregne skattekostnaden etter. Da følgende formel:

$$SK = dss * DR + fiss * (FI + UFR) - fkss * FK$$

$$dss = \frac{NSK - fiss * (FI + UFR) + fkss * FK}{DR} \qquad DR = \text{driftsresultat}, \qquad fiss = \text{skattesats på FI og UFR}$$

$$FI = \text{finansinntekt}, \quad UFR = \text{unormalt finansresultat}, \quad fkss = \text{skattesats på FK}, \quad FK = \text{finanskostnader}$$

Finansinntektsskattesatsen, *fiss*, avhenger av hvor mye av finansinntekter og unormalt finansresultat som er skattefritt. Vi har i det følgende benyttet 18 prosent basert på tommelfingerregel (Knivsfå 2015c, 58-70). Videre er finanskostnadsskattesatsen, *fkss*, på 27 prosent. *Unormalt finansresultat* er differansen mellom *annen unormal finansinntekt* og *annen unormal finanskostnad*. Ved anvendelse av formlene finner vi en skattekostnad for 2015T på MNOK 112,62.

Unormale poster

Unormale poster er definert som tilfeldige engangsposter. Disse kan ikke nødvendigvis forventes å vedvare i påfølgende år. I XXLs tilfelle består disse av unormale postene av *annen finansinntekt*, *annen finanskostnad* og *ekstraordinære poster*. Postene innebærer i årsregnskapet for 2014 valutagevinster og –tap, og skal således, grunnet liten relevans for budsjettering, klassifiseres som unormale poster (Knivsfå 2015d, 42-46).

For de unormale postene er det ikke hensiktsmessig å tillegge vekst, og postene for trailingåret 2015T er antatt å være de samme som for første halvåret av 2015 (Knivsfå 2015c, 51). Fra presentasjonen av regnskapstallene i vedlegg 2 får vi et årsresultat på 381 millioner i 2015T. Vi anser resultatet som realistisk sammenlignet med tidligere årsresultater og kvartalsrapportene for Q1 og Q2 i 2015.

5.3.1.2 Balansen

Neste steg er utarbeidelse av trailing balanse. Trailing av balansen er balansen fra siste kjente kvartalsrapport. Det vil si at balansen for 2015 er lik balansen etter 2. kvartalsrapport for 2015 (Knivsfå 2015c, 77). I kvartalsrapporten var eksempelvis kundefordringer og andre fordringer kun summert sammen. Vi har derfor benyttet skjønsmessige vurderinger hva angår eksempelvis kundefordringer og andre fordringer basert på andelene i år 2014. Prosentandelene som benyttes for oppdeling av balansen er vist i vedlegg 2.

5.3.2 Rapporterte tall

Som nevnt tidligere henviser vi til regnskapstallene fra 2011 til 2015T i vedlegg 1. Da det ikke vil være praktisk gjennomførbart å gjennomføre trailing for alle komparative selskaper, vil sammenligningsgrunnlaget hovedsakelig baseres på regnskapsårene 2011 til 2014. Dette særlig i forbindelse med beregning av tidsvektede gjennomsnitt. For XXL er imidlertid forholdstallene for 2015T beregnet, og vi vil kommentere utviklingen.

5.4 Omgruppering for analyse

Målet med omgruppering er å skreddersy regnskapsoppstillingen for analyse. Rapporterte regnskapsoppstillinger er som tidligere nevnt typisk kreditororienterte. Formålet med omgruppering er å omarbeid regnskapene for investororientert analyser. Verdiskapning, som er sentralt i en investororientert analyse, skjer i stor grad gjennom investering og sysselsatt kapital (Kinserdal 2015). Omgrupperingen vår består av to elementer:

- Omgruppert av resultatregnskap
- Omgruppert av balanse og endring i egenkapital

5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Omgruppering av resultatet følger av Knivsflås (2015d) disposisjon. Sentralt i regnskapsanalysen og omgrupperingen av resultatregnskapet for analyseformål er å klargjøre to forhold – drifts- kontra finansposter og normale- kontra unormale poster. Motivasjonen bak skillet mellom drift og finans er at netto driftsresultat genereres av netto driftseiendeler, mens netto finanskostnad genereres av netto finansiell gjeld. Resultatet består av det vi kaller normalresultatet, men også unormalt resultat, der sistnevnte oppstår som følge av *tilfeldige engangsposter*. Omgrupperingen består av fire steg som vi skal gjennomgå i det følgende.

5.4.1.1 Steg 1: Identifiser fullstendig nettoresultat

Fullstendig nettoresultat er gitt ved uttrykket: $FNR = \text{ÅRE} + \text{AFR} + \text{DSP}$, der ÅRE er *rapportert ordinært årsresultat etter skattekostnad* i XXLs rapporterte resultatoppstilling. Videre er AFR *annet fullstendig resultat*, som viser til ekstraordinære poster. AFR er et konsept som er påbudt etter IFRS. Årsresultat (ÅRE) og annet fullstendig resultat (AFR) utgjør til sammen *rapportert totalresultat*. I følge IAS 1 er hovedregelen at alle inntekter og kostnader skal resultatføres. Dette betyr at *dirty surplus* (DSP) skal etter IFRS i prinsippet være lik null, men det finnes unntak da noen selskaper fører inntekter eller kostnader direkte mot egenkapitalen. Unntaket gjelder for XXL i alle rapporterte år, utenom for 2013. Vi ser at Tabell 5-2 oppsummerer fullstendig nettoresultat til egenkapital:

FULLSTENDIG NETTO RESULTAT					
Alle tall i NOK 1.000	2015T	2014	2013	2012	2011
Rapportert årsresultat (ÅRE)	379 915	263 000	125 071	61 341	37 553
Annet fullstendig resultat (AFR)	1 000	0	910	-243	138
Rapportert totalresultat	380 915	263 000	125 981	61 098	37 691
Dirty surplus	-202 915	-10 798	0	-1 781	-2 842
Fullstendig nettoresultat til EK	178 000	252 202	125 981	59 317	34 849

Tabell 5-2 Fullstendig nettoresultat

5.4.1.2 Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

Det er helt essensielt å kjenne kildene til resultatet, og det er da nødvendig å fordele fullstendig nettoresultat på de ulike typer kapital i balansen. Fordelingen er som følgende:

Balanse	Resultat
Netto driftseiendeler (NDE)	Netto driftsresultat (NDR)
Finansiell eiendeler (FE)	Netto finansinntekt (NFI)
Egenkapital (EK)	Nettoresultat til egenkapital (NRE)
Finansiell gjeld (FG)	Netto finanskostnad (NFK)
Minoritetsinteresser (MI)	Netto minoritetsresultat (NMR)

Tabell 5-3 Fordeling av fullstendig nettoresultat

Nettoresultat fra tilknyttede selskaper og diskontinuerlig virksomhet

To områder som må drøftes i forhold til teorien er *nettoresultat fra tilknyttede selskaper* og *diskontinuerlig virksomhet*. XXL har ingen tilknyttede selskaper da alle datterselskaper eies 100 prosent. Videre er det heller ingen opplysninger om at selskaper innenfor konsernet skal selges eller avvikles. For XXLs tilfelle vil disse postene være uten aktualitet for våre analyser.

Annet fullstendig resultat og dirty surplus

Annet fullstendig resultat består hos XXL kun av valutatap og –gevinst. Disse kategoriserer vi som finansielle da det er naturlig at endringer i valutakurser er finansielt.

Videre har vi varierende årlige beløp av dirty surplus som er ført direkte til og mot egenkapitalen. Notene fra årsrapport og prospekt er av begrenset detaljeringsgrad, men det er likevel mulig å få innsikt i dirty surplus' innhold. For 2011 består dirty surplus kun av posten "other" i egenkapitaloppstillingen, mens det i 2012 gjelder effekt av svensk fusjon og gave til veldedighetsorganisasjon i 2014. For trailingåret 2015 er dirty surplus betydelig høyere, noe som trolig skyldes at balansen ikke er komplett (kun for første halvår), og det vil komme justeringer etterhvert som mer informasjon om regnskapsåret 2015 blir tilgjengelig. Som vi ser av tabellen under er det ikke registrert dirty surplus for regnskapsår 2013. Vi har videre ansett at all dirty surplus for å være driftsrelatert, men vi erindrer at dette er noe usikkert. Som et resultat av våre analyser og forutsetninger, setter vi opp følgende tabell:

FULLSTENDIG DRIFTSRESULTAT FØR SKATT					
Beløp i NOK 1.000					
	2015T	2 014	2 013	2 012	2 011
Driftsinntekter	6 641 393	5 215 000	4 010 227	3 107 164	2 470 953
Driftskostnader	6 045 441	4 694 000	3 609 280	2 782 788	2 182 077
Driftsresultat fra egen virksomhet	595 952	521 000	400 947	324 376	288 876
Driftsrelatert DSP	- 202 915	- 10 798	-	- 1 781	- 2 842
Fullstendig driftsresultat før skatt	393 037	510 202	400 947	322 595	286 034

Tabell 5-4 Fullstendig driftsresultat før skatt

FULLSTENDIG FINANSRESULTAT FØR SKATT					
<i>Beløp i NOK 1.000</i>					
	2015T	2 014	2 013	2 012	2 011
Renteinntekt	1 324	8 000	3 168	6 064	1 324
Finansinntekt	85 338	93 000	39 118	5 077	9 524
Rentekostnad	164 160	194 000	249 170	240 889	227 601
Finanskostnad	25 920	88 000	17 970	10 736	20 655
Finansielt AFR	1 000	-	910	- 243	138
Fullstendig finansresultat før skatt	- 102 418	- 181 000	- 223 944	- 240 727	- 237 270

Tabell 5-5 Fullstendig finansresultat før skatt

5.4.1.3 Steg 3: Normale- kontra unormale poster

Vi introduserte kort skillet mellom normale- og unormale poster i trailingen, og vil i det videre bygge på dette skillet. Vi vil også gjennomgå normale- og unormale poster i omgrupperingen.

I det fullstendige resultatet, går det et fundamentalt skille mellom normale- og unormale resultatelementer. Årsaken til at vi ønsker å holde disse postene adskilt er at det normale resultatet er relevant for prediksjoner og er således av stor betydning for både den investororienterte analysen, eller *verdivurderingen*, og for den kreditororienterte analysen, eller *kredittvurderingen*. I en investororientert analyse ønsker vi å finne kildene til verdiskapning gjennom dekomponering i drift og finansiering (Knivsfå 2015d, 42-44).

Normale poster

Elementer som genererer driftsresultatet antas å være normale poster. Normale finansrelaterte regnskapsposter er i vårt tilfelle rentekostnad, ordinært utbytte og renteinntekter. Årsaken er at disse postene, til tross for å ikke kunne knyttes til direkte til virksomheten, likevel kan forventes også i fremtiden. Videre har XXL lite informasjon når det gjelder fordeling av skattekostnaden og vi har derfor gjort en antakelse om at hele skattekostnaden er normal.

Driftsinntekter

I konsernresultatregnskapet til XXL er inntektene kategorisert i salgsinntekter og annen driftsinntekt. Salgsinntekter er i aller høyeste grad normale poster som relaterer seg til normale aktiviteter i virksomheten. Det er imidlertid uklart i noteopplysningene hva annen driftsinntekt innebærer, men det er nærliggende å anta at også disse er normale.

Varekostnad og avskrivninger

Varekostnad og avskrivninger er normale driftsposter, og henholdsvis relatert til kjøp av varer og avskrivning av driftsrelaterte eiendeler.

Personalkostnader

Noteopplysningene i årsrapporten til XXL for 2014 avslører at personalkostnader består av lønnskostnader, sosiale kostnader, pensjonskostnader og andre fordeler. Det er naturlig å anta at personalkostnader inngår i normalresultatet, da dette kan relateres til driften av selskapet.

Annen driftskostnad

Av noteopplysningen fremgår det at annen driftskostnad består av leasing, markedsføring og annet. Leasing for varehus og markedsføring er normale poster da dette er kostnader XXL også vil ventes å ha i fremtiden. Når det gjelder posten "annet" er denne noe usikker grunnet begrenset spesifisering i noteopplysning, men som en forenkling er også denne antatt normal.

Renteinntekt, rentekostnad og skattekostnad

For postene renteinntekt og rentekostnad fremgår det ingen detaljer i notene om hvordan disse forekommer. Det er imidlertid rimelig å anta at disse er relatert til lån, og er således relevante for fremskriving. Når det gjelder skattekostnaden nevnte vi i innledningen at det er lite informasjon i notene om hvordan denne kostnaden fordeles. Skattekostnaden er ansett som normal.

Unormale poster

Unormale poster er typiske engangsposter som kun berører én periode eller et fåtall av perioder. Denne typen poster er dermed lite relevante for prognostisering av fremtiden og fremskriving av resultater. I tillegg kan det sies at dirty surplus som beskrevet tidligere er en unormal post.

Annen finansinntekt og annen finanskostnad

I følge årsrapporten til XXL (2014b, 47) fremkommer det at disse postene hovedsakelig består av realisert- og urealisert valutagevinst/–tap. Det er konvensjonelt å anse disse som unormale poster fordi de avhenger av valutakurser fra år til år og er ikke relevante for fremskriving av resultater.

Ekstraordinære poster

Utenlandsk valutakursgevinst/–tap føres direkte mot egenkapitalen, og som tidligere vil dette inkluderes som unormalt.

Før vi går videre for siste steg i omgruppering av resultatregnskapet har vi satt opp unormalt netto driftsresultat og unormalt netto finansresultat:

Unormalt driftsresultat før skatt					
	2015T	2014	2013	2012	2011
Driftsrelatert "dirty surplus"	- 202 915	- 10 798	-	- 1 781	- 2 842
Unormalt driftsresultat før skatt	- 202 915	- 10 798	-	- 1 781	- 2 842

Tabell 5-6 Unormalt driftsresultat før skatt

Unormalt finansresultat før skatt					
	2015T	2014	2013	2012	2011
Finansinntekt	85 338	93 000	39 118	5 077	9 524
Finanskostnad	25 920	88 000	17 970	10 736	20 655
Finansresultat	59 418	5 000	21 148	- 5 659	- 11 131
Finansielt AFR	1 000	-	910	- 243	138
Unormalt finansresultat før skatt	60 418	5 000	22 058	- 5 902	- 10 993

Tabell 5-7 Unormalt finansresultat før skatt

5.4.1.4 Steg 4: Fordeling av skattekostnad

Som påpekt ovenfor er hele skattekostnaden til XXL ansett som normal. Ved fordeling av skattesatsen forutsetter vi at skattesatsen på både normalt- og unormalt resultat er 27 prosent. Normale finanskostnader (rentekostnad) er fradragsberettiget og gir en skattesats på 27 prosent. Videre er det en fordeling av hvor mye av normale finansinntekter (renteinntekter) og unormalt finansresultat som er skattepliktig. Som vi gjennomgikk i trailingen bruker vi her en tommelfingerregel på 18 prosent skattesats. Dette gir oss følgende resultat for XXL:

Netto finanskostnad					
	2015T	2014	2013	2012	2011
Finanskostnad normal	164 160	194 000	249 170	240 889	227 601
Finanskostnadsskatt	44 323	52 380	67 276	65 040	61 452
Netto Finanskostnad	119 837	141 620	181 894	175 849	166 149

Netto finansinntekter					
	2015T	2014	2013	2012	2011
Finansinntekt normal	1 324	8 000	3 168	6 064	1 324
Finansinntektsskatt	238	1 440	570	1 092	238
Netto Finansinntekt	1 086	6 560	2 598	4 972	1 086

Unormalt netto finansresultat					
	2015T	2014	2013	2012	2011
Unormal finansinntekt	85 338	93 000	39 118	5 077	9 524
Unormal finanskostnad	25 920	88 000	17 970	10 736	20 655
Unormal finansresultat før skatt	59 418	5 000	21 148	- 5 659	- 11 131
18% skatt på unormalt finansresultat	- 10 695	- 900	- 3 807	- 1 019	- 2 004
Annen finansielle resultatelement (AFR)	1 000	-	910	- 243	138
Unormal netto finansresultat	49 723	4 100	18 251	- 4 883	- 8 989

Tabell 5-8 Netto finanskostnad, netto finansinntekter og unormalt netto finansresultat

For å beregne skatteprosenten benytter vi to formler. Først beregnes driftsskattesatsen (*dss*), som vi også presenterte i trailingen. Denne beregnes for hvert av de rapporterte år etter følgende formeluttrykk:

$$dss = \frac{NSK - f_{iss} * (FI + UFR) + f_{kss} * FK}{DR}$$

Videre beregnes den normaliserte driftsskattesatsen (*ndss*), gitt ved *ett* av to uttrykk:

$$1. \text{ Gjennomsnitt: } ndss = \frac{dss_1 + dss_2 + \dots + dss_T}{T}$$

2. *Medianen*: Den midterste observasjonen fra 1 til T

Den normaliserte driftsskattesatsen er den minst ekstreme av disse to, altså den som avviker *minst* fra 27 prosent (Knivsflå 2015d, 67-72). I vårt tilfelle ga medianen det minste avviket, og legges dermed til grunn for den normaliserte driftsskattesatsen:

Normalisert driftsskattesats					
	2015T	2014	2013	2012	2011
Driftsskattesats	24,50 %	24,38 %	28,41 %	26,98 %	26,70 %
Normalisert driftsskattesats (Gjennomsnitt)	26,20 %	26,20 %	26,20 %	26,20 %	26,20 %
Normalisert driftsskattesats (Medianen)	26,70 %	26,70 %	26,70 %	26,70 %	26,70 %

Tabell 5-9 Normalisert driftsskattesats

Fordelingen av skattekostnaden blir dermed:

Fordeling av skattekostnad					
	2015T	2014	2013	2012	2011
Normal driftsskattekostnad 26,7%*DR	159 119	139 112	107 057	86 608	77 130
+ Skatt på finansinntekt (renteinntekt) 18%	238	1 440	570	1 092	238
- Skatt på finanskostnad (rentekostnad) 27%	44 323	52 380	67 276	65 040	61 452
+ Skatt på unormalt finansresultat 18%	10 695	900	3 807	1 019	2 004
+ Unormal skatt på normalt driftsresultat (dss-ndss)*DR	13 111	12 072	6 865	907	-
= Tilnærmet lik rapportert skattekostnad	112 618	77 000	51 023	22 548	13 912
= Rapportert skattekostnad	112 619	77 000	51 022	22 551	13 915

Tabell 5-10 Fordeling av skattekostnad

5.4.1.5 Oppsummering

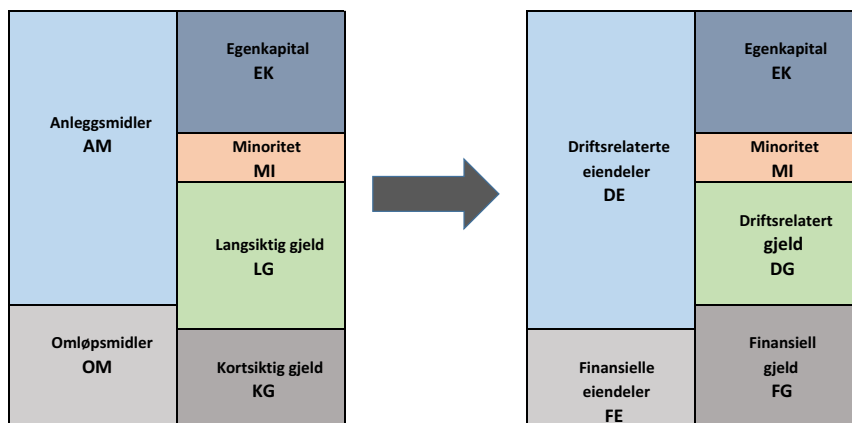
Etter å ha gjennomgått omgrupperingen i resultatregnskapet for XXL, får vi følgende:

OMGRUPPERT KONSERNRESULTATREGNSKAP					
Beløp i NOK 1.000					
	2015T	2014	2013	2012	2011
Driftsinntekter	6 641 393	5 215 000	4 010 227	3 107 164	2 470 953
- Driftskostnader	6 045 441	4 694 000	3 609 280	2 782 788	2 182 077
= Driftsresultat i egen virksomhet	595 952	521 000	400 947	324 376	288 876
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	159 119	139 112	107 057	86 608	77 130
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	436 833	381 888	293 890	237 768	211 746
+ Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	-	-	-	-	-
= Netto driftsresultat	436 833	381 888	293 890	237 768	211 746
+ Netto finansinntekt	1 086	6 560	2 598	4 972	1 086
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	437 919	388 448	296 488	242 740	212 832
- Netto finanskostnad	119 837	141 620	181 894	175 849	166 149
- Netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-
= Nettoresultat til egenkapital	318 082	246 828	114 594	66 891	46 683
+ Unormalt netto driftsresultat	- 189 804	1 274	- 6 865	- 2 688	- 2 842
+ Unormalt netto finansresultat	49 723	4 100	18 251	- 4 883	- 8 989
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	178 000	252 202	125 980	59 317	34 849
- Netto utbetalt utbytte	283 000	- 1 793 317	-	-	- 19 683
Endring i egenkapital	- 105 000	2 045 519	125 980	59 317	54 532

Tabell 5-11 Omgruppert konsernresultatregnskap

5.4.2 Omgruppering av balansen

En tradisjonell balanseoppstilling består i all hovedsak av anleggsmidler og omløpsmidler på eiendelssiden, og egenkapital, langsiktig gjeld og kortsiktig gjeld på finansieringssiden, samt eventuelle minoritetsinteresser. Det vil med andre ord si at eiendelssiden er gruppert etter likviditet, mens finansieringssiden er gruppert etter forfallsdato. Dette er en gruppering som for kreditorer er hensiktsmessig med tanke på vurderinger knyttet til soliditet og kredittrisiko. Ved omgruppering for investororienterte analyser tar vi utgangspunkt i Knivsflås (2015e) disposisjon. Inndelingen er som vist i Figur 5-2:



Figur 5-2 Omgruppering fra kreditororientert balanse til investororientert balanse

En omgruppering av konsernbalansen til XXL materialiserer seg gjennom fire steg som vi vil gjennomgå i det følgende:

1. Eventuelt avsatt utbytte skal klassifiseres som egenkapital, ikke gjeld
2. Kategoriser hva som er drift og finansiering i totalbalansen
3. Fra totalbalanse til sysselsatt kapital
4. Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

5.4.2.1 Steg 1: Avsatt utbytte

Etter god norsk regnskapsskikk regnskapsføres foreslått utbytte som skyldig utbytte selv om det ikke er formelt vedtatt av generalforsamlingen. Av internasjonale regnskapsstandarder, (IFRS), følger det at utbytte som blir vedtatt etter balansedagen, ikke tilfredsstillende definisjonen av en forpliktelse, og følgelig skal det ikke avsettes for foreslått utbytte. Slikt utbytte kan derfor ikke regnskapsføres som gjeld, og vil dermed inngå i selskapets egenkapital på balansedagen. Det er derfor normalt sett ikke nødvendig med noen omgruppering av utbytte, men dersom en observerer utbytte klassifisert som kortsiktig gjeld i et regnskap ført

etter IFRS, bør denne tilbakeføres til egenkapital på samme måte som for NGRS-regnskap. I årsregnskapet til XXL er det *ikke* rapportert utbytte som kortsiktig gjeld.

5.4.2.2 Steg 2: Kategorisere driftsrelatert og finansielt i totalbalansen

Totalbalansen kan omgrupperes fra en kreditororientert balanse til en investororientert balanse med klart fokus på drift kontra finansiering. For å omgruppere balansen for XXL, tar vi utgangspunkt i årsrapporten for 2014, samt introduksjonsprospektet før børsnotering. Dersom en eiendel eller gjeld er kategorisert som *drift* i balansen, må alle inntekter og kostnader tilknyttet eiendelen eller gjelden være gruppert som *driftsinntekt* og *driftskostnad*. Dersom en eiendel eller gjeld er *finansiell* i balansen, må inntekter og kostnader tilknyttet eiendelen eller gjelden inngå som *finansposter* i regnskapet.

Anleggsmidler

Anleggsmidler vil også hovedsakelig klassifiseres som driftsrelaterte eiendeler. Eksempler på driftsrelaterte anleggsmidler er bygninger, tomter og maskiner som benyttes i produksjonen av varer og tjenester, og som derfor genererer driftsresultatet. Noen anleggsmidler vil likevel kunne klassifiseres som finansielle, slik som investeringseiendom, eller eiendeler en kan selge uten at dette påvirker driften i virksomheten (Knivsflå 2015e, 26).

Immaterielle eiendeler

Immaterielle eiendeler består hos XXL av varemerker, software og goodwill. Varemerke og software har vi besluttet å klassifisere som driftsrelatert. Årsaken til dette er at vi antar at dette brukes i drift, og at det ikke kan selges. Goodwill er per definisjon merverdier utover de bokførte verdiene i et regnskap når det har skjedd et oppkjøp – det vil si at det er betalt mer enn det vi kan identifisere av verdier (Kinserdal 2015). Dette kan være knyttet til merkevarer eller lignende. For XXL, gjelder goodwill i balansen oppkjøpet av XXL Sport og Villmark AS i 2010, og er derfor klassifisert som driftsrelatert (XXL 2014b, 40).

Varige driftsmidler

Varige driftsmidler i XXL innbefatter hovedsakelig innredning i varehusene, maskiner og utstyr, men også tomter og bygninger, anlegg under utførelse og transportmidler. Vi vil klassifisere varige driftsmidler som driftsrelaterte eiendeler.

Finansielle anleggsmidler

XXL rapporterer om finansielle eiendeler, som innebærer lån til ansatte og andre investeringer. Dette er eiendeler som ikke har med drift å gjøre, og genererer derfor ikke driftsresultatet. For analyseformål vil disse dermed trekkes ut, og betraktes som finansielle anleggsmidler.

Omløpsmidler

Omløpsmidler vil i all hovedsak bli karakterisert som driftsrelaterte eiendeler da de genererer driftsresultat og kontantstrømmer. Gode eksempler på omløpsmidler som i aller høyeste grad er knyttet til drift er varelager og kundefordringer.

Varelager

Varelageret er i all hovedsak knyttet til drift, da dette er varer som blir solgt i varehusene. Varelageret er derfor i sin helhet kategorisert som driftsrelaterte eiendeler.

Fordringer

Kundefordringer er også relatert til drift. Andre fordringer er i all hovedsak knyttet til senere driftskostnadsutgifter, eller såkalte *forhåndsbetalte utgifter*, samt påløpte inntekter i de seneste periodene. Det er rimelig å anta at summen av kundefordringer og andre fordringer er driftsrelaterte.

Kontanter, bankinnskudd mv.

Når det gjelder posten *kontanter og bankinnskudd* kan denne være tvetydig. Som vi nevnte i trailingen vil den inneholde elementer av både driftsrelaterte- og finansielle eiendeler. Det er for et selskap nødvendig med en viss driftsrelatert kassebeholdning, men det er imidlertid relevant å vurdere om det er *kontanter til overs*. Residualen utover det vi kaller driftslikvider er såkalt overskuddslikviditet, og kategoriseres som finansielle eiendeler. Grove forenklinger i form av tommelfingerregler utgjør her et praktisk utgangspunkt. For et selskap med mye sesongvariasjoner i etterspørsel, vil 10 prosent av samlet verdi på varelager og kundefordringer være et godt estimat på driftsrelatert kassebeholdning (Kinserdal 2015). Dette er imidlertid ikke et vanntett estimat, og bør kun benyttes som utgangspunkt. Sportsbransjen er i stor grad væravhengig, men på en annen side er det ikke grunnlag for å si at sportsbransjen opplever store sesongvariasjoner da både vintersport og sommersport er meget attraktivt i et land med fire distinkt forskjellige årstider (Sportsbransjen 2014). For

videre analyser har vi imidlertid likevel valgt å ta utgangspunkt i tommelfingerregelen om at 10 prosent av varelager og kundefordringer er driftsrelaterte kontanter. Likvider utover dette anses som finansielt.

Gjeld

Verdien av total *egenkapital* plukkes direkte fra balansen, og bevares i sin helhet.

Gjeldsposter klassifiseres derimot som henholdsvis finansiell gjeld eller driftsrelatert gjeld.

Driftsrelatert gjeld er per definisjon gjeld som er knyttet til driften av selskapet, og er fortrinnsvis *ikke* rentebærende. Finansiell gjeld, på den annen side, er typisk referert til som *rentebærende gjeld*.

Langsiktig gjeld

XXLs langsiktige gjeld består hovedsakelig av *utsatt skatt, annen langsiktig gjeld og lån fra eierne*. Fra noter får man opplyst hva som inngår som rentebærende (finansiell) gjeld. For XXL består finansiell gjeld av *annen langsiktig gjeld og lån fra eierne*.

Utsatt skatteforpliktelse på sin side kan være en utfordrende post i regnskapet hva angår omgruppering. Årsaken til dette er at utsatt skatteforpliktelse ikke er rentebærende gjeld, men skyldes imidlertid heller ikke operasjonelle aktiviteter (drift). Dette vil si at regnskapet reflekterer skatteeffekten av periodens inntekter og kostnader uavhengig av når skatten forventes betalt. I vår verdivurdering av XXL har vi forutsatt fortsatt drift, og har i det videre besluttet å inkludere utsatt skatteforpliktelse som driftsrelatert gjeld (Knivsflå 2015e, 27; Kinsedal 2015).

Kortsiktig gjeld

XXL (2014b, 50) sin kortsiktige gjeld består av *leverandørgjeld, gjeld til kredittinstitusjoner, derivativer, betalbar skatt, skyldige offentlige avgifter og annen kortsiktig gjeld*. Det kommer frem av note 20 i årsrapporten at rentebærende kortsiktig gjeld er posten *gjeld til kredittinstitusjoner*. Betalbar skatt regnes også for å være driftsrelatert dersom det er tilknyttet årets drift. Hvis den, på den annen side, ikke er tilknyttet årets drift, er det en finansiell gjeld. Vi har i det videre forutsatt at betalbar skatt er av operasjonell karakter. Derivater, som i mange tilfeller er finansielle instrumenter benyttet til sikring av risiko, og i andre tilfeller brukt til spekulasjon, kan være noe tvetydig hva angår klassifisering. Det fremgår også av opplysninger i XXLs (2014b, 15) årsrapport at derivatene benyttes for kommersielle

sikringsformål, og for å sikre mot risiko forbundet med fluktasjoner i rentenivået. Ettersom at derivatet inngår i kortsiktig gjeld er det naturlig å anta at det er driftsrelatert. Dette betyr dermed at alle postene under kortsiktig gjeld kan kategoriseres som driftsrelatert gjeld med unntak av posten rentebærende *gjeld til kredittinstitusjoner*.

5.4.2.3 Steg 3: Fra totalbalanse til sysselsatt kapital

Driftsrelatert gjeld er ikke sysselsatt kapital plassert ”aktivt” gjennom kapitalmarkedet, men plassert som en naturlig del av driften – enten gjennom driftssyklusen eller som langsiktige krav skapt gjennom drift. Sysselsatt kapital er den kapitalen som er innskutt og dermed sysselsatt av eiere og långivere. Dette innebærer at den driftsrelaterte gjelden er resultat av driftssyklusen og investering i driftskapasitet, og bør således tolkes som en korreksjon til driftseiendeler heller enn gjeld. Årsaken til dette er at driftsrelatert gjeld ikke er direkte rentebærende. Det er tre ulike måter å beregne sysselsatt kapital (Knivsflå 2015e, 50):

i)	$SSK = EK + MI + FG$
ii)	$SSK = SSE = (DE - DG) + FE = NDE + FE$
iii)	$SSK = TK - DG = E - DG$

Figur 5-3 Formeluttrykk for overgang fra totalbalanse til sysselsatt kapital

Vi har ved å anvende formlene ovenfor, kommet frem til sysselsatt kapital (SSK) for XXL: Tabell 5-13 ved å først estimere netto driftseiendeler (NDE) i Tabell 5-12.

OMGRUPPERT KONSERNBALANSE						
	2015T	2014	2013	2012	2011	2010
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3 342 000	3 378 000	3 320 018	3 221 595	3 134 902	3 048 791
Driftsrelatert arbeidskapital	907 661	871 000	647 471	526 737	367 009	231 470
NETTO DRIFTSEIENDELER	4 249 661	4 249 000	3 967 489	3 748 332	3 501 911	3 280 261
Finansielle eiendeler	67 339	73 000	51 292	5 251	52 471	65 841
SYSSELSATTE EIENDELER	4 317 000	4 322 000	4 018 781	3 753 583	3 554 382	3 346 102
Egenkapital	3 114 000	3 219 000	1 173 481	1 047 501	988 184	933 652
Minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	-
Finansiell gjeld	1 203 000	1 103 000	2 845 300	2 706 082	2 566 198	2 412 450
SYSSELSATT KAPITAL	4 317 000	4 322 000	4 018 781	3 753 583	3 554 382	3 346 102

Tabell 5-12 Omgruppert konsernbalanse

Konsernets endring i egenkapital er følgende:

Endring i egenkapital					
	2015T	2014	2013	2012	2011
Egenkapital 01.01	3 219 000	1 173 481	1 047 501	988 184	933 652
Totalresultat	379 915	263 000	125 981	61 098	37 691
"Dirty surplus"	- 202 915	- 10 798	-	- 1 781	- 2 842
Betalt utbytte	- 277 000	-	-	-	-
Ny egenkapital	- 5 000	1 793 317	-	-	19 683
Egenkapital 31.12	3 114 000	3 219 000	1 173 482	1 047 501	988 184

Tabell 5-13 Endring i egenkapital

5.4.2.4 Steg 4: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Netto driftskapital er den kapitalen som er investert i driften, og ikke i finansielle eiendeler. Finansielle eiendeler er i prinsippet eiendeler som virksomheten har utover det som trengs for å drive virksomheten. Det innebærer at finansielle eiendeler er ”likvider” som kan benyttes snarest til å nedbetale finansiell gjeld. Sådan er det naturlig å analysere finansiell gjeld. Det er tre distinkte fremgangsmåter for å finne netto driftskapital (Knivsflå 2015e, 56):

i)	$NDK = EK + MI + NFG$
ii)	$NDK = NDE = DE - DG$
iii)	$NDK = SSK - FE = SSE - FE$

Figur 5-4 Formeluttrykk for overgang fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

En omgruppering av regnskapet for regnskapsanalyse endrer ikke på målingen av regnskapstallene, men klassifiserer og klargjør de for analyse og justering av målefeil, samt analyse av forholdstall. Ved å anvende hvilken som helst av de formlene i tekstrammen ovenfor, finner vi netto driftskapital (NDK):

NETTO DRIFTSKAPITAL						
	2015T	2014	2013	2012	2011	2010
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3 342 000	3 378 000	3 320 018	3 221 595	3 134 902	3 048 791
Driftsrelatert arbeidskapital	907 661	871 000	647 471	526 737	367 009	231 470
NETTO DRIFTSEIENDELER	4 249 661	4 249 000	3 967 489	3 748 332	3 501 911	3 280 261
Egenkapital	3 114 000	3 219 000	1 173 481	1 047 501	988 184	933 652
Minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	-
Netto finansiell gjeld	1 135 661	1 030 000	2 794 008	2 700 831	2 513 727	2 346 609
NETTO DRIFTSKAPITAL	4 249 661	4 249 000	3 967 489	3 748 332	3 501 911	3 280 261

Tabell 5-14 Netto driftskapital

Omgrupperingen av konsernregnskapet for verdsettelsesobjektet XXL er nå fullført. For å kunne gjennomføre forholdstallsanalyser i kapitlene 6, 7 og 8 må også regnskapene for de komparative virksomhetene omgrupperes på tilsvarende måte. For nærmere spesifikasjoner av regnskapsomgrupperinger for *Stadion*, *Sport 1*, *Stadium*, *JD Sports*, *Sports Direct* og *Dick's* viser vi til vedlegg 3.

5.5 Analyse av målefeil og justering

Hensikten med analysen er å oppnå et best mulig bilde av underliggende økonomiske forhold. Derfor må regnskapene justeres for eventuelle målefeil. Målefeil vil si at det er avvik mellom rapportert og virkelige regnskap. Som eksterne analytikere har vi dårligere informasjon om underliggende forhold enn de som står for utarbeidelsen av regnskapet. Målefeil kan derfor

også skape mer støy enn hva det gjør nytte for seg og da blir justering av regnskapstall lite meningsfullt. Videre finnes det tre typer målefeil (Knivsflå 2015f, 3):

- *Type 1*: Målefeil grunnet bruk av historisk kost fremfor virkelig verdi
- *Type 2*: Målefeil grunnet måling i samsvar med NGRS/IFRS
- *Type 3*: Målefeil som skyldes kreativ regnskapsføring

Når det gjelder målefeil type 1, skal verdibasert regnskapsrapportering kun benyttes når prisen fastsettes i likvide markeder, slik som pengeposter i utenlandsk valuta. Historisk kost benyttes altså når det ikke foreligger objektive estimat på virkelig verdi, slik som for driftseiendeler og driftsrelatert gjeld. Målefeil knyttet til dårlig samsvar med gjeldende rammeverk vil si at man ikke bruker regnskapsprinsipper og –policyer på riktig måte. Målefeil som skyldes kreativ regnskapsføring anses som regnskapsmanipulering og er selvsagt ulovlig. Dette kan være elementer som for tidlig inntektsføring, fiktive eller tvilsomme prosjekter eller undervurdering av gjeld (Aksjemarkedet 2015a).

5.5.1 Justering av målefeil

Det er ønskelig at finansielle eiendeler og –gjeld justeres til virkelig verdi, mens driftsrelaterte eiendeler og –gjeld til historisk kost. Regnskapene bør være revisorbekreftet, slik at man er sikre på at regnskapet er utarbeidet etter lover og regler. De selskapene som benyttes som sammenligningsgrunnlag bør ha gjennomgått de samme justeringene av regnskapet som selskapet som er primærobjektet i analysen. Aktuelle justeringer kan være å justere netto finansiell gjeld til virkelig verdi. Merverdien (eventuelt mindreverdi) kan finnes direkte ut av objektive markedsbaserte priser.

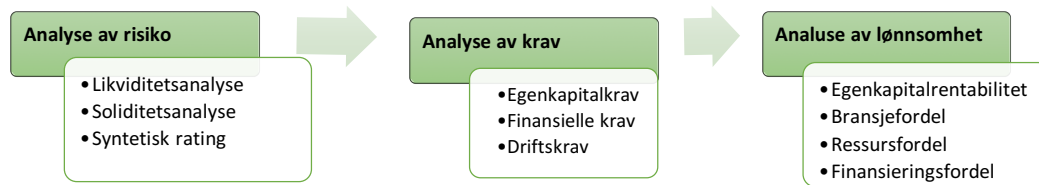
Resultatvirkningene av justeringene føres mot nettoresultatet til egenkapitalen og balansevirkningene korrigeres mot de aktuelle balansepostene. På grunn av at årsregnskapene er revidert av revisor (PwC), tidsbruk kontra nytte og at vi ikke mener vi har grunnlag for å si noe annet om regnskapet har vi valgt å benytte det omgruppert regnskapet slik som det er, *uten* justeringer.

5.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Utgangspunktet for forholdstallsanalyse er det omgrupperte årsregnskapet til XXL og de komparative selskapene. Forholdstall er vanligvis et relativt forhold mellom to regnskapstall som gir innsikt i underliggende økonomiske forhold. Absolutte tallstørrelser er mindre

informative da de avhenger av selskapets størrelse. Det er hensiktsmessig å analysere utviklingen av forholdstall over en periode, se sammenhenger i historiske forholdstall for virksomheten og for bransjen. Analysen innebærer risikoanalyser på kort og lang sikt, analyse av avkastningskrav samt analyser av rentabilitet og superrentabilitet (Knivsflå 2015h, 2).

Analyse av selskapsspesifikk risiko er sammensatt av likviditetsanalyser som fokuserer på kortsiktig kredittrisiko, og soliditetsanalyser som fokuserer på langsiktig kredittrisiko, samt en syntetisk rating som oppsummerer selskapsspesifikk kredittrisiko (Knivsflå 2015h, 4). Dette gjennomgås i kapittel 6. Analyse av avkastningskrav gjennomgås i kapittel 7, der hovedpoenget er å beregne egenkapitalkravet. Egenkapitalkravet sammenlignes senere med egenkapitalrentabiliteten for å finne strategisk fordel/superrentabilitet i kapittel 8. Analysene av forholdstall oppsummeres i følgende figur:



Figur 5-5 Analyseoversikt

Verdivekting

Andre virksomheter i bransjen vil i denne forholdstallsanalysen omregnes til norske kroner (Knivsflå 2015h, 37). Deretter summeres finansregnskapene for bransjevirkomhetene, slik at vi får et omgruppert resultatregnskap og balanse for bransjen. Som nevnt i avsnitt 5.4.2.4 henviser vi her til vedlegg 3 for komparative virksomheters omgrupperte regnskaper.

Analyseperioden for forholdstallene er hovedsakelig fra 2011 til 2014, samt balanse for 2010 og 2015T for XXL. I forbindelse med omregning av utenlandsk valuta til norske kroner, har vi benyttet *årgjennomsnittlige valutakurser* for samtlige respektive år. Tabellen under oppsummerer omregningsvalutakurser oppdrevet fra Norges Bank (2014):

År	2014	2013	2012	2011	2010
100 Svenske kroner (SEK)	91,84 NOK	90,22 NOK	85,93 NOK	86,31 NOK	84,02 NOK
1 Britisk pund (GBP)	10,37 NOK	9,20 NOK	9,22 NOK	8,98 NOK	9,34 NOK
1 Amerikansk dollar (USD)	6,30 NOK	5,88 NOK	5,82 NOK	5,61 NOK	6,05 NOK

Tabell 5-15 Oversikt årgjennomsnittlige valutakurser i perioden 2010 til 2014

Tidsvekting

Sportsbransjen er en bransje preget av sterk konkurranse, hvilket taler for at forholdstallene vil kunne holde seg stabile over tid. På den annen side, har XXL opplevd forbedringer i forholdstall de seneste årene, og det er derfor rimelig å tillegge de seneste årene mest vekt. Beregningene er basert på de valgte vektcoeffisientene i Tabell 5-17 under, og utregningen følger følgende uttrykk:

$$\text{Tidsvektet gjennomsnitt} = \sum_{t=2011}^{2014} \text{Vekt}_t * \text{Forholdstall}_t$$

Trailingåret 2015T for XXL er i analysene holdt utenfor vektingen for å oppnå konsistens mellom analyseobjektet og bransjen. Vektcoeffisientene er følgende:

År	2014	2013	2012	2011
Vekt	40,00 %	30,00 %	20,00 %	10,00 %

Tabell 5-16 Vekter til beregning av tidsvektet gjennomsnitt

6. Analyse av risiko

Ved fundamental verdivurdering står selskapets avkastningskrav sentralt da disse benyttes til å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer. Det er av den grunn helt essensielt å bruke ”korrekt” avkastningskrav. I finansiell teori finnes det i utgangspunktet to typer risikofaktorer som egenkapitalinvestorer står overfor, *systematisk-* og *usystematisk risiko*. Usystematisk risiko er forbundet med selskapet og innbefatter at selskapets aksjekurs svinger i samsvar med selskapets inntjening og aktiviteter. Den usystematiske risikoen kan ved hjelp av diversifisering bli redusert til et gitt nivå (Berk og DeMarzo 2014, 332).

For kreditorer er *kredittrisiko* den relevante risikofaktoren. Kredittrisiko for långiver uttrykker risiko for at lån misligholdes for eksempel ved at låntakeren går konkurs. Denne typen risiko er ikke-diversifiserbar og er følgelig en *systematisk* risikofaktor for kreditor.

Kredittriskopremien vil avhenge av konkurrisikoen til den enkelte virksomhet, samt forventet tap ved konkurs. For å tallfeste kredittriskopremien må det gjøres analyser av den usystematiske risikoen. Den systematiske risikoen for egenkapitalinvestorer og långivere vil bli grundig omdiskutert i kapittel 7 under analysen av avkastningskravet. Usystematisk risiko derimot, vil analyseres i de påfølgende avsnitt. En risikoanalyse innebærer følgende steg (Knivsflå 2015h, 22):

- *Analyse av likviditet* – kortsiktig kredittrisiko
- *Analyse av soliditet* – langsiktig kredittrisiko
- *Syntetisk rating* - oppsummering

På bakgrunn av de omgrupperte regnskapstallene til XXL, og for å utarbeide prognoser for fremtiden som verdsettelsen baseres på – gjennomfører vi en forholdstallsanalyse for å kvantifisere XXLs selskapsspesifikke kredittrisiko både på kort- og lang sikt. Den kortsiktige tilnærmingen til risikoanalysen innebærer en *likviditetsanalyse*, mens den langsiktige tilnærmingen innbefatter en *soliditetsanalyse*. Disse analysene vil deretter benyttes for å konkludere i en *syntetisk rating* på XXLs kredittrisiko. Den syntetiske ratingen vil videre brukes for fastsettelse av virksomhetens kredittrisikopremie (Knivsflå 2015h, 10-14).

6.1 Likviditetsanalyse – analyse av kortsiktig kredittrisiko

Likviditet er definert som selskapets evne til å innfri løpende forpliktelser (kortsiktig gjeld) ved forfall. *Likviditetsrisiko* er risiko for at virksomheten havner i en ”likviditetsskvis” på kort sikt, og følgelig risiko for potensiell konkurs (Knivsflå 2015h, 38).

I en likviditetsanalyse, skiller vi mellom det vi kaller *likviditetsgrad 1*, *likviditetsgrad 2* og *rentedekningsgrad*. Siden omløpsmidler og kortsiktig gjeld har sammenlignbare durasjoner, er likviditetsgradene nøkkelindeks for et selskaps kortsiktige likviditet (Palepu og Healy 2013, 16). Den kortsiktige likviditetsrisikoen innebærer i all hovedsak finansiering av den løpende driften i selskapet. Den beste målestokken hva angår likviditetsmål er imidlertid oftest gjennomsnittet i bransjen (Knivsflå 2015h, 35). Likviditetsgraden kan anses relativt god dersom den er større enn bransjegjennomsnittet.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 forteller noe om hvorvidt selskapet er i stand til å betjene kortsiktig gjeld med omløpsmidler. Dersom $LG1 < 1$, indikerer det at omløpsmidler er mindre enn forpliktelsene som selskapet må betjene innen et år. Forholdstallet bør som tommelfingerregel, ifølge Palepu og Hardy (2013, 16), være større enn 2 for at selskapet skal være i en komfortabel situasjon. Et for høyt tall på LG1 kan på den annen side indikere at selskapet har problemer med å redusere varelageret. Forholdstallet vil imidlertid variere på tvers av bransjer, og dermed vil sammenligning med vår bransjedefinisjon være mest relevant for XXL. Uttrykket for likviditetsgrad 1 er (Knivsflå 2015h, 45):

$$\text{Likviditetsgrad 1 (LG1)} = \frac{DOM_t + FOM_t}{KDG_t + KFG_t}$$

DOM = Driftsrelaterte omløpsmidler
KDG = Kortsiktig driftsrelaterert gjeld

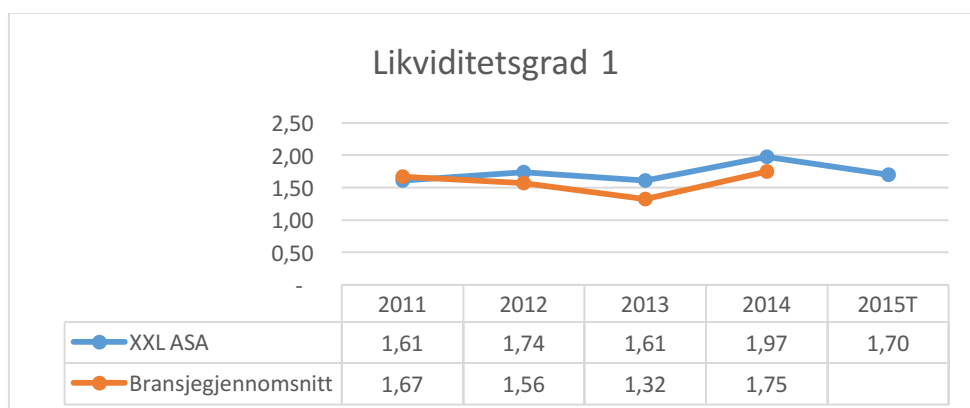
FOM = Finansielle omløpsmidler
KFG = Kortsiktig finansiell gjeld

Tabellen nedenfor viser likviditetsgrad 1 for henholdsvis XXL og deres konkurrenter i perioden 2011 til 2014. Forholdstallet er til høyre i tabellen tidsvektet i henhold til vektcoeffisientene i Tabell 5-16.

Likviditetsgrad 1 (LG1)						
	2015T	2014	2013	2012	2011	Tidsvektet
Vekter		40 %	30 %	20 %	10 %	
XXL ASA	1,70	1,97	1,61	1,74	1,61	1,78
Stadium AS		1,56	1,38	1,48	1,55	1,49
Sport 1 Gruppen AS		1,24	1,23	1,20	1,23	1,23
Stadium Sweden AB		2,01	2,00	1,90	1,83	1,97
JD Sports Fashion Plc		1,22	1,15	1,21	1,19	1,20
Sports Direct International Plc		2,30	1,06	1,64	1,44	1,71
Dick's Sporting Goods inc.		1,65	1,62	1,59	1,99	1,66
Bransjegjennomsnitt		1,75	1,32	1,56	1,67	1,57

Tabell 6-1 Likviditetsgrad 1 XXL og bransjen

Vi ser at en likviditetsgrad 1 på mellom 1 og 2 er normalt for selskaper innen sportsbransjen. Bransjen har et tidsvektet gjennomsnitt på 1,57 – mens analyseobjektet XXL har ligget noe over bransjegjennomsnittet de seneste tre årene. I tillegg til XXL, er det *Stadium*, *Sport Direct* og *Dick's* som stikker seg ut i positiv retning hva angår likviditetsgrad 1. Disse tre og XXL opererer i store varehus, drar nytte av stordriftsfordeler og gjør store innkjøp. Det vil være naturlig å tolke dette som at sportskjedene med høy forhandlingsmakt over sine leverandører får gunstige innkjøpsvilkår, og derfor mer omløpsmidler (les: varelager) for sin kortsiktige gjeld (les: leverandørgjeld). Tidsvektet gjennomsnitt for XXL de første fire årene ligger 0,21 over bransjesnittet. Dette taler for at XXL har relativt sunn likviditet, og evner å innfri sine kortsiktige forpliktelser ved forfall sammenlignet med bransjen.



Figur 6-1 Likviditetsgrad 1 XXL og bransjen

Fra grafen ser man at XXL og bransjen har fulgt tilnærmet samme trend. Likviditeten generelt taler for en mulig bransjefordel. XXL synes ikke å være i en umiddelbar likviditetskrise. Det bør videre nevnes at XXLs omløpsmidler i analyseperioden er omtrent doblet, mens kortsiktige forpliktelser i samme periode har økt med i overkant av 60 prosent.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er definert ved forholdet mellom de mest likvide omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Som tommelfingerregel bør LG2 være større enn 1. Vi vil i dette avsnittet benytte en tradisjonell definisjon på forholdstallet, og følgende uttrykk representerer her den tradisjonelle likviditetsgrad 2 (Knivsfå 2015h, 42):

$$\text{Likviditetsgrad 2 (LG2)} = \frac{OM_t - VL_t}{KG_t}$$

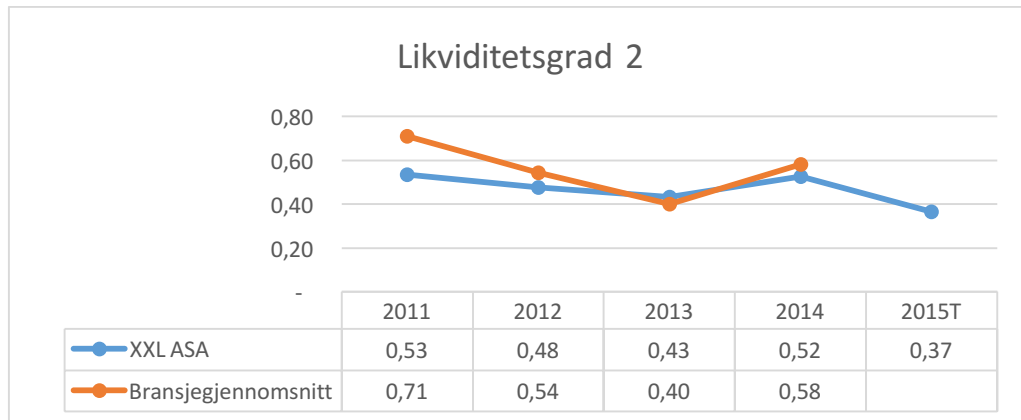
OM = Omløpsmidler *VL* = Varelager *KG* = Kortsiktig gjeld

I og med at varelageret for en hver sportsskjede er betydelig, ser vi at det også er betydelige forskjeller i likviditetsgrad 1 og den tradisjonelle likviditetsgrad 2 i absolutte størrelser. Tabellen under viser utviklingen i det tradisjonelle forholdstallet for respektive sportsskjeder, samt bransjegjennomsnitt.

Likviditetsgrad 2 (LG2) - Tradisjonell						
	2015T	2014	2013	2012	2011	Tidsvektet
<i>Vekter</i>		40 %	30 %	20 %	10 %	
XXL ASA	0,37	0,52	0,43	0,48	0,53	0,49
Stadion AS		0,58	0,50	0,47	0,52	0,53
Sport 1 Gruppen AS		0,71	0,74	0,68	0,64	0,71
Stadium Sweden AB		0,47	0,52	0,66	0,70	0,55
JD Sports Fashion Plc		0,54	0,50	0,52	0,57	0,53
Sports Direct International Plc		0,94	0,35	0,60	0,50	0,65
Dick's Sporting Goods inc.		0,41	0,39	0,50	0,91	0,47
Bransjegjennomsnitt		0,58	0,40	0,54	0,71	0,53

Tabell 6-2 Likviditetsgrad 2 XXL og bransjen

XXL har i perioden holdt et relativt stabilt nivå på likviditetsgraden på rundt 0,50, som er i underkant av bransjegjennomsnittet. Det er i all hovedsak *Sport 1* og *Sports Direct* som skiller seg ut i positiv retning. Som tabellen viser, har ingen av virksomhetene i bransjen vært over 1,00 – nærmest var *Sports Direct* i 2014 med 0,94. Årsaken til dette kan være at sportsskjeder generelt har store verdier i varelager, og mindre verdier av typen kundefordringer. Vi refererer da til konsernbalansen for XXL, som i 2014 hadde et varelager på NOK 1,397 mrd. av totalt NOK 1,904 mrd. i omløpsmidler.



Figur 6-2 Likviditetsgrad 2 XXL og bransjen

Figuren illustrerer at XXL jevnt over i analysehorisonten har hatt en tradisjonell likviditetsgrad 2 noe lavere enn bransjegjennomsnittet, med unntak av 2013. Det kan imidlertid være bekymringsverdig at forholdstallet for XXL viser en fallende trend for trailingåret 2015T.

6.1.3 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden studerer virksomhetens evne til å dekke sine netto finanskostnader eksklusiv avdrag på gjelden gjennom nettoresultatet selskapet har til fordeling.

Rentedekningsgraden utgjør derav forholdet mellom *nettoresultatet fra sysselsatt kapital og netto finanskostnad*. Vi anvender normaliserte størrelser, da dette er forbeholdt konkursprediksjoner. Vi uttrykker rentedekningsgraden på følgende måte (Knivsflå 2015h, 50):

$$\text{Rentedekningsgrad} = 1 + \frac{NRE_t + NMR_t}{NFK_t}$$

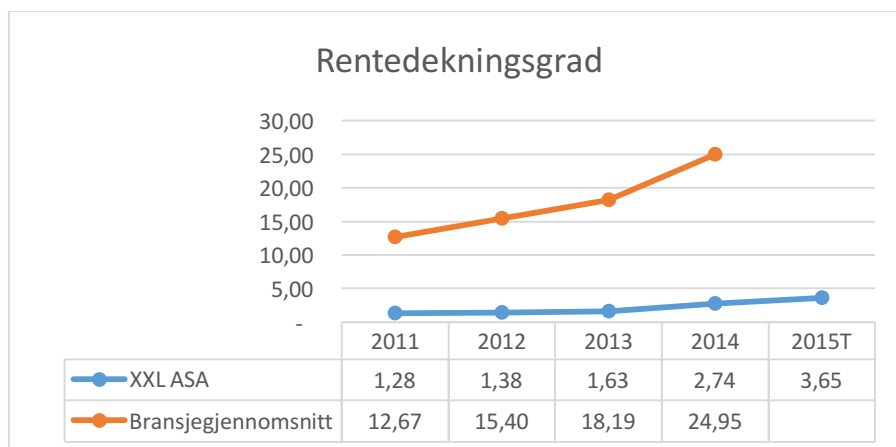
NRE = Nettoresultat til egenkapitalen *NFK* = Netto finanskostnad *NMR* = Netto minoritetsresultat

Rentedekningsgraden uttrykker i hvilken grad bedriften evner å betjene kostnader tilknyttet fremmedkapitalen. Dersom rentedekningsgraden er lav, kan det være en indikasjon på at selskapet tjener for lite penger til å betjene sine renteforpliktelser. Det er også en indikasjon på at selskapet med dagens inntjening ikke vil være i stand til å betjene ytterligere låneforpliktelser. Dermed vil tilgangen på ny kapital være begrenset. Kombinasjoner av lav totalrentabilitet og lav rentedekningsgrad vil gi høy risiko, og bør tenne varselamper i virksomheten.

Rentedeckningsgrad						
	2015T	2014	2013	2012	2011	Tidsvektet
Vekter		40 %	30 %	20 %	10 %	
XXL ASA	3,65	2,74	1,63	1,38	1,28	1,99
Stadion AS		6,34	3,35	6,99	10,19	5,96
Sport 1 Gruppen AS		2,58	1,99	1,50	2,77	2,20
Stadium Sweden AB		191,17	297,12	546,47	456,23	320,52
JD Sports Fashion Plc		38,42	53,56	46,54	87,41	49,49
Sports Direct International Plc		45,96	34,91	33,06	27,79	38,25
Dick's Sporting Goods inc.		147,24	159,34	69,56	26,24	123,23
Bransjegjennomsnitt		24,95	18,19	15,40	12,67	19,78

Tabell 6-3 Rentedeckningsgrad XXL og bransjen

De utenlandske sportskjedene skiller seg ut med rentedeckningsgrad vesentlig høyere enn de resterende norske virksomhetene. Dette skyldes hovedsakelig at de internasjonale selskapene har relativt lite rentebærende gjeld, og store deler av den kortsiktige gjelden i balansen består av ikke-rentebærende leverandørgjeld og påløpte kortsiktige kostnader. XXL sin rentedeckningsgrad stiger fra 1,28 i 2011 til 3,65 i 2015T da aksjonærlånet fra EQT ble nedbetalt i slutten av 2014.



Figur 6-3 Rentedeckningsgrad XXL og bransjen

XXL har en signifikant lavere rentedeckningsgrad enn bransjen. Dette kan isolert sett bidra til en lavere syntetisk rating enn bransjen. XXLs rentedeckningsgrad viser imidlertid til en positiv utvikling.

6.2 Soliditetsanalyse – analyse av langsiktig kredittrisiko

Formålet med soliditetsanalysen er å identifisere virksomhetens finansieringskilder, og således analysere om virksomheten er robust, hva angår kapitalstruktur, til å tåle en lengre periode med tap. Risiko for at virksomheten ikke har tilstrekkelig finansiering kaller vi *soliditetsrisiko*. Tap føres mot egenkapitalen, som fungerer som en buffer mot fremtidige tap.

Et selskaps økonomiske innflytelse er påvirket av dets gjeldsfinansieringspolitikk. Fordelen ved lånefinansiering er at gjeld er fradragsberettiget, disiplinierende, og ved at den gjennom forhåndsdefinerte betalingsbetingelser er lett omsettelig og dermed typisk billigere enn egenkapital. Dette argumenterer for at fremmedfinansiering til en viss grad kan være fordelaktig i enhver kapitalstruktur. Kapitalstruktur vektet *for* tungt mot fremmedkapital kan imidlertid potensielt være kostbart for selskapets aksjonærer (Palepu og Healy 2013, 17).

Fokuset i analysen er å vise sammenheng mellom omløpsmidler, anleggsmidler og langsiktig kapital – definert som egenkapital og langsiktig gjeld (Knivsfå 2015h, 64). Soliditetsanalysen kan inndeles i følgende kategorier:

- analyse av egenkapitalandel
- analyse av kapitalstruktur (finansieringsmatrise)
- finansieringsgrad 1
- analyse av lønnsomhet (netto driftsrentabilitet)

6.2.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen uttrykker hvor stor andel av eiendelene som er finansiert med egenkapital. ”Egenkapital” er inklusive minoritetsinteresser (for komparative virksomheter) av den grunn at vi analyserer selskapene som helhet, og ikke kun majoritetens andel av egenkapitalen. Jo mer egenkapital i forhold til total kapital, desto mer skjermet er långivere mot tap. Dårlig lønnsomhet tærer på egenkapitalen, dvs. når fullstendig nettoresultat i perioden er mindre enn null, $FNR_t < 0$. Egenkapitalandelen er uttrykt på følgende måte (Knivsfå 2015h, 67):

$$Egenkapitalandel = \frac{EK_t + MI_t}{TK_t} = \frac{EK_t + MI_t}{SSK_t + DG_t} = \frac{EK_t + MI_t}{NDK_t + FE_t + DG_t}$$

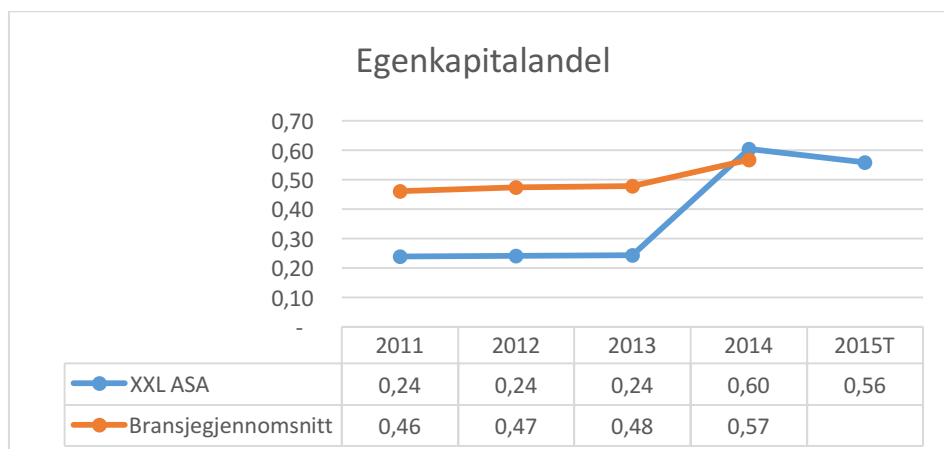
EK = Egenkapital MI = Minoritetsinteresser TK = Totalkapital DG = Driftsrelatert gjeld
 SSK = Sysselsatt kapital NDK = Netto driftskapital FE = Finansielle eiendeler

XXL er den yngste av sportskjedene i bransjen. I og med at XXL er såpass ungt og nylig børsnotert, har det naturligvis vært en bratt læringskurve for virksomheten, og konsernet har opplevd høy årlig omsetningsvekst. I perioden 2011 til 2014 er årsresultatet for konsernet om lag syvdoblet, og var i 2014 på 263 MNOK.

Egenkapitalandel						
	2015T	2014	2013	2012	2011	Tidsvektet
<i>Vekter</i>		40 %	30 %	20 %	10 %	
XXL ASA	0,56	0,60	0,24	0,24	0,24	0,39
Stadion AS		0,44	0,45	0,48	0,46	0,45
Sport 1 Gruppen AS		0,27	0,26	0,24	0,25	0,26
Stadium Sweden AB		0,54	0,55	0,52	0,50	0,53
JD Sports Fashion Plc		0,43	0,43	0,47	0,44	0,44
Sports Direct International Plc		0,66	0,48	0,46	0,42	0,54
Dick's Sporting Goods inc.		0,53	0,55	0,55	0,54	0,54
Bransjegjennomsnitt		0,57	0,48	0,47	0,46	0,51

Tabell 6-4 Egenkapitalandel XXL og bransjen

Det er viktig å poengtere at til tross for at XXLs tidsvektede gjennomsnitt i egenkapitalandel er 12 prosentpoeng lavere enn bransjens tidsvektede gjennomsnitt for hele perioden, hadde XXL den høyeste egenkapitalandelen i 2014 med unntak av *Sports Direct*. XXLs egenkapitalandel for 2014 var forøvrig tilnærmet 3 prosentpoeng høyere enn bransjegjennomsnittet i samme år.



Figur 6-4 Egenkapitalandel XXL og bransjen

Årsaken til XXLs (2014b, 30). økning i egenkapitalandelen fra 2013 til 2014 skyldes i all hovedsak restrukturering av aksjekapital og ventelig proveny i forbindelse med utstedelse av aksjer fra en rettet emisjon, proveny fra utstedelse av aksjer i forbindelse med konsernets IPO (Initial Public Offering), men også at opptjent egenkapital har økt som følge av det positive årsresultatet.

6.2.2 Statisk finansieringsanalyse i form av finansieringsmatrise

Den statiske finansieringsanalysen beskriver hvordan virksomheten er finansiert på et gitt tidspunkt, og vil i XXLs henseende uttrykkes i en *finansieringsmatrise*. Det valgte tidspunktet for finansieringsanalysen er 31.12.2014 for å oppnå konsistens mellom XXL-konsernet og

bransjen. Finansieringsmatrisen består på eiendelssiden av driftsrelaterte- og finansielle eiendeler. Finansieringssiden består av egenkapital, minoritetsinteresser, driftsrelatert- og finansiell gjeld. For å finansiere langsiktige anleggsmidler er eksempelvis langsiktig kapital å foretrekke. Forøvrig foretrekkes rentefri driftsgjeld fremfor finansiell gjeld, både på kort- og på lang sikt. Formålet med å gjennomføre en statisk finansieringsanalyse er å vurdere sportsvirksomhetens finansielle soliditet, og å se kapitalstrukturen i sammenheng med forholdet mellom anleggsmidler og omløpsmidler. Generelt sier vi at jo snarere kurven når bunnen i matrisen, dess mindre risikable og dess mer solid er finansieringen (Knivsflå 2015h, 71). Finansieringsmatrisene nedenfor viser hvordan eiendelene i XXL er finansiert per 31.12.2014, i henholdsvis absolutte tallstørrelser og i prosentvise termer.

Beløp i NOK 1.000	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	3 219 000	0	52 000	158 000	0	0	3 429 000
FAM	0	0	0	0	0	0	0
DOM	0	0	0	939 000	892 000	0	1 831 000
FOM	0	0	0	0	68 000	5 000	73 000
TK	3 219 000	0	52 000	1 097 000	960 000	5 000	5 333 000

Tabell 6-5 Finansieringsmatrise XXL (tallstørrelser)

Prosent	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	0,939	0,000	0,015	0,046	0,000	0,000	0,643
FAM	0,000	0,000	0,000	1,000	0,000	0,000	0,000
DOM	0,000	0,000	0,000	0,513	0,487	0,000	0,343
FOM	0,000	0,000	0,000	0,000	0,932	0,068	0,014
TK	0,604	0,000	0,010	0,206	0,180	0,001	1,000

Tabell 6-6 Finansieringsmatrise XXL (prosent)

Analysen indikerer at brorparten av eiendelene til XXL er finansiert med sikker langsiktig kapital. Vi ser at 93,9 prosent av driftsrelaterte anleggsmidler er finansiert med egenkapital, mens det resterende av driftsrelaterte anleggsmidler er finansiert med henholdsvis 1,5 prosent i langsiktig driftsgjeld (utsatt skatteforpliktelse) og 4,6 prosent i langsiktig finansiell gjeld.

Driftsrelaterte omløpsmidler er i XXL-konsernet finansiert med både langsiktig (51,3 %) og kortsiktig (48,7 %) gjeld. De finansielle omløpsmidlene på den annen side, altså overskuddslikviditeten, er finansiert med 93,2 prosent kortsiktig driftsgjeld og 6,8 prosent kortsiktig finansiell gjeld.

For å oppsummere, kan det isolert sett virke som om XXL har en sunn kapitalstruktur, og at sportskonsernet er hensiktsmessig finansiert. Alle anleggsmidler er i konsernbalansen finansiert med langsiktig gjeld eller egenkapital, mens omløpsmidlene er finansiert med 939 MNOK i langsiktig gjeld og 965 MNOK i kortsiktig gjeld. For å få et mer helhetlig bilde av

soliditeten til XXL sammenligner man med bransjegjennomsnittet. Vi gjør av den grunn en finansieringsanalyse for bransjen.

Beløp i NOK 1.000	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	24 053 848	0	0	0	0	0	24 053 848
FAM	1 885 645	0	0	0	0	0	1 885 645
DOM	4 969 117	110 865	4 570 316	2 562 129	13 564 015	0	25 776 442
FOM	0	0	0	0	2 155 063	623 631	2 778 694
TK	30 908 611	110 865	4 570 316	2 562 129	15 719 078	623 631	54 494 630

Tabell 6-7 Finansieringsmatrise bransjen (tallstørrelser)

Prosent	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	1,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,441
FAM	1,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,035
DOM	0,193	0,004	0,177	0,099	0,526	0,000	0,473
FOM	0,000	0,000	0,000	0,000	0,776	0,224	0,051
TK	0,567	0,002	0,084	0,047	0,288	0,011	1,000

Tabell 6-8 Finansieringsmatrise bransjen (prosent)

I finansieringsmatrisene for bransjen, finansierer egenkapital både driftsrelaterte- og finansielle anleggsmidler. Driftsomløpsmidler er en stor balansepost for virksomheter i sportsbransjen, og mesteparten skyldes store varelagre. Det er av den grunn naturlig at kortsiktig driftsgjeld, som inkluderer blant annet leverandørgjeld utgjør den største posten. Finansielle omløpsmidler består stort sett av overskuddslikviditet og kortsiktige plasseringer. Disse finansieres med kortsiktig drifts- og finansiell gjeld. Det er i omgrupperingen for de komparative virksomhetene tatt utgangspunkt i at driftslikvider er 10 prosent av varelager og kundefordringer.

Vi ser at den grønne kurven i finansieringsmatrisen for bransjen når ned til driftsrelaterte omløpsmidler på et tidligere stadium enn for XXL. Årsaken til dette er at driftsrelaterte anleggsmidler i prosent av totale eiendeler er om lag 20 prosentpoeng større for XXL enn for bransjen, og dekkes dermed inn gjennom flere finansieringskilder. Egenkapitalandelen for XXL er imidlertid også noe større enn for bransjen generelt. Vi registrerer heller ingen minoritetsinteresser i XXL-konsernet, og langsiktig driftsgjeld er for XXL beskjedne 1 prosent av totalkapital. Dermed er driftsrelaterte anleggsmidler for vårt analyseobjekt finansiert av egenkapital, langsiktig driftsgjeld og langsiktig finansiell gjeld, mens for bransjegjennomsnittet er driftsrelaterte anleggsmidler hundre prosent egenkapitalfinansiert. Når vi nærmer oss bunnen i finansieringsmatrisen, er likevel finansielle omløpsmidler både for XXL og for bransjen utelukkende finansiert med kortsiktig gjeld.

6.2.3 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 uttrykker i hvilken grad anleggsmidlene er finansiert med langsiktig kapital, altså egenkapital og langsiktig gjeld. Finansieringsgrad 1 bør i følge tommelfingerregelen være mindre enn én, men også her er bransjegjennomsnittet en relevant målestokk. Mer formelt er uttrykket for finansieringsgrad 1 følgende:

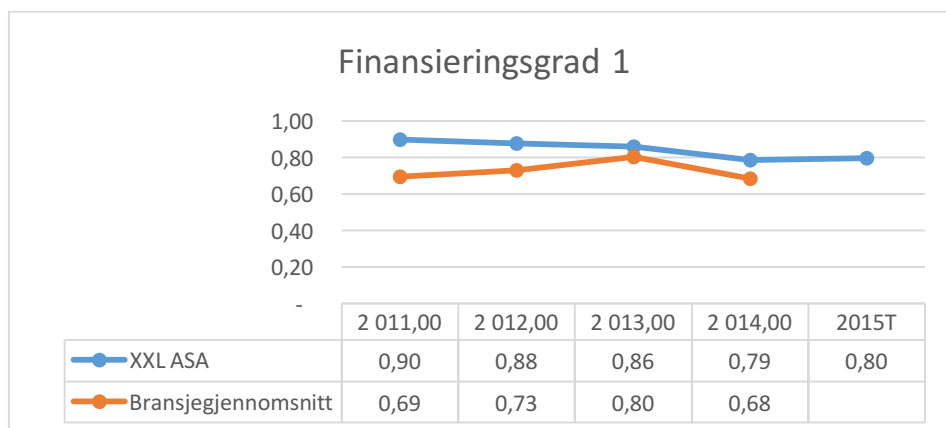
$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{FAM_t + DAM_t}{EK_t + LFG_t + LDG_t}$$

FAM = Finansielle anleggsmidler *LFG* = Langsiktig finansiell gjeld *EK* = Egenkapital
DAM = Driftsrelaterte anleggsmidler *LDG* = Langsiktig driftsgjeld

Finansieringsgrad 1						
	2015T	2014	2013	2012	2011	Tidsvektet
<i>Vekter</i>		40 %	30 %	20 %	10 %	
XXL ASA	0,80	0,79	0,86	0,88	0,90	0,84
Stadion AS		0,49	0,54	0,50	0,41	0,50
Sport 1 Gruppen AS		0,35	0,34	0,39	0,34	0,35
Stadium Sweden AB		0,28	0,32	0,29	0,28	0,29
JD Sports Fashion Plc		0,82	0,90	0,89	0,90	0,87
Sports Direct International Plc		0,64	0,95	0,72	0,81	0,77
Dick's Sporting Goods inc.		0,68	0,70	0,68	0,55	0,68
Bransjegjennomsnitt		0,68	0,80	0,73	0,69	0,73

Tabell 6-9 Finansieringsgrad 1 XXL og bransjen

Jamfør tommelfingerregelen, ser vi at ingen av sportskjedene har finansieringsgrad 1 større enn én, hverken for de enkelte år isolert sett eller som tidsvektet gjennomsnitt for analyseperioden (Sander 2014b). Vi bemerker likevel at XXL har det andre høyeste tidsvektede gjennomsnittet for finansieringsgrad 1 sett i sammenheng med sine komparative virksomheter, etter *JD Sports*.



Figur 6-5 Finansieringsgrad 1 XXL og bransjen

Videre er det viktig å eksaminere hvilke verdier som inngår i selskapets anleggsmidler. I XXLs (2014b, 27-40) konsernbalansen ser vi at av et totalt beløp på 3,43 mrd. i anleggsmidler, utgjør goodwill 2,73 mrd. Det vil si at foruten goodwill, har XXL således meget betryggende finansiering av sine anleggsmidler. XXL-konsernets varige driftsmidler utgjør totalt 474 MNOK. Figur 6-5 over illustrerer at XXL gjennom hele analyseperioden har en finansieringsgrad 1 som er lavere enn den anbefalte tommelfingerregelen, til tross for at bransjegjennomsnittet viser til en noe bedre grad. Det er derfor ikke noen umiddelbar fare i tilknytning XXLs finansieringsgrad.

6.2.4 Netto driftsrentabilitet

Da svak lønnsomhet kan redusere et selskaps egenkapital, og egenkapitalen fungerer som en buffer mot fremtidige tap, utgjør analyser av lønnsomhet en naturlig del av analyser av langsiktig kredittrisiko. Netto driftsrentabilitet (*ndr*) viser driftskapitalens avkastning, og måles typisk mot netto driftskrav (jf. kapittel 7 og 8) og bransjegjennomsnittet. Netto driftsrentabilitet vises i følgende sammenheng (Knivsfå 2015h, 70):

$$ndr = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t)/2} = \frac{NDR_t}{DI_t} * \frac{DI_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t)/2}$$

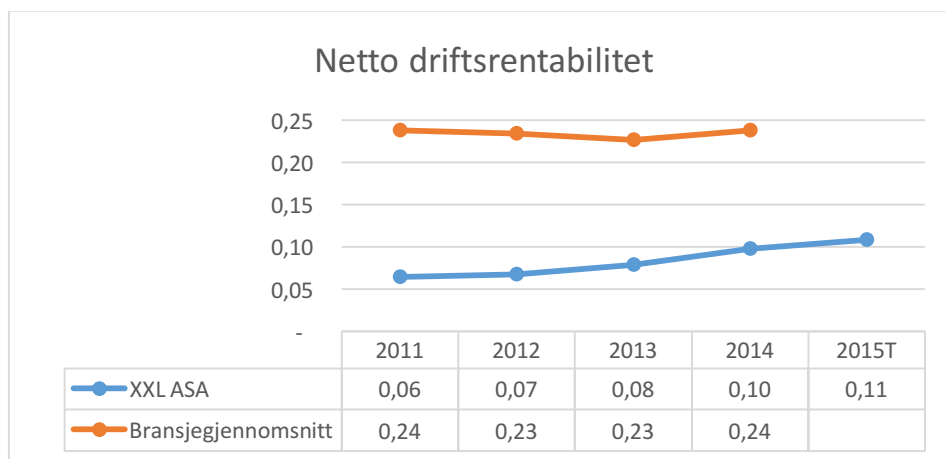
ndr = netto driftsrentabilitet *NDK* = Netto driftskapital *NDR* = Netto driftsresultat *DI* = Driftsinntekter

Av prognosehensyn og med hensyn til fremtidig konkurssannsynlighet er igjen utgangspunktet normalisert netto driftsresultat. Vi justerer nevneren til gjennomsnittlig netto driftskapital for å gjøre rentabiliteten om til en etterskuddsrente, og trekker ut den opptjente kapitalen i perioden, altså netto driftsresultat. Ved å trekke ut den opptjente kapitalen gjennom resultatet i perioden, blir rentabiliteten en etterskuddsrentabilitet, altså en etterskuddsrente som bør sammenliknes med et etterskuddskrav (Knivsfå 2015j, 9-10). Som vi vil erfare senere i kapittel 7 og 8 er det konsistens mellom rentabilitet og krav, hvilket er hensiktsmessig av sammenligningshensyn.

Utviklingen i netto driftsrentabilitet er illustrert i Tabell 6-10 og Figur 6-6. Målestokk for netto driftsrentabilitet bør generelt være bransjegjennomsnittet og anslag på netto driftskrav for analysehorisonten.

Netto driftsrentabilitet (ndr)						
	2015T	2014	2013	2012	2011	Tidsvektet
Vekter		40 %	30 %	20 %	10 %	
XXL ASA	0,11	0,10	0,08	0,07	0,06	0,08
Stadion AS		0,08	0,05	0,11	0,14	0,08
Sport 1 Gruppen AS		0,06	0,05	0,04	0,05	0,05
Stadium Sweden AB		0,22	0,24	0,21	0,52	0,25
JD Sports Fashion Plc		0,45	0,34	0,29	0,55	0,40
Sports Direct International Plc		0,26	0,24	0,26	0,23	0,25
Dick's Sporting Goods inc.		0,24	0,27	0,31	0,28	0,27
Bransjgjennomsnitt		0,24	0,23	0,23	0,24	0,23

Tabell 6-10 Netto driftsrentabilitet XXL og bransjen



Figur 6-6 Netto driftsrentabilitet XXL og bransjen

Som vi ser har bransjen generelt en klart høyere netto driftsrentabilitet enn XXL. Isolert sett kan dette virke bekymringsverdig, men som vi skal se av kapittel 7 om avkastningskrav, er fremdeles netto driftsrentabilitet for XXL godt over netto driftskrav for respektive år.

Samtidig, som vi vil se av den syntetiske ratingen senere, er en netto driftsrentabilitet på over 10 prosent for XXL i 2015T et ikke-bekymringsverdig nivå. XXL er samtidig den yngste sportskjeden i bransjedefinisjonen, og vi bemerker en økning gjennom analyseperioden på 5 prosent. Dette indikerer således en økning i netto driftsrentabilitet på 67 % i løpet av fire år. Bransjen, på den annen side, har et gjennomsnitt for 2014 som er tilnærmet ekvivalent med gjennomsnittet for 2011, og dermed en økning på tilnærmet 0 prosent i løpet av treårsperioden mellom 2011 og 2014.

6.3 Slutning og syntetisk rating

Som vi tidligere har vært inne på, består analyse av risiko av kortsiktig likviditetsrisiko og langsiktig soliditetsrisiko. Formålet med slike risikoanalyser er ofte å oppsummere med en karakter på risikoen ved bruk av en offentlig skala. I en syntetisk rating klassifiseres

virksomheten i en risikoklasse – det vil si en samlet bokstavkarakter ved hjelp av en offentlig skala fra AAA (for beste resultat) til D (for verste resultat). Disse har som formål å vise hvor stor eller liten den estimerte sannsynligheten for at virksomheten vil misligholde sine forpliktelser og følgelig gå konkurs. Konkursansynligheten vi tallfester vil få betydning for fastsettelsen av virksomhetens kredittrisikopremie og derigjennom dens finansielle gjeldskrav beskrevet og estimert i kapittel 7. Det eksisterer en rekke ulike typer av ratingklasser, men Standard & Poor's (S&P) ratingklasser er spesielt godt tilpasset norske forhold, og vil derfor benyttes i denne oppsummeringen (Knivsflå 2015h, 79-80).

Fire forholdstall som inngår i den syntetiske ratingen og som følgelig vil gi en indikasjon på klassifiseringen av virksomheten er *likviditetsgrad 1*, *rentedekningsgraden*, *egenkapitalandel* og *netto driftsrentabilitet*. Tallverdiene i Tabell 6-12 representerer medianen av virksomheter kategorisert i de respektive ratingklassene, samt grenseverdier for de ulike ratingklassene. Det er imidlertid, den samlede risikoanalysen, inkludert strategisk risikoanalyse, som er avgjørende for den endelige ratingen. Innsikt i risiko bygger på forholdene avdekket i SWOT-analysen i kapittel 4. Som vi vet fra strategisk analyse er det muligheter og trusler, samt sterke og svake sider som er interessante i forbindelse med å endre strategisk posisjon og prestasjon.

Standard & Poor's ratingklasser	
AAA	"Investment Grade"
AA	
A	
BBB	
BB	"Speculative"
B	
CCC	
CC	"In Default"
C	
D	

Tabell 6-2 Standard & Poor's ratingklasser

Standard & Poor's Ratingklasser basert på fire forholdstall				
Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalandel	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Tabell 6-3 Standard & Poor's ratingklasser basert på fire forholdstall

Ratingklassene ovenfor kan også suppleres med "+" og "-" for å ytterligere synliggjøre bedriftens posisjon innad de ulike klassene. Virksomheter klassifisert som "Investment Grade" har lave konkurssannsynligheter for det nærmeste året – i intervallet 0,00 til 0,26 prosent. Den vanligste ratingklassen er BBB. "In Default"-kategorien består av klassene C og D, der risikoen for misligholdelse ett år frem i tid er særdeles høy – mellom 51 til 86 prosent (Knivsflå 2015h, 76-78). For XXL og bransjen har vi følgende syntetisk rating:

Syntetisk rating						
	2015T	2014	2013	2012	2011	Tidsvektet
Vekter		40 %	30 %	20 %	10 %	
Likviditetsgrad 1						
XXL ASA	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Bransjen		BBB	BB	BBB-	BBB	BBB-
Rentedekningsgrad						
XXL ASA	A+	A-	BB+	BB+	BB+	BBB
Bransjen		AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Egenkapitalandel						
XXL ASA	A	A	BB	BB	BB	BBB-
Bransjen		A	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Netto driftsrentabilitet						
XXL ASA	BBB+	BBB+	BB+	BB	BB	BBB-
Bransjen		AA	AA	AA	AA	AA
Samlet syntetisk rating						
XXL ASA	A/BBB	BBB/A	BB+	BB+	BB+	BBB+
Bransjen		A+	A	A	A	A

Tabell 6-13 Oppsummering og syntetisk rating XXL og bransjen

Basert på utviklingen i de fire forholdstallene over tid mener vi en passende syntetisk rating for XXL er BBB+. Plusstegnet angir at sportskjeden er antatt å ligge i øvre sjiktet for en BBB-klassifisering. Som vi ser av Tabell 6-13 er ratingen for XXL anslått noe lavere enn for gjennomsnittet i bransjen. Bransjen består delvis av sterke, internasjonale aktører som har eksistert betydelig lengre enn XXL. Vi ser samtidig for XXL en positiv utvikling i strategisk posisjon og prestasjon over perioden. Samlet sett bekrefter kredittrisikoenalysen våre antakelser fra den strategiske analysen om at XXL og komparative virksomheter i bransjen synes å være solide og med stabile fremtidsutsikter. Dette til tross for den sterke konkurransen sportsbransjen har erfart de seneste årene.

Avslutningsvis er det av interesse å vurdere om en syntetisk rating på BBB+ virker rimelig ut fra den samlede risikoanalysen. Det tas her hensyn til flere forholdstall enn de fire som her har utgjort hovedgrunnet for den foreløpige syntetiske ratingen. Fra likviditetsanalysen fremkommer det at XXL har en noe svak likviditetsgrad 2 grunnet store verdier i varelager. Dette er imidlertid også tilfelle for resten av bransjen, og vi velger dermed å bruke bransjegjennomsnittet som relevant målestokk. Fra soliditetsanalysen viser den statiske finansieringsanalysen samt finansieringsgrad 1 at bransjen har en noe sunnere kapitalstruktur enn XXL. På bakgrunn av dette velger vi likevel å benytte en rating på BBB+ som et gjennomsnitt for perioden.

7. Historisk avkastningskrav

For å verdivurdere et selskap må vi først gjøre anslag på selskapets avkastningskrav for å diskontere fremtidige kontantstrømmer. Investorer, både egenkapital- og fremmedkapitalinvestorer i et selskap ønsker avkastning på sin investerte kapital. Denne avkastningen skal kompensere for risiko, tidsverdi og inflasjon. Avkastningskravet vil dermed gjenspeile hvilken avkastning eierne og kreditorer kan oppnå ved en alternativ plassering av kapitalen med samme risiko.

Avkastningskravet består av risikofri rente i tillegg til aksjens risikopremie som viser til kompensasjon for gitt risikonivå. Avkastningskravet representerer også en *benchmark*, det vil si en minsteavkastning som selskapet må levere til sine aksjonærer (Gjesdal og Johnsen 1999, 18). Dersom en virksomhet genererer en avkastning som er høyere enn kravet, kan vi si at denne virksomheten skaper verdier for sine investorer.

Risiko reflekterer usikkerheten knyttet til avvik på forventet avkastning. Enhver investering påvirkes av *uforutsigbarhet*, både internt og eksternt. For å oppnå høyere avkastning enn den risikofrie renten, tar investorer risikoer. Vi skiller her i all hovedsak mellom *systematisk*- og *usystematisk risiko*. Summen av systematisk- og usystematisk risiko utgjør det vi definerer som selskapets *totale risiko*. Forhold som er ventet å påvirke systematisk risiko er svingninger i valutakurser, renter, konjunkturer og råvarepriser. Jo høyere risiko det er forbundet med en gitt investering, desto høyere kompensasjon vil investorer kreve i form av avkastning (Knivsflå 2015h, 10-14).

I det følgende vil vi forklare to ulike modeller, *kapitalverdimodellen* for egenkapitalen og *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* for totalkapitalen. Avkastningskravet til egenkapitalen som vi analyserer i kapitalverdimodellen vil sammen med avkastningskravet til gjelden benyttes i beregningen av WACC. Avkastningskravet på netto driftskapital (totalkapitalen) er vektete kapitalavkastningskrav der vi vekter kravet til egenkapitalen og kravet til netto finansiell gjeld. Vektingen av historiske krav skjer på basis av gjennomsnittlige balanseførte verdier (vedlegg 4).

7.1 Kapitalverdimodellen

Verdien på et selskap avhenger av hvilket avkastningskrav vi velger. Avkastningskravet avhenger av flere variabler; beta, risikofri rente og risikopremie. Nivået på disse variablene

påvirkes i aller høyeste grad av utviklingen i finansmarkedene, og vil derfor variere over tid. Variablene er heller ikke direkte observerbare i markedet.

Det mest anvendte rammeverket for estimering av avkastningen til egenkapitalen er kapitalverdimodellen. Uttrykket til den forventede avkastningen av egenkapitalen (ekk) er som følgende:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i [E(R_m) - r_f]$$

$E(R_i)$ = Egenkapitalkrav

r_f = Risikofri rente

β_i = Egenkapitalbeta

$[E(R_m) - r_f]$ = Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den forventede meravkastning, og er differansen mellom forventet avkastning på markedsporteføljen og risikofri rente. Selskapets egenkapitalbeta er et mål på hvordan selskapet påvirkes av systematisk risiko (Berk og DeMarzo 2014, 401). En modifisert versjon av kapitalverdimodellen, der vi blant annet tar hensyn til illikviditetspremier og skatt, er følgende (Knivsflå 2015i, 18):

$$ekk = r_f(1 - s) + \beta_{EK} * mrp + ilp$$

ekk = Egenkapitalkrav

$r_f(1 - s)$ = Risikofri rente etter skatt

β_{EK} = Egenkapitalbeta

mrp = Markedets risikopremie

ilp = Illikviditetspremie

Egenkapitalrentabiliteten er en nominell rente etter skatt, og sammenligningsgrunnlaget – avkastningskravet til egenkapitalen – må som sådan være en nominell rente etter skatt. Forventet avkastning på markedsporteføljen er etter skatt, og risikofri rente justeres for skatt.

Kapitalverdimodellen forutsetter markedseffisiens og perfekte markeder (Berk og DeMarzo 2011, 399). Dette innebærer at prisen på et verdipapir til enhver tid gjenspeiler all tilgjengelig informasjon om eiendelens fundamentale verdi. En investor vil i følge denne modellen kun få kompensasjon for å bære systematisk risiko, illustrert ved β_{EK} (Knivsflå 2015i, 5-12).

Modellen forutsetter videre at man skal kunne låne og plassere til samme risikofri rente, samt at det ikke eksisterer noen transaksjonskostnader. Dette er en rekke strenge antakelser og kan som oftest ikke forventes å holde. Dette skyldes eksempelvis informasjonsasymmetri, og det er sjeldent markedet tilbyr perfekt informasjon. Til tross for at kapitalverdimodellen ikke er perfekt, er den en anvendbar modell fordi den er enkel å bruke, relativt robust, vanskelig å manipulere og vektlegger viktigheten av markedsrisikoen på en riktig måte. På grunn av dette er modellen den best tilgjengelige metoden å benytte (Berk og DeMarzo 2014, 427; 533).

7.1.1 Risikofri rente

Definisjon: ”Risikofri rente er en forutsigbar (sikker) avkastning på et verdipapir over en spesifikk tidshorison. Dette er ofte sett på som en hypotetisk investering, uten noen risikofaktorer som kan påvirke avkastningen” (Berk og DeMarzo 2011, 349). Videre er tidsverdien av penger i kapitalverdimodellen presentert ved risikofri rente, og kompenserer investorer for å plassere penger i enhver investering over en viss periode. En risikofri investering indikerer en portefølje med beta (β_{EK}) lik null.

Når vi skal finne relevant risikofri rente å benytte i analyser ser vi derfor gjerne på statsobligasjonsrenter. I følge en undersøkelse gjennomført av PwC i 2014, mener halvparten av respondentene at tiårige statsobligasjoner bør benyttes som risikofri rente (PwC 2014a, 7).

Med hensyn til at XXL sine kontantstrømmer rapporteres i norske kroner, tar vi utgangspunkt i tiårig rente på norske statsobligasjoner. Fordelen ved bruk av lange renter er at de svinger mindre enn korte renter, og dermed vil avkastningskravet være mer stabilt. Ulempen ved å derimot velge lange renter er imidlertid at de kan være påvirket av likviditetspremier og premie for inflasjonsrisiko. Likevel gir lange renter et mer stabilt avkastningskrav. Vi forutsetter ingen tvil av betydning for XXLs evne til fortsatt drift i overskuelig fremtid, hvilket innebærer at durasjonen til kontantstrømmen vil være lang.

På bakgrunn av de årsgjennomsnittlige tiårige norske statsobligasjonsrentene i perioden 2011-2014, samt en notering i midten av oktober i trailingåret 2015T, har vi følgende risikofri rente for XXL:

Risikofri rente						
	2015T	2014	2013	2012	2011	Gjennomsnitt
Bankrating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Tiårig norsk Statsobligasjonsrente	0,016	0,025	0,026	0,021	0,031	0,024
= Risikofri rente før skatt	0,016	0,025	0,026	0,021	0,031	0,024
- 27% (eller 28%) skatt	0,004	0,007	0,007	0,006	0,009	0,007
= Risikofri rente etter skatt	0,011	0,018	0,019	0,015	0,022	0,017

Tabell 7-1 Risikofri rente

7.1.2 Markedets risikopremie

Definisjon: ”Markedets risikopremie er differansen mellom forventet avkastning på markedsporteføljen og risikofri rente, altså den meravkastningen som finansielle investorer i aksjemarkedet forventer å få” (Berk og DeMarzo 2011, 320-321).

Som definisjonen ovenfor indikerer, bør risikopremien i markedet være høyere, desto høyere risikoen i markedet er. Markedets risikopremie skal måle den meravkastningen investorer krever for å investere i en markedsportefølje sammenlignet med en risikofri investering, og kan estimeres enten ved å beregne historiske markedspremier, eller ved å estimere fremtidige markedspremier. Markedets risikopremie kan referere til tre ulike konsepter: (1) *Påkrevd risikopremie* er den meravkastning utover risikofri rente en investor krever på en diversifisert portefølje, (2) *Historisk risikopremie* er historisk meravkastning utover risikofri rente som aksjemarkedet har gitt, og (3) *Forventet risikopremie* er den forventede meravkastning utover risikofri rente gitt ved investeringer i aksjemarkedet.

Når vi tar utgangspunkt i historisk avkastning for å estimere markedets risikopremie, bruker vi en *ex-post* metode. Denne metoden antar implisitt at historisk risikopremie er et godt anslag på fremtidig risikopremie. Dette er ofte en streng antakelse, og vil ikke nødvendigvis holde. Videre baserer en *ex-ante* metode seg på enten forventet fremtidig avkastning for et større antall selskaper eller konsensus blant analytikere om fremtidig inntjening ved å investere i markedet som helhet. Deretter tolker en ut ifra dette hva fremtidig risikopremie vil bli. Finanstilsynet påpeker at foretaket må kunne begrunne benyttet markedspremie, og at denne bør fastsettes på en konsistent måte over tid (Finanstilsynet 2011, 8).

PwC (2014b, 10) har i samarbeid med Norske Finansanalytikerens Forening (NFF) tre år på rad gjennomført undersøkelsen ”Risikopremien i det norske markedet”. Analysen viser at implisert risikopremie varierer rundt spørreundersøkelsens median på 5 prosent. Vi vil i den videre analysen forutsette undersøkelsens svar på markedets nominelle risikopremie etter skatt, og viser til følgende tallstørrelser for analyseperioden vår:

Markedets risikopremie						
	2015T	2014	2013	2012	2011	Gjennomsnitt
Risikopremie etter skatt	0,050	0,047	0,051	0,050	0,052	0,050

Tabell 7-2 Markedets risikopremie

7.1.3 Egenkapitalbeta

Definisjon: ”Beta er markedets systematiske risiko. Det vil si risiko vi ikke kan diversifisere bort. Beta måler forventet prosentvis endring i meravkastning, for en én prosents endring i meravkastning for markedsporteføljen. (Berk og DeMarzo 2011, 383).

Markedet har en egenkapitalbeta lik 1, hvilket betyr at enhver aksje med beta lik 1 svinger i takt med aksjemarkedet. Den selskapsesifikke betaen bestemmes av korrelasjonskoeffisienten multiplisert med den relative volatiliteten. Korrelasjonen beskriver graden av samvariasjon mellom aksjen (XXL) og referanseindeksen (OSEBX). Dersom korrelasjonen er lik 1, beveger de to variablene seg helt i takt. Dersom korrelasjonen er null er aksjen og indeksen uavhengige. Relativ volatilitet uttrykker hvordan avkastningen i aksjen samvarierer eller avviker fra avkastningen i markedet. Høy relativ volatilitet innebærer at aksjens avkastning i liten grad forklares av referanseindeksen. En aksje som svinger mer enn markedet kan følgelig ha en beta som er mindre enn 1, fordi den har lav korrelasjon. Ved estimering av egenkapitalbetaen benyttes følgende uttrykk (Berk og DeMarzo 2014, 382):

$$\beta_j = \frac{SD(r_j) * corr(r_j, r_m)}{SD(r_m)} = \frac{cov(r_j, r_m)}{var(r_m)}$$

Egenkapitalbeta reflekterer risikoen aksjonærene historisk faktisk har hatt ved å investere i aksjen, hvor både effekter fra finansiering (fremmedkapital i forhold til egenkapital) og operasjonell risiko er hensyntatt. Økt fremmedfinansiering øker ikke den systematiske risikoen i foretakets eiendeler, men den øker risikoen til aksjonærene, og dermed også egenkapitalbetaen (Knivsflå 2015i, 45-46).

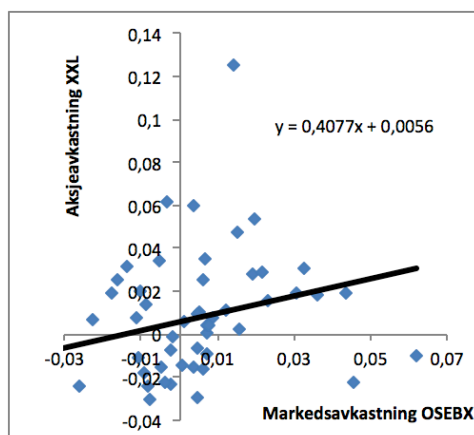
For børsnoterte virksomheter, kan egenkapitalbeta estimeres på basis av historiske kursdata. For ikke-børsnoterte virksomheter estimeres egenkapitalbeta på basis av betaen til børsnoterte virksomheter i samme eller liknende bransje, der betaestimatet bør justeres for ulikheter i eksempelvis kapitalstrukturer for å få et relevant sammenligningsgrunnlag. Med tanke på at XXL ble notert på Oslo Børs i oktober 2014, er det begrensede målinger på aksjens historiske avkastning. Derfor vil det kunne være en utfordring å estimere en betaverdi for konsernet.

Vi har imidlertid valgt å estimere XXLs egenkapitalbeta basert på historisk aksjekurser på Oslo Børs. Siden det kun finnes aksjekurser for omlag ett år på Oslo Børs, benytter vi komparative selskaper sin egenkapitalbeta for å konstatere at XXLs beta ligger på et akseptabelt nivå. Dette fordi det er grunn å tro at de komparative selskapene deler samme type risiko som XXL, til tross for størrelsesforskjeller. Siden det er mangel på børsnoterte komparative selskaper i Norge, benyttet vi internasjonale aktører.

Egenkapitalbetaene for de komparative virksomhetene er **1,05** for *Sports Direct*, **0,93** for *Dick's Sporting* og **0,56** for *JD Sports*. Disse er hentet fra nyhetsbyrået Retuers (2015a; 2015b; 2015c).

Når vi estimerer egenkapitalbetaen til XXL, benytte vi gjennomsnittlige ukentlige aksjekurser for å kompensere for den korte børshistorikken, i kombinasjon med gjennomsnittlige ukentlige noteringer for hovedindeksen på Oslo Børs, OSEBX. Analyseperioden er satt til 06.10.2014 til 30.10.2015 og vi viser til beregninger i vedlegg 5.

En ulempe ved å estimere XXLs egenkapitalbeta ved å benytte den oljetunge hovedindeksen på Oslo Børs (*OSEBX*) er at lokale indekser ofte er tungt vektet i et fåtall av bransjer. Dette betyr at å måle egenkapitalbeta mot en lokal indeks ikke måler systematisk risiko, men selskapets sensitivitet mot de bransjene som vekter indeksen tyngst. Vårt estimat er imidlertid ansett for å være rimelig, og vil dermed benyttes videre i denne utredningen. Figur 7-1 viser den karakteristiske linjen for XXLs egenkapitalbeta:



Figur 7-1 Karakteristisk linje XXL-aksjen

Betaestimateret er som vi ser av Figur 7-1 på ca. **0,41**. Vi har tidligere poengtert at XXL i 2009 – et år som var rammet av finansiell uro, opplevde en vekst på 65 prosent. Sportsbransjen i Norge vokste mer enn noen annen detaljhandel hvert år de fire siste årene før finanskrisen. Det er grunner til å tro at værforholdene i Norge er av større betydning for bransjen enn uro i finansmarkedet.

Videre velger vi å justere betaestimateret for "mean reversion". Marshall E. Blume fremla et empirisk bevis for at egenkapitalbetaen tenderer til å bevege seg mot markedsgjennomsnittet

over tid, altså 1. Formeluttrykket for såkalt Blumejustert egenkapitalbeta er følgende (Knivsflå 2015i, 40):

$$\text{Blumejustert egenkapitalbeta} = \beta_{EK} * (2/3) + 1 * (1/3)$$

Den Blumejusterte egenkapitalbetaen blir følgelig **0,61**, noe vi anser som relevant og realistisk for XXL. Betaen ligger mellom to av de komparative virksomhetene og er samtidig konsistent med analyser vi tidligere har gjennomført. Egenkapitalbetaen på 0,61 vil bli benyttet videre som gjennomsnittlig egenkapitalbeta i analyseperioden.

7.1.4 Småbedriftspremie og illikviditetspremie

Illikviditetspremien skal kompensere investor for innlåsningsrisikoen ved en illikvid eller mindre omsettelig plassering, og at det kan bli relativt dyrt eller vanskelig å komme seg raskt ut av aksjen. Kapitalverdimodellen forutsetter perfekt marked hvor investorene kan diversifisere bort usystematisk risiko, og illikviditetspremien er således et tillegg basert på skjønsmessige vurderinger til den opprinnelige modellen. Flere empiriske studier av amerikanske børsdata både for aksjer og obligasjoner argumenteres det for illikviditetspremier i egenkapitalkravet i størrelsesorden 2-3 prosent for de mindre likvide aksjene på Oslo Børs (Gjesdal og Johnsen 1999, 36).

XXL har relativt kort markedshistorikk og betaestimatet vil dermed inneholde usikkerhet knyttet til virksomhetens virkelige risiko. Flere empiriske studier av aksjemarkedet konkluderer med at kapitalmarkedene til en viss grad er preget av markedssvikt, for eksempel på grunn av asymmetrisk informasjon mellom investor og ledelsen i virksomheten eller liten omsetning i mindre børsnoterte selskaper. Markedssvikt bør derfor kompenseres for ved å tillegge en illikviditetspremie til egenkapitalkravet utover CAPM (Aksjemarkedet 2015c).

Aksjer notert på Oslo Børs (2015c) inndeles i segmenter etter aksjelikviditet. Segmentene er *OBX* (børsens 25 mest omsatte aksjer), *OB Match* (øvrige aksjer med minimum 10 handler per dag i gjennomsnitt), *OB Standard* (aksjer med færre enn 10 handler per dag i gjennomsnitt), *OB Nye* (nylig noterte aksjer) og *OB Egenkapitalbevis* (noterte egenkapitalbevis). XXL tar del i *OB Match*-segmentet på Oslo Børs, som er å anse som nokså likvid, men ikke blant Oslo Børs' mest likvide aksjer. XXL har til sammenligning med selskapene i segment *OBX* relativt mindre omsetning. En mulig årsak til lav beta kan være lavere omsetning, og derfor inkluderes det en illikviditetspremie for å korrigere. Vi har tillagt en illikviditetspremie på **1 prosent** basert på skjønsmessige vurderinger.

Småbedriftspremien er et tillegg til avkastningskravet for egenkapitalen som følge av at små bedrifter historisk sett har hatt høyere avkastning enn større selskaper, samtidig som det kan være knyttet høyere risiko og eierkostnad til små selskaper. XXL har en markedsverdi per 08.12.2015 på om lag 14 602 MNOK (Oslo Børs 2015a). I følge PwC (2014b, 14) er det for selskaper med en markedsverdi på mer enn NOK 5 mrd. imidlertid ikke relevant å gjøre påslag av småbedriftspremie, og vi ser derfor bort i fra dette.

7.2 Egenkapitalkrav

Den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen fra avsnitt 7.1.3 på **0,61** innebærer at vi foreløpig kun har utarbeidet et anslag på gjennomsnittlig egenkapitalkrav for perioden. Egenkapitalbetaen forventes imidlertid å endre seg over tid, og vi ønsker derfor å beregne årlige, justerte egenkapitalbetaer, og videre også årlige egenkapitalkrav.

7.2.1 Årlig egenkapitalbeta

For å beregne egenkapitalbetaen, må vi først gjøre anslag på virksomhetens *netto driftsbeta*. Basert på Miller og Modiglianis første proposisjon antas denne å være konstant over tid. Proposisjonen hevder at "(...) selskapets verdi er uavhengig av hvordan det er finansiert" (Berk og DeMarzo 2014, 483). Ved fravær av finansielle krisekostnader, forventes også netto driftsbeta å være konstant over tid. Årlige egenkapitalbetaer kan estimeres på bakgrunn av den konstante netto driftsbeta, ved å justere for endringer i kapitalstruktur og finansiering.

Som vi skal se senere i avsnitt 7.5.1, er XXLs netto driftsbeta for perioden anslått å være 0,36. Gjennomsnittlig betaverdi for konsernets netto finansielle gjeld er estimert i avsnitt 7.4.3 til 0,19. Årlig justert egenkapitalbeta er beregnet med følgende uttrykk (Knivsflå 2015i, 77):

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) * \text{Netto finansiell gearing}$$

$$\text{Netto finansiell gearing} = \frac{NFG}{EK}$$

$$\beta_{EK} = \text{Årlig justert egenkapitalbeta}$$

$$\beta_{NDK} = \text{Netto driftsbeta}$$

$$\beta_{NFG} = \text{Netto finansiell gjeldsbeta}$$

Dette uttrykket er kjent som Miller og Modiglianis andre proposisjon, og sier at om selskapet endrer kapitalstruktur uten å endre selve investeringen, vil netto driftsbeta være konstant mens egenkapitalbeta endrer seg for å reflektere endringen (Berk og DeMarzo 2014, 493). Årlig juster egenkapitalbeta for XXL er som følger:

Årlig egenkapitalbeta						
	2015T	2014	2013	2012	2011	Gjennomsnitt
Netto driftsbeta	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364
+ (Netto driftsbeta	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364
- Netto finansiell gjeldsbeta)	0,094	0,105	0,245	0,240	0,242	0,185
* Netto finansiell gearing	0,340	0,890	2,524	2,562	2,504	1,764
= Årlig egenkaltbeta	0,456	0,594	0,664	0,680	0,669	0,605

Tabell 7-3 Årlig egenkapitalbeta

Vi ser av tabellen at egenkapitalbetaen er fallende. Dette skyldes hovedsakelig en stor endring i kapitalstruktur. Denne endringen i kapitalstruktur må sees i sammenheng med at egenkapitalen i XXL-konsernet økte kraftig i forbindelse med børsnoteringen høsten 2014.

7.2.2 Årlig egenkapitalkrav

Egenkapitalkrav						
	2015T	2014	2013	2012	2011	Gjennomsnitt
Tiårig norsk Statsobligasjonsrente	0,016	0,025	0,026	0,021	0,031	0,024
= Risikofri rente før skatt	0,016	0,025	0,026	0,021	0,031	0,024
- 27% (eller 28%) skatt	0,004	0,007	0,007	0,006	0,009	0,007
= Risikofri rente etter skatt	0,011	0,018	0,019	0,015	0,022	0,017
+ Justert beta	0,456	0,594	0,664	0,680	0,669	0,605
* Risikopremie etter Skatt	0,050	0,047	0,051	0,050	0,052	0,050
+ Illikviditetspremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
= Egenkapitalkrav	0,044	0,056	0,062	0,059	0,067	0,058

Tabell 7-4 Årlig egenkapitalkrav

Tabellen viser noe varierende egenkapitalkrav for analyseperioden, hvor det startet med en reduksjon, men gikk opp i 2013 før det har fått en fallende trend. Dette sees forøvrig i sammenheng med at kravet øker og synker sammenfallende med risikofri rente. Videre avhenger betaverdiene av kapitalstrukturen, som påpekt ovenfor.

7.3 Finansielle krav

Netto finansielt gjeldskrav beregnes som en vektet differanse mellom det finansielle gjeldskravet og det finansielle eiendelskravet (Knivsflå 2015i, 29). Før vi kommer så langt, må det forøvrig gjøres forløpende estimater. Finansielt gjeldskrav settes av långivere (kreditorer) basert på kredittvurderinger av selskapet, mens finansielt eiendelskrav settes av virksomheten selv. Vi kan uttrykke sammenhengen på følgende måte:

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}$$

$nfgk$ = Netto finansielt gjeldskrav

NFG = Netto finansiell gjeld

FG = Finansiell gjeld

FE = Finansiell eiendeler

fgk = Finansielt gjeldskrav

fek = Finansielt eiendelskrav

7.3.1 Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav uttrykkes som summen av risikofri rente etter skatt og en kredittrisikopremie som fastsettes på bakgrunn av den syntetiske ratingen vi har gjennomført, og offentlige referanseverdier som målestokk fra Standard & Poor's. Finansielt gjeldskrav inneholder dermed, i tillegg til risikofri rente etter skatt, en premie i form av en selskapsspesifikk kredittrisikopremie (Knivsflå 2015i, 24-27). Mer kompakt kan vi skrive uttrykket for finansielt gjeldskrav som:

$$\text{Finansielt gjeldskrav etter skatt} = \text{Risikofri rente etter skatt} + \text{Kredittrisikopremie}$$

Finansielt gjeldskrav						
	2015T	2014	2013	2012	2011	Gjennomsnitt
Syntetisk rating XXL ASA	A/BBB	BBB/A	BB+	BB+	BB+	BBB+
Risikofri rente etter skatt	0,011	0,018	0,019	0,015	0,022	0,017
+ Kredittrisikopremie	0,011	0,012	0,031	0,031	0,031	0,023
= Finansielt gjeldskrav etter skatt	0,022	0,030	0,050	0,046	0,053	0,040

Tabell 7-5 Finansielt gjeldskrav

Vi ser at finansielt gjeldskrav etter skatt i løpet av analyseperioden var på sitt høyeste nivå i 2011. Siden dette har finansielt gjeldskrav etter skatt falt hvert år, med unntak av 2013. En høy syntetisk rating for XXL-konsernet de seneste årene, i sammenheng med et lavere rentenivå har imidlertid ført til at virksomhetens finansielle gjeldskrav har nådd lavere nivåer.

7.3.2 Finansielt eiendelskrav

Finansielt eiendelskrav er det vektete kravet mellom kontant-, fordring- og investeringskravet (Knivsflå 2015i, 28), analogt med at finansielle eiendeler er summen av disse. Som diskutert under omgruppering av regnskapet har XXL finansielle fordringer lik null. Vi ser derfor bort fra fordringskravet her. Finansielle eiendeler de siste tre årene er hovedsakelig kontanter, med en liten andel av investeringer i 2013.

Fastsettelse av kravene på kontanter og investeringer er påvirket av risikofri rente. Kontanter anses å være risikofrie. Dette vil si at kontantkravet er lik risikofri rente etter skatt. Videre er investeringskravet lik risikofri rente etter skatt med et tillegg på risikopremien, som drøftet tidligere. Dette viser til følgende finansielt eiendelskrav:

Finansielt eiendelskrav						
	2015T	2014	2013	2012	2011	Gjennomsnitt
Kontantkrav	0,011	0,018	0,019	0,015	0,022	0,017
* Kontantvekt	1,000	1,000	0,921	-	0,892	0,763
+ Investeringskrav	0,061	0,065	0,070	0,065	0,074	0,067
* Investeringsvekt	-	-	0,079	1,000	0,108	0,237
= Finansielt eiendelskrav	0,011	0,018	0,023	0,065	0,028	0,029

Tabell 7-6 Finansielt eiendelskrav

Det finansielle eiendelskravet har siden 2012 tilsynelatende en fallende trend. I 2012 var eiendelskravet signifikant større enn de andre årene. Dette er hovedsakelig på grunn av finansielle kontanter lik null, noe som gjør at kravet kun er basert på investeringen. Etter 2012 har kravet falt betraktelig og dette på grunn av solid vekt på finansielle kontanter, som har et lavere krav enn investeringer.

7.3.3 Netto finansielt gjeldskrav

Etter å ha beregnet finansielt gjelds- og eiendelskrav kan vi nå estimere XXLs netto finansielt gjeldskrav. Vektene som benyttes er finansiell gjeld eller finansielle eiendeler dividert på netto finansiell gjeld. XXLs netto finansielle gjeldskrav er som følger:

Netto finansielt gjeldskrav						
	2015T	2014	2013	2012	2011	Gjennomsnitt
Krav til finansiell gjeld	0,022	0,030	0,050	0,046	0,053	0,040
* FG/NFG	1,068	1,032	1,010	1,010	1,025	1,029
- Krav til finansielle eiendeler	0,011	0,018	0,023	0,065	0,028	0,029
* FE/NFG	0,068	0,032	0,010	0,010	0,025	0,029
= Krav til avkastning på netto finansiell gjeld	0,023	0,031	0,050	0,046	0,054	0,041

Tabell 7-7 Netto finansielt gjeldskrav

Tabellen viser at netto finansielt gjeldskrav er sammenfallende med finansielt gjeldskrav, med kun marginale forskjeller på grunn av liten andel finansielle eiendeler. Netto finansielt gjeldskrav har for analyseperioden falt årlig, med unntak av 2013.

7.4 Finansielle betaer

For å beregne egenkapitalbetaen, som igjen brukes til for å anslå egenkapitalkravet og deretter selskapets driftskrav må man først estimere netto finansiell gjeldsbeta. Formelen for netto finansiell gjeldsbeta er som følger:

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} * \frac{FG}{NFG} + \beta_{FE} * \frac{FE}{NFG}$$

Som det fremgår av formelen avhenger netto finansiell gjeldsbeta av betaene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Disse er videre vektet med andel av netto finansiell gjeld – de samme vektene benyttet for beregning av netto finansielt gjeldskrav.

7.4.1 Finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta avhenger av den syntetisk ratingen som vi fant i avsnitt 6.5. Dette er den samme som ble benyttet ved beregning av finansielt gjeldskrav, og består derfor av samme kredittrisikopremie. Videre i beregningen av finansiell gjeldsbeta benytter man risikopremien, som drøftet tidligere. Den siste variabelen som finansiell gjeldsbeta avhenger av er såkalt

markedsrisikodel. Denne impliserer hvor mye av kredittrisikopremien som kan forklares av systematisk risiko. Vi har her tatt en skjønnsmessig vurdering og vurdert markedsrisikodelen til 40 prosent – konstant for alle år. Basert på dette har XXL følgende finansiell gjeldsbeta:

Finansiell gjeldsbeta						
	2015T	2014	2013	2012	2011	Gjennomsnitt
Syntetisk rating XXL ASA	A/BBB	BBB/A	BB+	BB+	BB+	BBB+
Lang kredittrisikopremie	0,011	0,012	0,031	0,031	0,031	0,023
/ Markedspremie	0,050	0,047	0,051	0,050	0,052	0,050
= Finansiell gjeldsbeta når mrd = 1	0,220	0,255	0,608	0,620	0,596	0,460
* Markedsrisikodel	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400
= Finansiell gjeldsbeta	0,088	0,102	0,243	0,248	0,238	0,184

Tabell 7-8 Finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta har vært nokså stabil fra 2011-2013, med en stor reduksjon i 2014. Reduksjonen avhenger også her som i mange tilfeller, av den signifikant lavere renten.

7.4.2 Finansiell eiendelsbeta

Ved beregning av eiendelsbeta ser vi bort fra fordringsbeta, da XXL ikke har finansielle fordringer. Finansiell eiendelsbeta består derfor av to vektete betaer – finansielle kontanter og investeringer. Kontantvekten og investeringsvekten er den samme som under beregning av finansielt eiendelskrav. Videre har vi antatt basert på Knivsflås (2015i, 58) anbefaling at kontanter er risikofritt, og derav er kontantbetaen lik null. Investeringsbetaen derimot, er antatt å være lik en. Dette fordi de er antatt å være veldiversifisert. For XXL viser vi til følgende finansiell eiendelsbeta:

Finansiell eiendelsbeta						
	2015T	2014	2013	2012	2011	Gjennomsnitt
Kontantbeta	-	-	-	-	-	-
* Kontantvekt	1,000	1,000	0,921	-	0,892	0,763
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	-	-	0,079	1,000	0,108	0,237
= Finansiell eiendelsbeta	-	-	0,079	1,000	0,108	0,237

Tabell 7-9 Finansiell eiendelsbeta

Fra tabellen ser man at betaen er lik null for de siste årene. Dette er sammenfallende med det lave finansielle eiendelskrav, hvor kravet var rimelig lavt i tilsvarende år. Grunnen til dette er at finansielle eiendeler består kun av kontanter, som er risikofritt.

7.4.3 Netto finansiell gjeldsbeta

Etter å ha estimert finansiell- gjeldsbeta og eiendelsbeta kan vi endelig gjøre et anslag på XXLs netto finansielle gjeldsbeta.

Netto finansiell gjeldsbeta						
	2015T	2014	2013	2012	2011	Gjennomsnitt
Finansiell gjeldsbeta	0,088	0,102	0,243	0,248	0,238	0,184
* Finansiell gjeldsvekt	1,068	1,032	1,010	1,010	1,025	1,029
- Finansiell eiendelsbeta	-	-	0,079	1,000	0,108	0,237
* Finansiell eiendelsvekt	0,068	0,032	0,010	0,010	0,025	0,029
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,094	0,105	0,245	0,240	0,242	0,185

Tabell 7-10 Netto finansiell gjeldsbeta

Betaen er sammenfallende med netto finansielt gjeldskrav; et *toppunkt* i 2013 og reduksjon i de påfølgende årene. Årsaken ligger både i signifikant lavere gjeldsbeta i tillegg til eiendelsbeta lik null, som diskutert avsnittene ovenfor.

7.5 Krav til netto driftskapital

XXLs selskapskrav vil her analyseres basert på *netto driftskapital*. Netto driftskrav fungerer som et totalavkastningskrav (*WACC*) vektet for henholdsvis egenkapital og netto finansiell gjeld.

7.5.1 Netto driftsbeta

For å estimere netto driftskrav for perioden, gjør vi først et anslag på gjennomsnittlig netto driftsbeta. Det antas som diskutert tidligere at netto driftsbeta er konstant over analyseperioden. Gjennomsnittlig egenkapitalbeta ble tidligere estimert til å være 0,61 og en gjennomsnittlig netto finansiell gjeldsbeta på 0,19.

Netto driftsbeta	
	Gjennomsnitt
Egenkapitalbeta	0,605
* EK/NDK	0,425
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,185
* NFG/NDK	0,575
= Netto driftsbeta	0,364

Tabell 7-11 Netto driftsbeta

7.5.2 Netto driftskrav

Til sist gjøres således et avsluttende estimat på XXLs årlige netto driftskrav for analyseperioden. Formeluttrykket som er anvendt er følgende (Knivsflå 2015i, 30):

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK}$$

ndk = Netto driftskrav

ekk = Årlig justert egenkapitalkrav

EK = Egenkapital

NFG = Netto finansiell gjeld

nfgk = Netto finansielt gjeldskrav

NDK = Netto driftskapital

Netto driftskrav						
	2015T	2014	2013	2012	2011	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	0,044	0,056	0,062	0,059	0,067	0,058
* EK/NDK	0,746	0,529	0,284	0,281	0,285	0,425
+ Netto finansiell gjeldskrav	0,023	0,031	0,050	0,046	0,054	0,041
* NFG/NDK	0,254	0,471	0,716	0,719	0,715	0,575
= Netto driftskrav	0,039	0,044	0,053	0,050	0,058	0,049

Tabell 7-12 Netto driftskrav

Det bør kommenteres at XXLs netto driftskrav har holdt seg relativt stabilt i analyseperioden rundt gjennomsnittet på 4,9 prosent. Fra Miller og Modiglianis første proposisjon, som vi tidligere har vært inne på, er dette forventet. Grunnen er at selskapets verdi er uavhengig av virksomhetens finansiering. Samtidig har vi tidligere også nevnt at netto driftsbeta også forventes å være konstant over tid.

8. Analyse av lønnsomhet og strategisk fordel

Denne delen av analysen henger sammen med den strategiske analysen vi gjorde i kapittel 4. Vi poengterte i kapittel 4 at strategisk fordel kommer hovedsakelig fra bransjefordel og ressursfordel, med en liten andel som kan knyttes opp mot finansiering. Netto driftsrentabilitet og netto driftskrav er i fokus, men vi vil også vise til egenkapitalrentabiliteten for XXL. Vi skal i det følgende gå mer underliggende og se hvor strategisk fordel eller ulempe forekommer for XXL. På grunn av mangel på regnskapstall for 2015T for bransjen, har vi måttet se bort fra dette året i tabellene, men har valgt å kommentere dette hvor det er hensiktsmessig. Dette vil også gjøre sammenligningsgrunnlaget mer konsistent. For nærmere opplysninger vedrørende gjennomsnittlige kapitalstørrelser viser vi til vedlegg 4.

8.1 Superrentabilitet til egenkapital

Rentabilitet er et lønnsomhetsmål hvor man skiller mellom total kapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet. Total kapitalrentabiliteten angir selskapets lønnsomhet, mens egenkapitalrentabiliteten fokuserer på avkastning eierne får på sin investering, for da ser man bort fra lånefinansierte midler. I vårt tilfelle er det mest interessant å fokusere på egenkapitalrentabiliteten. For utregning av rentabilitet bruker man følgende formel:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til egenkapitalen}}{\text{Egenkapital IB} + (\Delta \text{ egenkapital} - \text{normalisert nettoresultat})/2}$$

I nevneren benyttes gjennomsnittlig kapital fordi det gir et bedre bilde av kapitalen gjennom året, mens bokført verdi sier kun noe om kapitalen ved utløpet av året. Resultatet derimot viser til resultatet gjennom året, og ved bruk av gjennomsnittlig kapital gir dette konsistens mellom teller og nevner (Sander 2014c). For XXL får vi følgende egenkapitalrentabilitet:

Egenkapitalrentabilitet XXL					
	2015T	2014	2013	2012	2011
Nettoreultat til egenkapitalen	318 082	246 828	114 594	66 891	46 683
/ Gjennomsnittlig egenkapital	3 007 459	2 072 827	1 053 194	984 397	937 577
= Egenkapitalrentabilitet	0,106	0,119	0,109	0,068	0,050

Tabell 8-1 Egenkapitalrentabilitet

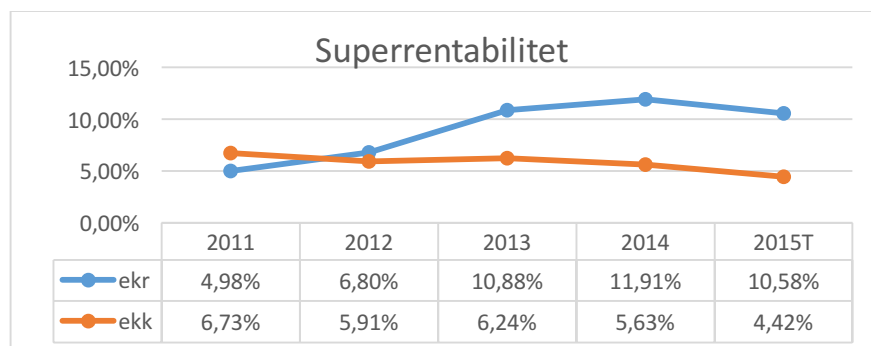
Egenkapitalrentabiliteten til XXL har hatt en stigning gjennom analyseperioden, bortsett fra trailingåret 2015T hvor den har falt litt tilbake. Det skal også sies at trailingåret er basert på kvartalsrapporter og antagelser, så om dette er tilfelle når 2015 er omme er heller usikkert.

Videre i oppgaven har vi valgt å ha et strategisk syn på rentabiliteten, gjennom så kalt strategisk rentabilitetsanalyse. Her fokuserer man på superrentabilitet, for å vise til strategisk fordel. Superrentabilitet til egenkapitalen vil være differansen mellom egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet (Knivsflå 2015j, 26). Egenkapitalkravet beregnet vi i avsnitt 7.2.2, og superrentabiliteten for XXL er:

Strategisk fordel XXL					
	2015T	2014	2013	2012	2011
Egenkapitalrentabilitet	0,106	0,119	0,109	0,068	0,050
- Egenkapitalkrav	0,044	0,056	0,062	0,059	0,067
= Superrentabilitet/Strategisk fordel	0,062	0,063	0,046	0,009	0,017

Tabell 8-2 Strategisk fordel (superrentabilitet)

XXL har klart å oppnå superrentabilitet i alle år bortsett fra 2011. Det vil si at eierne har fått meravkastning ut i fra kravet deres, noe som tyder på at XXL har hatt god lønnsomt i årene 2012-2015T. Figuren illustrerer sammenheng mellom rentabiliteten og egenkapitalkravet:



Figur 8-1 Strategisk fordel (superrentabilitet) XXL og bransjen

Ser her at XXL har hatt en positiv utvikling av superrentabilitet gjennom analyseperioden. I første året var det negativ superrentabiliteten, men siden det har den vokst jevnt og vært positiv, med unntak av en insignifikant reduksjon fra 2014 til 2015T.

8.2 Strategisk fordel

Videre kan man dekomponere superrentabiliteten for å finne underliggende kilder til superrentabiliteten. Man deler opp i driftsfordel (strategisk) og finansieringsfordel. Man tar utgangspunkt i følgende formel ved dekomponering (Knivslå 2015j, 31):

$$ekr - ekk = (ndr - ndk) * (1 + nfgg + mig) + ((nfgk - nfggr) * nfgg + (mik - mir) * mig)$$

$ekr - ekk$ = superrentabilitet/strategisk fordel $nfgk$ = netto finansielt gjeldskrav ndr = netto driftsrentabilitet
 $nfggr$ = netto finansielt gjeldsrente $nfgg$ = netto finansiell gjeldsgrad ndk = netto driftskrav
 mik = minoritetsinteresse krav mir = minoritetsrentabilitet mig = minoritetsgrad

XXL har som nevnt ikke minoritetsinteresse, slik at den delen av formelen ser man bort fra. En oppsummering av XXLs strategiske fordel er:

Strategisk fordel					
	2014	2013	2012	2011	Tidsvektet
Tidsvektet	40 %	30 %	20 %	10 %	
Bransjefordel drift	0,194	0,173	0,185	0,180	0,184
+ Ressursfordel drift	- 0,141	- 0,147	- 0,167	- 0,173	- 0,151
= Strategisk fordel drift	0,053	0,026	0,018	0,007	0,033
+ Gearingfordel drift	0,047	0,065	0,047	0,017	0,049
= Driftsfordel	0,101	0,091	0,065	0,023	0,083
+ Finansieringsfordel NFG	- 0,038	- 0,044	- 0,056	- 0,041	- 0,044
= Strategisk fordel	0,063	0,046	0,009	0,017	0,039

Tabell 8-3 Oppsummering og dekomponering strategisk fordel

Vi gjenkjenner den strategiske fordelen i Tabell 8-3 fra Tabell 8-2 ovenfor som viste differansen mellom egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkravet. Ved tidsvekting får man en strategisk fordel på 3,9 prosent. XXL har hatt en sterkt økende strategisk fordel. Dette viser til at både selskapet og bransjen har hatt en generelt bra vekst. Videre skal vi gå gjennom dekomponering for å se hvor fordelene/ulempene kommer fra.

8.3 Driftsfordel

Driftsfordelen er strategisk og denne analyseres i kombinasjon med den strategiske analysen i kapittel 4, hvor vi benyttet PEST, Femkraftsmodellen og VRIO som analyseverktøy.

Driftsfordelen kan deles opp i bransje-, ressurs- og såkalt gearingfordel.

8.3.1 Bransjefordel

Bransjefordelen kobles til de eksterne strategiske analysene, altså PEST og Femkraftsmodellen. Det går ut på å finne muligheter i markedet for å kunne opparbeide seg meravkastning (Aksjemarkedet 2015b). Her har vi gjort som anbefalt av Knivsflå (2015k, 14), og fokuserer på netto driftsrentabilitet i forhold til netto driftskrav. Utgangspunktet er følgende:

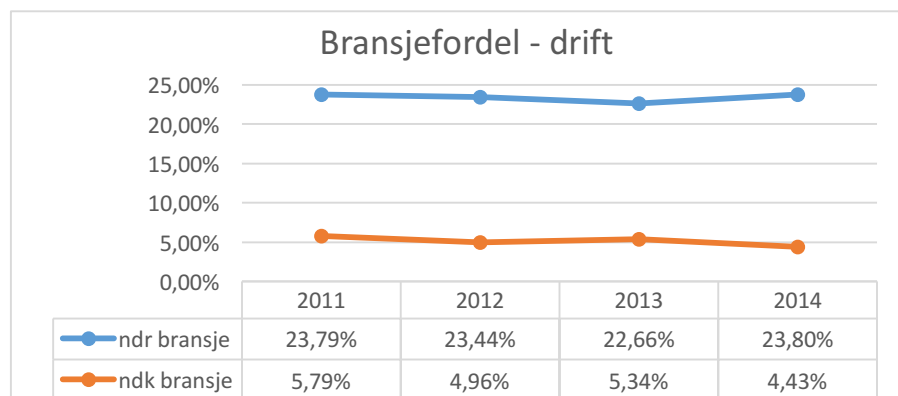
$$\text{Bransjefordel drift} = (\text{ndr}_B - \text{ndk}_B)$$

I sportsbransjen gir dette følgende resultat:

Bransjefordel - drift					
	2014	2013	2012	2011	Tidsvektet
Tidsvektet	40 %	30 %	20 %	10 %	
ndr bransje	0,238	0,227	0,234	0,238	0,234
- ndk bransje	0,044	0,053	0,050	0,058	0,049
= Bransjefordel drift	0,194	0,173	0,185	0,180	0,184

Tabell 8-4 Bransjefordel drift

Det er viktig å poengtere at vi har antatt netto driftskrav for bransjen er lik netto driftskrav for XXL. Fra Tabell 8-4 ser vi at bransjen har en stor fordel. Dette kommer av at selve bransjen har en driftsrentabilitet som er *veldig høy*, det vil si at resultatet deres er høyt i forhold til netto driftskapital. Det er verdt å merke seg at bransjefordelen har et tidsvektet snitt på 18,4 prosent, mens den strategiske fordelten til XXL viser seg å være kun 3,9 prosent. Dette vil si at bransjen har en stor fordel i markedet, men at det er andre interne faktorer hos XXL som gjør at den strategiske fordelten er så pass lav i forhold til bransjefordelen.



Figur 8-2 Bransjefordel drift

Vi ser av Figur 8-2 at netto driftsrentabilitet i bransjen er veldig høy i forhold til driftskravet i bransjen. Som nevnt ovenfor har vi antatt at driftskravet for bransjen er det samme som for XXL. Om den store differansen hadde vært tilfelle med beregning av bransjens driftskrav, er noe usikkert. Vi har konkludert med at dette ville utgjort en marginal forskjell, da netto driftskravet er i følge Knivsflå (2015k, 10) omtrent det samme.

8.3.2 Ressursfordel

Ressursfordel kobles til VRIO-analysen i kapittel 4. Her vurderer man om selskapet internt har ressurser som kan gi dem varig konkurransefortrinn. Det vil si om XXL har en posisjon som gjør dem i stand til å oppnå høyere lønnsomhet enn bransjen (Aksjemarkedet 2015b), hvor vi igjen fokuserer på netto driftsrentabilitet som anbefalt av Knivsfå (2015k, 20):

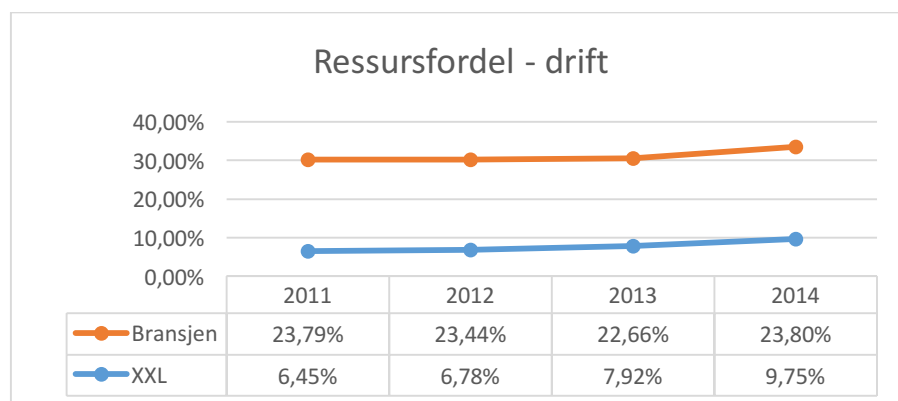
$$\text{Ressursfordel drift} = (\text{ndr} - \text{ndr}_B)$$

Hvis XXL har høyere driftsrentabilitet enn bransjen, vil de ha en ressursfordel som kan gi dem varig konkurransefortrinn. For XXL og sportsbransjen gir dette følgende resultat:

Ressursfordel - drift					
	2014	2013	2012	2011	Tidsvektet
Tidsvektet	40 %	30 %	20 %	10 %	
ndr XXL	0,097	0,079	0,068	0,064	0,083
- ndr bransje	0,238	0,227	0,234	0,238	0,234
Ressursfordel drift	- 0,141	- 0,147	- 0,167	- 0,173	- 0,151

Tabell 8-5 Ressursfordel drift

XXL har kraftig negativ ressursfordel. Dette har som nevnt ovenfor med at bransjen, spesielt de utenlandske selskapene har ekstremt godt resultat i forhold til netto driftskapital. Man kan også trekke inn at sammenligningsgrunnlaget for XXL (bransjen) er basert på noen selskaper som ikke opererer i samme land, og om dette da gir noe misvisende bilde av ressursfordelen til XXL. Derfor vil vi også poengtere at netto driftsrentabiliteten til XXL er mindre enn for selskapene Stadion, Sport 1 og Stadium AB som opererer i samme land som XXL. Dette betyr at uansett hvilket sammenligningsgrunnlag man bruker, vil ikke XXLs interne ressurser gi noen strategisk fordel.



Figur 8-3 Ressursfordel drift

Den negative ressursfordelen avviker fra VRIO analysen i kapittel 4. Dette er noe uheldig med tanke på konsistensen mellom strategisk analyse og strategisk regnskapsanalyse. Det kan

argumenteres for at til tross for negativ ressursfordel i regnskapsanalysen, mener vi at XXL har interne ressurser som gir dem konkurransefordel, spesielt i fremtiden. XXL har vokst seg store og tatt markedsandeler i hvert av de tre landene de er etablert. Dette kan tyde på at deres merkenavn blir mer og mer kjent og at ledelsen lykkes med virksomhetens strategi.

Videre kan man igjen dekomponere ressursfordelen inn i to områder, for å finne underliggende kilder til ressursulempen. Man deler ressursene inn i marginfordel og omløpsfordel.

8.3.2.1 Marginfordel

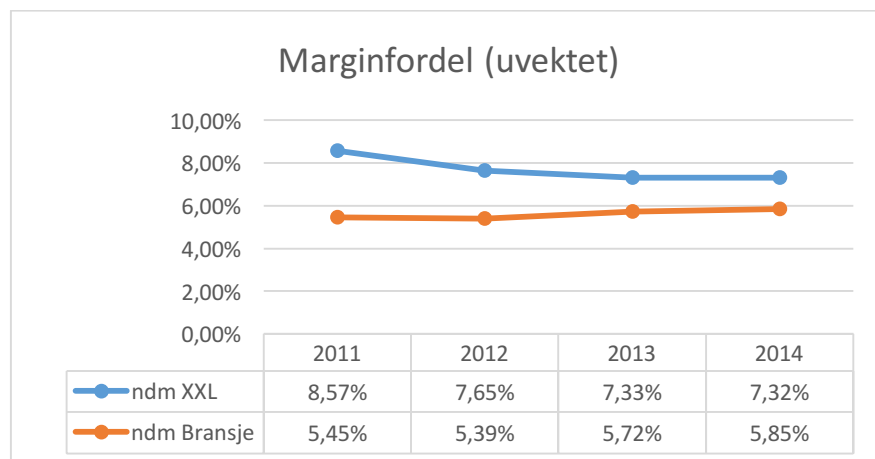
Marginfordel vil si at selskapet har høyere driftsmargin enn bransjen. Marginfordelen blir skapt av ressurser som gir kostnadsfordeler per omsatt krone (Knivsflå 2015k, 31). Følgende formel benyttes:

$$\text{Marginfordel} = (\text{ndm} - \text{ndm}_B) * \text{onde}$$

$\text{ndm} = \text{netto driftsresultat} / \text{driftsinntekter}$

$\text{onde} = \text{driftsinntekter} / \text{netto driftseiendeler}$

Driftsmargin gjenspeiler hvor lønnsom et selskap er. Vi ser av grafen nedenfor at XXL her har en fordel i forhold til bransjen. Ved en høyere driftsmargin sitter XXL igjen med en høyere andel av omsetningen til å dekke eksempelvis finanskostnader. Hvis man skal tro trenden over analyseperioden ser fordelene kortsiktig ut da netto driftsmargin for XXL reduseres for hvert år, mens det for bransjen øker.



Figur 8-4 Marginfordel (uvektet)

Videre må man legge på vektingen hvor man multipliserer med omløpet til netto driftseiendeler. Dette gir følgende resultat for XXL:

Marginfordel					
	2014	2013	2012	2011	Tidsvektet
Tidsvektet	40 %	30 %	20 %	10 %	
(Netto driftsmargin	0,073	0,073	0,077	0,086	0,075
- Netto driftsmargin bransje)	0,058	0,057	0,054	0,054	0,057
= Marginfordel "uvektet"	0,015	0,016	0,023	0,031	0,018
* Omløpet til netto driftseiendeler	1,331	1,081	0,886	0,752	1,109
= Marginfordel	0,020	0,017	0,020	0,023	0,019

Tabell 8-6 Marginfordel

Når det gjelder omløpet til netto driftseiendeler forteller dette oss om evnen selskapet har til å skape driftsinntekt per krone som er investert i driften (Knivsflå 2015k, 29). XXL har hatt økning på omløpet jevnt over analyseperioden. Ved høy omløpshastighet har XXL evne til å øke inntektene mer enn de trenger å øke i eiendelene.

8.3.2.2 Omløpsfordel

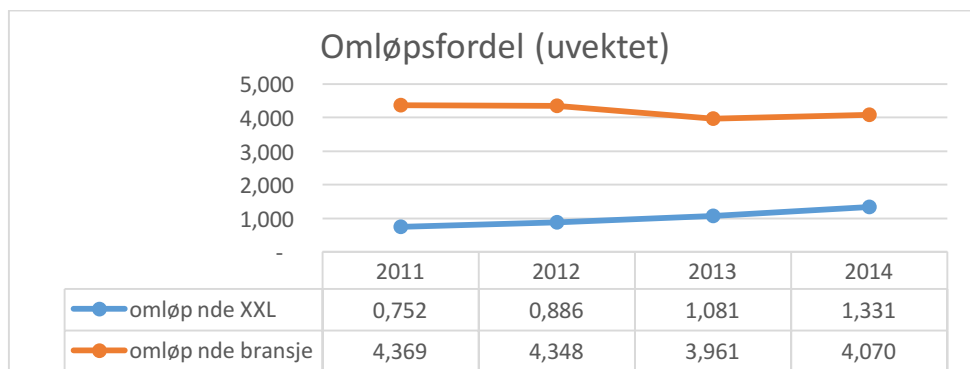
Omløpsfordeler er skapt av ressurser som gir bedre evne til å skape driftsinntekt per investerte krone (Knivsflå 2015k, 31). Omløpsfordeler er sånn sett det motsatte av marginfordel, da vi her fokuserer på differansen mellom omløpet til netto driftseiendeler mellom XXL og bransjen, og veker med netto driftsmargin. Følgende formel blir benyttet:

$$\text{Omløpsfordel} = (\text{onde} - \text{onde}_B) * \text{ndm}_B$$

$\text{onde} = \text{driftsinntekter} / \text{netto driftseiendeler}$

$\text{ndm} = \text{netto driftsresultat} / \text{driftsinntekter}$

Først ser vi på forskjellen mellom omløpet til netto driftseiendeler (onde) for XXL og bransjen:



Figur 8-5 Omløpsfordel (uvektet)

Fra tabellen ser man at omløpet til netto driftseiendeler har bransjen et helt klart forsprang i forhold til XXL. Bransjen har en en veldig høy omløpshastighet på netto driftseiendeler. Dette vil si at bransjen er effektive og klarer å omsette for fire ganger så mye som de har investert. XXL har dog gått mot en god forbedring de siste to årene, hvor omløpshastigheten ligger over 1. Videre veker vi omløpsulempen med nettodriftsmargin i bransjen:

Omløpsfordel					
	2014	2013	2012	2011	Tidsvektet
Tidsvektet	40 %	30 %	20 %	10 %	
Omløpet til netto driftseiendeler	1,331	1,081	0,886	0,752	1,109
- Omløpet i bransjen	4,070	3,961	4,348	4,369	4,123
= Omløpsfordel "uvektet"	- 2,739	- 2,880	- 3,462	- 3,616	- 3,014
* Netto driftsmargin i bransjen	0,058	0,057	0,054	0,054	0,057
= Omløpsfordel	- 0,160	- 0,165	- 0,187	- 0,197	- 0,171

Tabell 8-7 Omløpsfordel

Vi ser her at vektingen med netto driftsmargin i bransjen gjør omløpsulempen til XXL en del mindre enn om den ikke er vektet. Ved tidsvekting vil omløpsulempen være 17,1 prosent for XXL. Dette viser til den totale negative ressursfordelen som beskrevet ovenfor.

8.3.2.3 Common-Size Analyse

Videre kan man dekomponere marginfordelen via "common-size" av resultatregnskapet. Dette vil si at man regner prosentvis andel av postene i resultatregnskapet med utgangspunkt i driftsinntekter. For XXL og sportsbransjen får man dette resultatet:

Common-size							
Prosent av driftsinntekter							
	2015T	2014	2013	2012	2011	Tidsvektet	Bransje
Tidsvektet		40 %	30 %	20 %	10 %		
Sum driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Varekostnad	0,606	0,591	0,598	0,606	0,592	0,596	0,617
Lønnskostnad	0,155	0,153	0,151	0,145	0,142	0,150	0,141
Ordinær avskrivningskostnad	0,015	0,015	0,015	0,015	0,014	0,015	0,024
Annen driftskostnad	0,135	0,140	0,136	0,130	0,134	0,136	0,135
DRIFTSRESULTAT FRA EGEN VIRKSOMHET	0,090	0,100	0,100	0,104	0,117	0,103	0,083
Driftsrelatert skattekostnad	0,024	0,027	0,027	0,028	0,031	0,027	0,026
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0,066	0,073	0,073	0,077	0,086	0,075	0,057
Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomheter	-	-	-	-	-	-	0,000
Netto driftsresultat	0,066	0,073	0,073	0,077	0,086	0,075	0,057

Tabell 8-8 Common-Size Analyse XXL og bransjen

Tabellen viser hvor stor andel av omsetningen XXL og bransjen bruker for å dekke kostnadene. Fra tidsvektingen ser man at XXL og bransjen har marginale forskjeller når det gjelder fordeling av inntektene på kostnadene. Den største forskjellen ligger i varekostnad, hvor XXL benytter omlag 2 prosent mindre av omsetningen enn bransjen. Videre ser vi at XXL sitter igjen med en større andel netto driftsresultat enn bransjen. Dette kobles til den høyere driftsmarginen som vi diskuterte ovenfor.

8.3.2.4 Oppsummering ressursfordel

Ovenfor ser man at XXL ikke har noen ressursfordel når man sammenligner med regnskapstallene for komparative selskaper. De har videre en liten marginfordel på 1,9 prosent, men den store omløpsulempen på 17,1 prosent gjør at ressursulempen blir på hele 15,1 prosent. Her er det helt klart forbedringspotensialet for XXL. Det selskapet bør fokusere

på er å omsette mer i forhold til netto driftseiendeler i balansen. Da vil netto driftsrentabiliteten øke, som gir en bedret regnskapsmessig ressursfordel, som igjen forbedrer den strategiske fordelene.

Det kan likevel argumenteres for som nevnt tidligere at halvparten av de komparative selskapene ikke er direkte konkurrenter for XXL, da de ikke opererer i Norden. Dette gjør at det er noen ulikheter mellom resultatene i VRIO-analysen og analysen av ressursfordelen. Om vi hadde hatt mulighet til å sammenligne kun basert på selskaper som opererer i Norden, kunne dette gitt et annet utfall. Igjen vet vi ut i fra årsrapporten til XXL (2014b, 5) at virksomheten ser muligheter for å ekspandere til europeiske land som har samme karakteristika, noe som taler for å sammenligne med eksempelvis JD Sports og Sports Direct. I internasjonal skala er det trolig grunnlag for å hevde at XXL ikke har et sterkt merkenavn.

8.3.3 Gearingfordel drift

Gearing er et mål på selskapets gjeld relatert til egenkapitalen. Det måler i hvilken grad virksomheten er finansiert av kreditorer kontra aksjonærer (Investopedia 2015b).

Gearingfordelen uttrykkes på følgende måte (Knivsflå 2015k, 68):

$$\text{Gearingfordel drift} = (ndr - ndk) * (nfgg - mig)$$

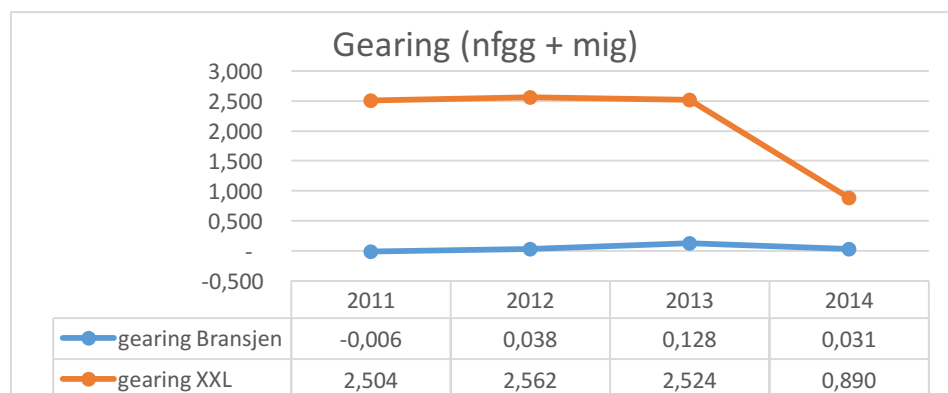
ndr = netto driftsresultat / driftsinntekter

ndk = netto driftskrav, fra kapittel 7

nfgg = netto finansiell gjeld / egenkapital

mig = minoritetsinteresser / egenkapital

Netto driftskravet fant vi i avsnitt 7.5.2, og vi antar som tidligere at netto driftskrav for XXL og bransjen er det samme. Videre er differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskravet satt som strategisk fordel fra drift, og ved å addere gearing vil vi endelig ha driftsfordelen til XXL. Minoritetsinteressen for XXL er null, og vi får følgende gearing:



Figur 8-6 Finansiell gearing XXL og bransjen

Vi ser fra grafen at XXL har en betydelig høyere andel gearing enn hva bransjen har. Dette har med kapitalbindingen i selskapet å gjøre. XXL har blitt finansiert med betydelig større andel finansiell gjeld i forhold til egenkapital. Det er også verdt å merke seg at XXLs kapitalbinding har hatt en betydelig nedgang fra 2013 til 2014, hvor de har gjort en omstrukturering av kapitalbindingen. Dette har trolig sammenheng med at de gikk på børs oktober 2014, som har gjort at de har fått innskutt en betydelig andel egenkapital. Videre har XXLs gearing i 2015T sunket betraktelig, hvor den nå ligger på 0,34. Dette tyder på at de nå ligger på omtrent samme gearing som bransjen. Videre ser gearingfordelen fra drift for XXL slik ut:

Gearingfordel - drift					
	2014	2013	2012	2011	Tidsvektet
<i>Tidsvektet</i>	40 %	30 %	20 %	10 %	
Strategisk fordel drift (ndr - ndk)	0,053	0,026	0,018	0,007	0,033
* Gearing (nfgg + mig)	0,890	2,524	2,562	2,504	1,876
= Gearingfordel drift	0,047	0,065	0,047	0,017	0,049

Tabell 8-9 Gearingfordel drift

Vi ser fra tabellen at gearing gir en fordel på omlag 5 prosent for XXL i analyseperioden. De tre første årene har de hatt en stabil kapitalbindingen, og det er hovedsakelig variasjonen i netto driftsrentabilitet som utgjør svingningene.

8.3.4 Oppsummering driftsfordel

Vi har ovenfor gjort rede for kildene til driftsfordel for XXL. Den strategiske fordelene har hatt store variasjoner, hvor bransjefordelen er veldig bra, mens ressursfordelen internt i XXL er negativ, og dog en ulempe for selskapet. Vi har også poengtert at omløpet til netto driftseiendeler er en stor årsak til dette. Videre har XXL en gearingfordel i forhold til sin høye finansiering av finansiell gjeld kontra egenkapital, men at dette har endret seg betydelig i årene 2014-2015T. Nedenfor oppsummerer vi i en tabell samlet driftsfordel for XXL, som viser seg å være på 8,3 prosent.

Driftsfordel					
	2014	2013	2012	2011	Tidsvektet
<i>Tidsvektet</i>	40 %	30 %	20 %	10 %	
Bransjefordel drift	0,194	0,173	0,185	0,180	0,184
+ Ressursfordel drift	- 0,141	- 0,147	- 0,167	- 0,173	- 0,151
= Strategisk fordel drift	0,053	0,026	0,018	0,007	0,033
+ Gearingfordel drift	0,047	0,065	0,047	0,017	0,049
= Driftsfordel	0,101	0,091	0,065	0,023	0,083

Tabell 8-10 Driftsfordel

8.4 Finansieringsfordel

Denne analysen er ikke like strategisk slik som for drift at det er nødvendig å splitte opp i bransjefordel og ressursfordel. Strategisk fordel fra drift er hovedårsaken til strategisk fordel, men også finansiering kan spille inn. Finansieringsfordel uttrykkes med følgende formel (Knivsflå 2015j, 45-46):

$$FF = (nfgk - nfggr) * nfgg + (mik - mir) * mig$$

$nfgk$ = netto finansielt gjeldskrav, kapittel 7

$nfgg$ = netto finansiell gjeld/egenkapital

$nfggr$ = (netto finanskostnad - netto finansinntekt)/netto finansiell gjeld

XXL har som nevnt tidligere ingen minoritetsinteresser, så siste del av uttrykket faller bort. Videre kan finansieringsfordelen deles opp i finansiell gjeld og finansielle eiendeler, som sammen uttrykker finansieringsfordel for netto finansiell gjeld.

8.4.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld

Fordel basert på finansiell gjeld vil si at finansielt gjeldskrav (beregnet i avsnitt 7.3.1) er høyere enn finansiell gjeldsrente. Finansielt gjeldskrav gjenspeiler kravet långiverne har for å låne selskapet midler. Dette inneholder risiko fri rente, samt en *premie* for å kompensere for risikoen (Knivsflå 2015i, 24). Finansiell gjeldsrente viser til forholdet mellom betalt rentekostnad og finansiell gjeld i balansen. Fordelen på finansiell gjeld beregnes ved følgende formel:

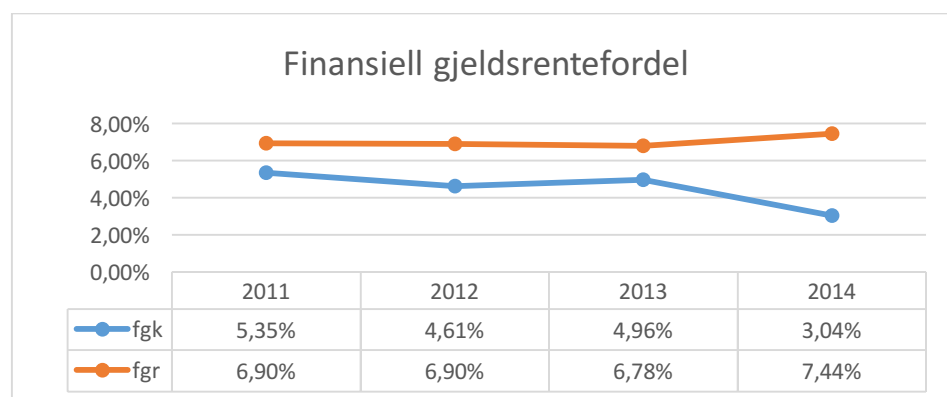
$$FFFG = (fgk - fgr) * fgg$$

fgk = finansielt gjeldskrav, kapittel 7

fgr = netto finanskostnad / finansiell gjeld

fgg = finansiell gjeld / egenkapital

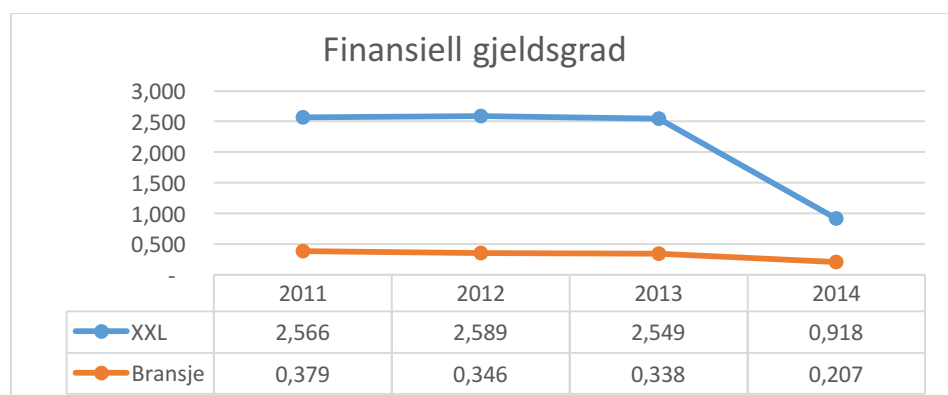
Forholdet mellom finansiell gjeldskrav og finansiell gjeldsrente er følgende:



Figur 8-7 Finansiell gjeldsrentefordel

Fra tabellen ovenfor ser man at for XXL at dette ikke er tilfelle. Dette er da en ulempe for eierne, men en fordel for kreditorene (långiverne).

Videre kan man se på neste ledd i formelen, nemlig finansiell gjeldsgrad (fgg). Tallet sier noe om hvor mye finansiell gjeld selskapet har i forhold til egenkapital. Er forholdstallet 1, vil selskapet ha like mye finansiell gjeld som egenkapital.



Figur 8-8 Finansiell gjeldsgrad

I figuren har vi sammenlignet gjeldsgraden til XXL i forhold til bransjen. Her ser man at det er henholdsvis store forskjeller, hvor XXL har ligget på rundt 2,5 ganger så mye finansiell gjeld som egenkapital. Tidligere nevnte vi også restruktureringen i kapitalbindingen fra 2013-2014, noe som også vises tydelig her. Det er også verdt å poengtere at XXLs finansielle gjeldsgrad for 2015T er på 0,36. Med en slik utvikling er det rimelig å anta at den i fremtiden vil ligge på samme nivå som bransjen.

Ved å multiplisere gjeldsrenteulempen med gjeldsgraden får man følgende finansieringsulempe på finansiell gjeld for XXL:

Finansieringsfordel - FG					
	2014	2013	2012	2011	Tidsvektet
Tidsvektet	40 %	30 %	20 %	10 %	
Finansielt gjeldskrav (fgk)	0,030	0,050	0,046	0,053	0,042
- Finansiell gjeldsrente (fgr)	0,074	0,068	0,069	0,069	0,071
= Finansiell gjeldsrentefordel	- 0,044	- 0,018	- 0,023	- 0,016	- 0,029
* Finansiell gjeldsgrad (fgg)	0,918	2,549	2,589	2,566	1,906
= Finansieringsfordel - FG	- 0,040	- 0,046	- 0,059	- 0,040	- 0,046

Tabell 8-11 Finansieringsfordel finansiell gjeld

Vi ser fra tabellen at vekting av finansiell gjeldsgrad gjør at ulempen blir enda høyere enn gjeldsrenten gjør i utgangspunktet. Det er verdt å merke seg at ulempen på finansiell gjeld har hatt en gradvis nedgang fra 2012 til 2014, og i 2015T er finansieringsulempen blitt redusert ytterligere til 3,2 prosent. Dette er positivt fra et investororientert perspektiv. Den tidsvektede ulempen på 4,6 prosent vil gjøre den total strategiske fordel mindre, men for å konkludere med hvor mye, må man først se på finansieringsfordel på finansielle eiendeler.

8.4.2 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

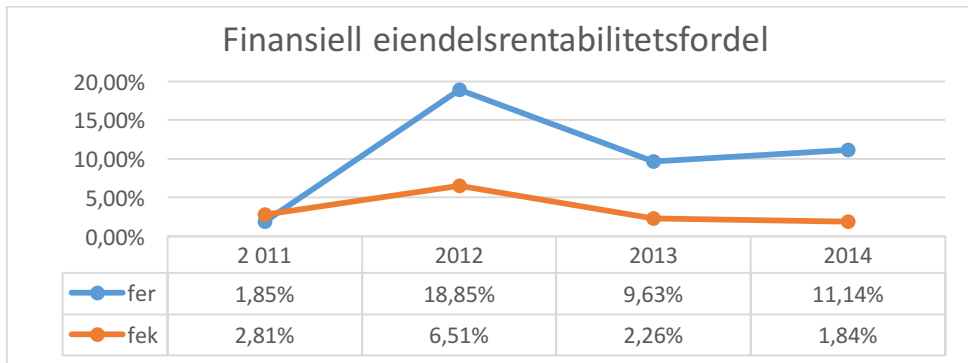
Finansieringsfordel basert på finansielle eiendeler viser til forholdet mellom finansiell eiendelsrentabilitet og finansielt eiendelskrav (fra kapittel 7). Fordelen blir vektet med finansiell eiendelsgrad:

$$FFFE = (fer - fek) * feg$$

$fer = \text{netto finansinntekt} / \text{finansielle eiendeler}$ $fek = \text{finansielt eiendelskrav, kapittel 7}$

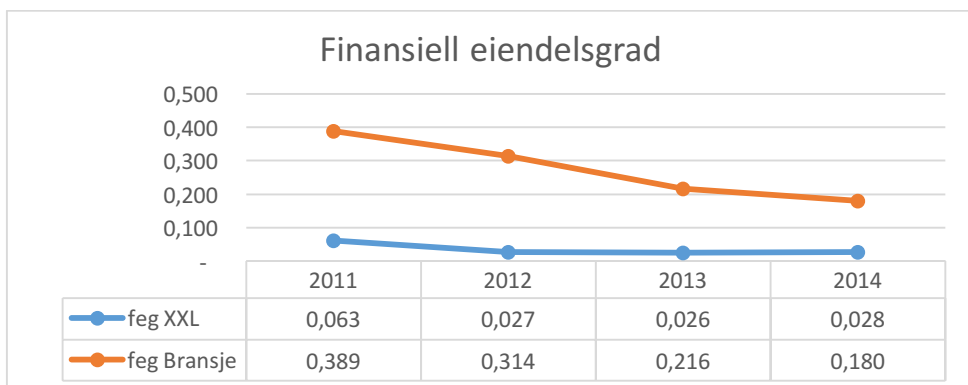
$feg = \text{finansielle eiendeler} / \text{egenkapital}$

Det er en fordel for eierne at selskapet har finansielle eiendeler hvis finansiell eiendelsrentabilitet er større enn finansielt gjeldskrav (Knivsflå 2015j, 54). Det første vi ser på er rentabilitetsfordelen på finansielle eiendeler, konstruert i figuren:



Figur 8-9 Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel

Som vi ser av Figur 8-9 har XXL har en fordel i alle år, ekskludert 2011. Det er dog store variasjoner for rentabiliteten i analyseperioden. Dette gir en fordel for selskapet da rentabiliteten er god del høyere enn kravet. Videre i uttrykket skal man vekte rentabilitetsfordelen med graden på finansielle eiendeler. Før vi drøfter dette, vil vi sammenligne graden til XXL i forhold til for bransjen:



Figur 8-10 Finansiell eiendelsgrad

Graden forteller oss hvor mye selskapet har av finansielle eiendeler i forhold til egenkapital. Tabellen viser at XXL har en del mindre grad enn bransjen. Mens XXL har hatt relativt stabil grad på finansielle eiendeler de siste tre årene, har bransjen blitt redusert med om lag 20 prosent i analyseperioden. Ved en så pass lav grad for XXL sin del, vil dette innebære at den total finansieringsfordelen på finansielle eiendeler blir marginal:

Finansieringsfordel - FE					
	2014	2013	2012	2011	Tidsvektet
Tidsvektet	40 %	30 %	20 %	10 %	
Finansiell eiendelsrentabilitet (fer)	0,111	0,096	0,189	0,019	0,113
- Finansiell eiendelskrav (fek)	0,018	0,023	0,065	0,028	0,030
= Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	0,093	0,074	0,123	- 0,010	0,083
* Finansiell eiendelsgrad (feg)	0,028	0,026	0,027	0,063	0,031
Finansieringsfordel FE	0,003	0,002	0,003	- 0,001	0,002

Tabell 8-12 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Fra tabellen ser man at rentabilitetsfordelen til XXL er relativ god på 8,3 prosent gjennom analyseperioden. Det er også verdt å nevne at fordelene er lik null i 2015T. Videre ser man hvor stor innvirkning den lave graden på finansielle eiendeler har på strategisk fordel, hvor den totale finansieringsfordelen blir på så lite som 0,2 prosent. Dette vil gi en marginal forbedring på ulempen på finansiell gjeld som vi drøftet ovenfor. Vi skal i videre sette sammen finansieringsfordel på finansiell gjeld og -eiendeler, gjennom *netto finansiell gjeld*.

8.4.3 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Finansieringsfordelen på finansiell gjeld og -eiendeler kan kalles å være en dekomponering av netto finansiell gjeld. Uttrykkene vi har brukt ovenfor for å beregne disse, gir samme resultat som følgende formel:

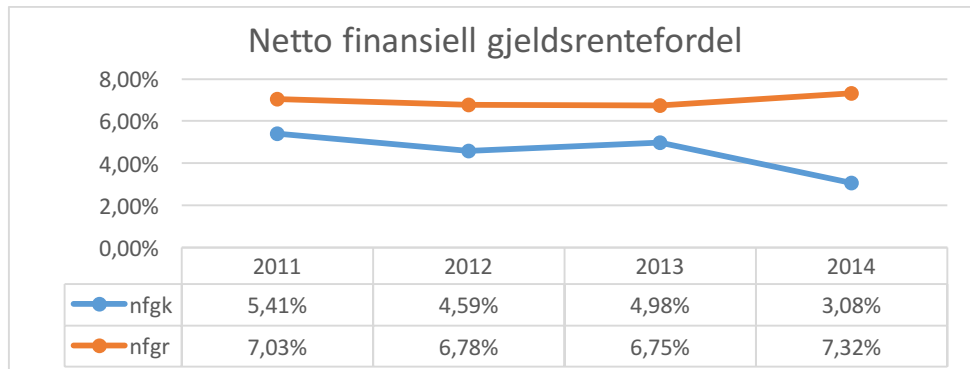
$$FFNFG = (nfgk - nfgr) * nfgg$$

$nfgk$ = netto finansielt gjeldskrav, kapittel 7

$nfgg$ = netto finansiell gjeld/egenkapital

$nfgr$ = (netto finanskostnad - netto finansinntekt)/netto finansiell gjeld

Det første vi ser på er forholdet mellom netto finansielt gjeldskrav ($nfgk$) og netto finansiell gjeldsrente ($nfgr$). Det er en fordel for eierne at selskapet benytter netto finansiell gjeld dersom kravet er høyere enn renten. Igjen ser vi det samme som under finansiell gjeld, at dette ikke er tilfelle. Det er en ulempe for eiere, men en fordel for kreditorer (Knivsflå 2015j, 58).



Figur 8-11 Netto finansiell gjeldsrentefordel

Figuren viser differansen mellom netto finansielt gjeldskrav og netto finansielt gjeldsrente. For XXL vil dette gi en ulempe, noe som gjenspeiler hva vi fant tidligere, hvor ulempen på finansiell gjeld var høy, mens fordelene på finansielle eiendeler var marginal. Videre for å beregne den totale finansieringsfordelen på netto finansiell gjeld må man vekte med netto finansiell gjeldsgrad:

Finansieringsfordel - NFG					
	2014	2013	2012	2011	Tidsvektet
Tidsvektet	40 %	30 %	20 %	10 %	
Netto finansielt gjeldskrav (nfgk)	0,031	0,050	0,046	0,054	0,042
- Netto finansiell gjeldsrente (nfgr)	0,073	0,067	0,068	0,070	0,070
= Netto finansiell gjeldsrentefordel	- 0,042	- 0,018	- 0,022	- 0,016	- 0,028
* Netto finansiell gjeldsgrad (nfgg)	0,890	2,524	2,562	2,504	1,876
= Finansieringsfordel - NFG	- 0,038	- 0,044	- 0,056	- 0,041	- 0,044

Tabell 8-13 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Tabellen viser at den høye graden på netto finansiell gjeld utgjør en relativt stor forskjell på den totale finansulempen. Det er verdt å nevne som vi så tidligere at restruktureringen i kapitalstrukturen har minimert gjeldsgraden kraftig fra 2014, hvor XXL har fått betydelig større egenkapital enn netto finansiell gjeld. Dette er bra for selskapet, da det ikke er lønnsomt å ha høy gjeldsgrad om renten er høyere enn kravet. Videre er finansieringsulempen redusert til 3,2 prosent i 2015T.

For å kontrollere at beregningene våre er riktige, kan vi sette opp følgende tabell som viser at beregningene av fordel eller ulempe på finansiell gjeld og finansielle eiendeler utgjør det samme som å benytte formelen for finansieringsfordel på netto finansiell gjeld:

Finansieringsfordel - NFG					
	2014	2013	2012	2011	Tidsvektet
Tidsvektet	40 %	30 %	20 %	10 %	
Finansieringsfordel - FG	- 0,040	- 0,046	- 0,059	- 0,040	- 0,046
+ Finansieringsfordel - FE	0,003	0,002	0,003	- 0,001	0,002
= Finansieringsfordel - NFG	- 0,038	- 0,044	- 0,056	- 0,041	- 0,044

Tabell 8-14 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

8.5 Oppsummering – strategisk fordel

Fra utregningene ovenfor har vi funnet de underliggende faktorene til strategiske fordel på 3,9 prosent (jf. Tabell 8-3) kommer fra. Det er bransjefordelen som utgjør den største fordel, som følges av gearingfordelen fra drift. Det er også verdt å gjenta at 2015T ikke er inkludert i det tidsvektede gjennomsnittet på grunn av mangel på regnskapstall for bransjen i dette året. Den strategiske fordel i 2015T er på henholdsvis 6,2 prosent, som er stabilt fra året før. Videre viser analysen til at XXL også har noen strategiske ulemper, som kommer fra interne ressurser og finansieringen i selskapet. Det er videre argumentert for mulige årsaker til den høye ressursulempen. Basert på analysen ser fremtiden lys ut for XXL, hvor ulempene blir redusert for hvert år, mens bransjefordelen vokser.

9. Fremtidsregnskap

Utarbeidelse av fremtidsregnskapet for XXL gjennom budsjettering og fremskriving tar utgangspunkt i innsikt fra både den strategiske analysen og regnskapsanalysen, som i kombinasjon utgjør den strategiske regnskapsanalysen. I den strategiske analysen i kapittel 4 så vi at XXL har ekspandert de seneste årene og har høy vekst hvert år, har store planer også for fremtiden. Regnskapsanalysene i kapitlene 5-8 gir oss et utgangspunkt for prognostisering, og innblikk i den historiske utviklingen av finansielle nøkkeltall. Fremtidsregnskapet er således det tredje steget i den fundamentale analysen, og utarbeides for å finne en fundamental verdi på egenkapitalen til selskapet. Det er særlig innsikt fra strategisk rentabilitetsanalyse som bør videreføres over budsjett- og fremskrivingsperioden (Knivsflå 2015l, 5). Det vil si utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidskrav, samt analyser av fremtidig strategisk fordel.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Rammeverket for utarbeidelse av fremtidsregnskapet er følgende:



Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Analysen av tidligere vekst er følgelig sentralt i budsjettering av fremtiden. Driverne som står sentralt er driftsinntektsveksten og kapitalveksten. *Driftsinntektsveksten (div)*, avgjør virksomhetens størrelse i fremtiden, og som vi tidligere har vært inne på en viktig verdidriver i et hvert selskap. Driftsinntektsveksten er den grunnleggende budsjettdriveren, og således også utgangspunktet for budsjettering.

Videre velger man budsjetteringshorisont (T). *Budsjetthorisonen* er det året T der budsjetteringen går fra ”fullstendig” til enkel fremskriving ved at alle budsjettdriverne er konstante (Koller, Goedhart og Wessels 2005, 234). Etter å ha bestemt oss for hvor lang budsjettperiode vi ønsker å lage en prognose for, gjennomfører vi budsjetteringen og en fremskriving basert på de viktigste verdidriverne. Siste steg baserer seg på et anslag av at budsjettdriverne holder seg i konstant vekst i ”steady state”, altså i *all overskuelig fremtid*.

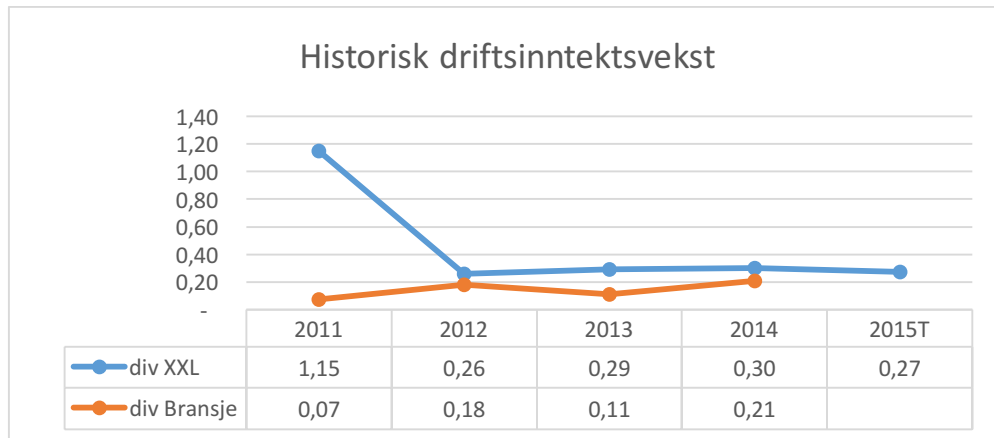
9.2 Steg 1: Analyse av tidligere vekst

I analysen av tidligere vekst skal vi se på to drivere, nemlig driftsinntekstvekst og kapitalvekst. Dette gjøres for å få kjennskap til faktorer som kan påvirke fremskriving av regnskapet.

9.2.1 Historisk driftsinntektsvekst

På kort- og mellomlang sikt vil veksten til en virksomhet avhenge av generell bransjevekst og interne ressurser til vekst. Dersom bransjen vokser, kan en virksomhet vokse uten å ta markedsandeler, eller involvere seg i priskrig med konkurrenter. Dersom bransjen på den annen side ikke vokser, kan vekst kun skje på bekostning av andre virksomheter i bransjen. Dette kan lede til hard konkurranse med dramatiske konsekvenser for netto driftsmargin (Knivsflå 2015l, 55).

XXL driftsinntektsvekst er drevet av en aggressiv butikketableringsplan, vekst i bransjen, like-for-like vekst og vekst i internettsalg. Fra begynnelsen av 2011 til utgangen av 2014 økte antall varehus fra 17 til 44, som forøvrig tilsvarer en økning i antall butikker på om lag 160 prosent i løpet av fire år. Konsernets ekspansjoner til svenske- og finske markeder har vært vellykket, og ført til høy omsetningsvekst for de individuelle markedene også isolert sett.



Figur 9-2 Historisk driftsinntektsvekst

Fra tabellen ser man at XXL har hatt en stor vekst i analyseperioden. Det høyeste var fra 2010 til 2011, hvor veksten var på hele 115 prosent. Deretter har veksten holdt seg generelt stabil på mellom 25 og 30 prosent. XXL har hatt høyere vekst enn bransjen og et argument for dette er at XXL er et generelt nyere selskap. Det er naturlig at et selskap med suksess slik som XXL har hatt i Skandinavia kaprer markedsandeler, og følgelig øker driftsinntektene. Veksten vil trolig avta i fremtiden, når de stabiliserer seg mer i bransjen.

9.2.2 Historisk kapitalvekst

Under kapitalveksten vil vi her se på normalisert egenkapitalvekst og sammenligne XXLs fullstendige egenkapitalvekst med bransjen.

Normalisert egenkapitalvekst

Ved å normalisere egenkapitalveksten kvitter man seg med unormal vekst, for eksempel overskudd og kapitalinnskudd (Divestopedia 2015). Normalisert egenkapitalvekst er gitt ved $ekv = (1 - eku) * ekr$, der eku er definert som netto betalt utbytte dividert på nettoresultat til egenkapitalen. I uttrykket er ekr som tidligere en forkortelse for egenkapitalrentabilitet. For XXL vil den normaliserte egenkapitalveksten være som følger (Knivsflå 2015l, 50):

Normalisert egenkapitalvekst					
	2015T	2014	2013	2012	2011
Egenkapitalrentabilitet	0,106	0,119	0,109	0,068	0,050
* (1 - eku)	0,110	8,265	1,000	1,000	1,422
= Egenkapitalvekst	0,012	0,984	0,109	0,068	0,071

Tabell 9-1 Normalisert egenkapitalvekst i analyseperioden

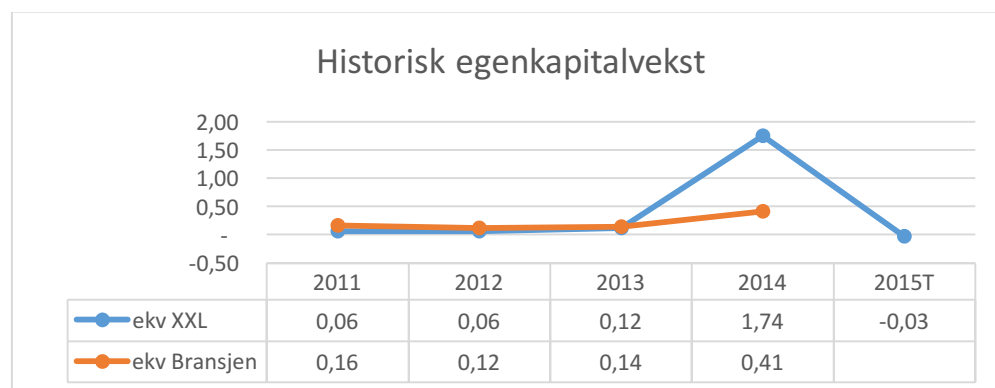
Det høye gjennomsnitt har opphav fra veksten i 2014, hvor det skjedde en endring i kapitalstrukturen. Her gikk egenkapitalen fra 1 174 til 3 219 MNOK. På grunn av den høye kapitalveksten i 2014 vil det være hensiktsmessig å se bort fra dette året ved beregning av gjennomsnittet. Dette fordi 2014 gjenspeiler unormal vekst i egenkapitalen og med et så høyt

nivå vil gjennomsnittet avhenge i for stor grad av dette året. Det er urimelig at gjennomsnittlig egenkapitalvekst skal vise 25 prosent (2011-2015T), når det kun er 2014 som har vært over dette nivået. Gjennomsnittlig kapitalvekst i analyseperioden (ekskludert 2014) vil da utgjøre 6,5 prosent.

Fullstendig egenkapitalvekst

Videre vil vi også se på fullstendig egenkapitalvekst for å sammenligne med bransjen.

Fullstendig egenkapitalvekst er gitt ved $\frac{egenkapital_t - egenkapital_{t-1}}{egenkapital_{t-1}}$. For XXL og bransjen viser vi til følgende resultat:



Figur 9-3 Historisk egenkapitalvekst

Fra tabellen ser man at XXL har hatt en varierende vekst i egenkapitalen. I starten har den holdt seg relativt stabil, mens den i 2014 har et toppunkt. Dette er som nevnt tidligere på grunn av omstruktureringen i kapitalstrukturen. Fra 2014 til 2015T ser reduksjonen ekstrem ut, men det er ikke tilfelle. Egenkapitalen har hatt en nedjustering fra 3 219 til 3 114 MNOK. Som figuren viser er dette kun en reduksjon på 3 prosent. For bransjen har den også hatt en høy økning i kapitalen i år 2014, men dog ikke i nærheten av XXL.

9.3 Steg 2: Valg av budsjetteringshorisont T

Budsjetthorisont T vil være det året hvor budsjettdriverne blir konstante. Ved valg av budsjetthorisont tas det hensyn til to faktorer, *kvaliteten på regnskapsføringen* og *tid til "steady state"*. Kvaliteten på regnskapsføringen spiller inn på den måte at jo bedre regnskapsføringen er, jo kortere trenger budsjetthorisonten å være for å fange opp verdiene (Knivsflå 2015I, 9-12).

Driftsinntektsveksten for XXL i 2015T er på 27 prosent, og gjennomsnittlig driftsinntektsvekst fra 2011 til 2014 er på hele 50 prosent (med 2015T lik 45 prosent). For å

sammenligne har bransjen en årlig, gjennomsnittlig driftsinntektsvekst for perioden 2011 til 2014 på 14 prosent. Dette er betraktelig lavere enn for XXL. Isolert sett kan dette tale for en lengre budsjettthorisont. Sportsbransjen har de seneste årene vært preget av svært hard konkurranse sportskjedene imellom, fallende priser, omsetningsvekst både i butikk og ved netthandel, økt fokus på fysisk aktivitet og økt kvalitetsbevissthet. For prognostisering av fremtidsregnskap og fremtidig fri kontantstrøm har vi i det følgende besluttet å benytte en relativt lang budsjettthorisont på **10 år**. Dette tilsvarer budsjettering fra år 2016 til 2025.

Etter å ha bestemt oss for hvor lang budsjettperiode vi ønsker å lage en prognose for, gjennomfører vi budsjetteringen og en fremskriving basert på de viktigste verdidriverne.

9.4 Steg 3 og 4: Budsjettering fra år 1 til T og steady state

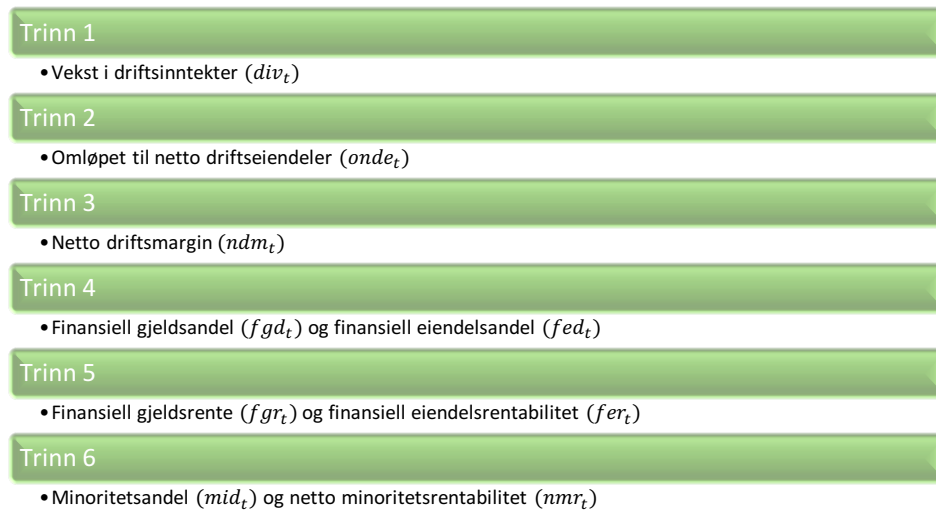
Det neste blir å utarbeide budsjetterte tall til horisonten T, deretter fremskriving etter horisonten og å finne fremtidige avkastningskrav over budsjettperioden. Fremtidsregnskapet blir følgelig bestående av en budsjetteringsperiode og en fremskrivingsperiode.

Budsjetteringsperioden vil fungere som et bindeledd mellom dagens regnskap og frem til perioden da selskapet forventes å være i konstant vekst. Det er også her hensiktsmessig å sette opp *budsjettpunkter*. Dette vil bestå av budsjettpunkt 1, 2 og M. Punktene 1 og 2 vil naturligvis være årene 2016 og 2017. Når det gjelder budsjettpunkt M, har vi satt dette til år 2021. Valget av budsjettår 2021 ble gjort fordi dette er midt i mellom budsjettpunkt 2 (2017) og budsjettpunkt T (2025).

”Steady state” oppstår når veksten er konstant, dvs. på det tidspunkt det er rimelig å tilnærme veksten til virksomheten med maksimalt den langsiktige veksten i økonomien generelt. Hvor lang tid det tar å nå tidspunkt T avhenger av om bransjen er en vekstbransje, eller om bransjen er tilnærmet i ”steady state” (Knivsflå 2015l, 10). I vår prognose når XXL steady state i år 2026.

Et budsjett kan gjøres etter en enkel budsjetteringsmodell eller en mer ”*realistisk*”, og dermed mer kompleks budsjetteringsmodell. Det er ikke gitt at en detaljert budsjetteringsmodell vil gi et bedre resultat. Årsaken til dette er at det er vanskelig å håndtere all usikkerhet i tilknytning budsjetteringen. En må dermed vurdere merkostnaden ved å utarbeide svært detaljerte budsjetter mot den nytten et enkelt budsjett gir oss. Ved bruk av enkel modell er budsjetteringen fokusert rundt de viktigste faktorene, slik at antall anvendte budsjett drivere

blir begrenset (Knivsflå 2015l, 21). For å utarbeide fremtidsregnskapet tas det utgangspunkt i følgende ni verdidrivere, som er rammeverket for budsjetteringen, illustrert ved Figur 9-4:



Figur 9-4 Rammeverk for budsjettering

XXL har som nevnt tidligere ingen minoritetsinteresser, og vi vil derfor naturligvis se bort ifra steg 6 i denne utredningen.

For å budsjettere fremtidig kontantstrøm for XXL, kan vi se på historiske, rapporterte kontantstrømoppstillinger fra virksomheten. Disse byr imidlertid på problemer som vi her må korrigere for. Hovedutfordringen for XXL er at utgifter til vekst og ekspansjon behandles som kostnader. Disse kostnadene er i realiteten basert på at man forventer fremtidig inntjening. Som vi tidlig har vært inne på har XXL de seneste årene ekspandert til Sverige og Finland. Samtidig har sportskjeden tilrettelagt for potensiell ekspansjon til andre europeiske land med tilsvarende kundekarakteristikker og sesonger som de nordiske landene. Problemet kan i all hovedsak løses på to forskjellige måter: (1) Egenkapitalen kan vurderes ved diskontering av fri kontantstrøm fra driften med fratrekk av investeringer i driftsmidler, og deretter trekker man fra netto finansiell gjeld. (2) Det kan gjøres en regnskapsbasert budsjettering av fremtidige kontantstrømmer for å finne verdien av selskapet. Egenkapitalen verdsettes deretter ved å trekke fra netto finansiell gjeld.

Sportsvirksomheten har innhentet en *White Space Analysis* fra konsulentselskapet BCG med hensikt å identifisere potensialet for XXL-warehouse utover dagens lokaliseringer. BCGs screening av de 100 største byene (målt ved populasjon) i Norge, Sverige og Finland, så vel som en vurdering av salgspotensial, forhandlingsmakt, konkurranselandskap og

kannibalisering har resultert i en prioriteringsliste bestående av attraktive lokaliseringer for nye varehus. Analysen identifiserer potensiale for 19 nye varehus i Norge, 26 i Sverige og 23 i Finland (XXL 2014a, 64). Dette støtter oppunder XXLs egne vurderinger av vekstpotensial.

9.4.1 Driftsinntektsvekst (1. trinn)

Første trinn i rammeverket for budsjettering går ut på å fremskrive driftsinntektsveksten. Analysen av tidligere driftsinntektsvekst utgjorde en gjennomsnittlig vekst i analyseperioden på 45 prosent, mens den i 2015T utgjorde 27 prosent. På langt sikt, når selskapet ankommer *steady state*, vil ikke veksten være på tilsvarende høyt nivå. Dette kommer vi tilbake til nedenfor i avsnittet om driftsinntektsvekst på lang sikt. Først vil vi presentere det generelle uttrykket for driftsinntektsveksten (Knivsflå 2015l, 45):

$$div_t = \frac{(NDE_{t-1} * onde_t) - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

$$div = \text{Driftsinntektsvekst} \quad onde = \text{Omløpet til netto driftseiendeler} = \frac{DI_t}{NDE_{t-1}}$$

$$DI = \text{Driftsinntekter} \quad NDE = \text{Netto driftseiendeler}$$

Driftsinntektsvekst på budsjettpunkt T og steady state

På langt sikt, når selskapet inntreffer *steady state*, vil ikke veksten være på et så høyt nivå som i analyseperioden, og i budsjetteringsperioden forøvrig. Dette har med å gjøre at veksten ikke kan være større enn forventet realvekst i økonomien med et tillegg på forventet inflasjon. De forventede fremtidige ekspansjonene antas å opprettholde driftsinntektsveksten for XXL på et relativt høyt nivå de nærmeste årene. Som vi husker fra den strategiske analysen i kapittel 4 hadde sportskonsernet en årlig vekst i 2009 på hele 64,8 prosent. Dette til tross for internasjonal uro i verdensmarkedene. Veksten er med andre ord redusert relativt betydelig siden dette. Det er i all hovedsak to verdidrivere i verdsettelsesteori – *driftsinntektsvekst* og *avkastning på investert kapital (ROIC)*. Jo raskere virksomheter evner å øke sine inntekter, og samtidig plasserer kapital til attraktive avkastninger, jo mer verdi vil virksomheten skape. Kombinasjonen av vekst og avkastning på investert kapital relativt til kostnader er enhver virksomhets viktigste verdidrivere (Koller, Goedhart og Wessels 2010, 4-17). Vedvarende høy driftsinntektsvekst over en lengre periode er imidlertid vanskeligere å opprettholde enn avkastning på investert kapital, særlig for større virksomheter. Da årlig vekst i verdensøkonomien typisk er om lag 4-5 prosent eller lavere i reelle termer, og mange virksomheter konkurrerer om andeler av denne veksten, bør vekstmål på lengre sikt være av mer pragmatisk karakter. Dette, i kombinasjon med forventet etableringshyppighet de

kommende årene, fallende men stadig positiv driftsinntektsvekst og anbefaling fra NHH-professor Knivsflå (2015l, 61), vil derfor gi en ventet langsiktig vekst i steady state på 5 prosent årlig. Dette er en antakelse som innebærer at fremtiden for sportsbransjen ikke vil innebære en "ny økonomi".

Driftsinntektsvekst ved budsjettpunkt 1, 2 og M

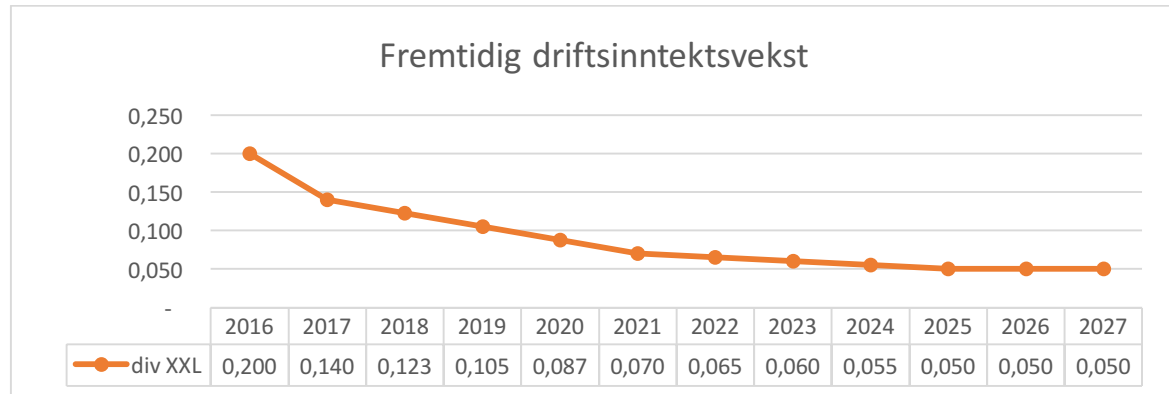
XXL (2014a, 54) er antatt å ekspandere de kommende årene, og vil stadig kapre større markedsandeler i de nordiske landene, samt å nå ut til flere geografiske markeder særlig i Finland og Sverige, men også i Norge. Samtidig opplever sportskonsernet enorm vekst i netthandelssegmentet. Driftsinntektsveksten vil avta, men vil stadig være positiv. I perioden mellom 1. januar 2011 og 22. september 2014 has det norske sportskonsernet åpnet 22 nye varehus. XXL mener selv det er potensiale for å doble totalt antall varehus innen fem år. Denne roll-out-planen innebærer 10 nye varehus i Norge og mer enn 15 nye varehus i hvert av de to andre nordiske landene. Dette er om lag 60 prosent av de potensielle lokasjonene identifisert av BCG i deres White Space Analysis. Med sportskjedens gjennomgripende kostnadskontroll og uniforme varehusutforming og produktspekter, er XXL i stand til å utnytte synergier i forbindelse med nyåpninger. Nyåpningene vil kun medføre minimale inkrementelle investeringer og kostnader ved konsernets hovedkontorer og sentralvarelagre. Som tidligere nevnt er sentralvarelageret i Örebro i Sverige også tilrettelagt og dimensjonert for potensiell ekspansjon til Europa.

Veksten i budsjettpunkt 1 (2016) blir fastsatt indirekte gjennom fremskriving av omløpet til netto driftseiendeler. Fremskrivingen av omløpet til netto driftseiendeler kommer vi tilbake til i avsnitt 9.4.2. Resten av variablene i formlene ovenfor er 2015T regnskapstall. Dette gir oss en driftsinntektsvekst på 20 prosent i budsjettpunkt 1 (2016). Dette er en reduksjon fra veksten i 2015T, men ligger likevel på et relativt høyt nivå sammenlignet med gjennomsnittlig årlig bransjevekst.

Videre forutsetter vi at veksten for budsjettpunkt 2 (2017) igjen vil reduseres. Her har vi anslått en vekst på 14 prosent. Ut ifra at veksten skal være 5 prosent i steady state, anser vi reduksjonen fra 2015T til 2016 og 2017 som rimelige. Budsjettpunkt M (2021) er antatt å ha en driftsinntektsvekst på 7 prosent. Dette er rimelig å anta fordi virksomheten her nærmer seg steady state. Det er også viktig å poengtere at fra budsjettpunkt 2 til budsjettpunkt M har vi antatt en årlig lineær reduksjon i driftsinntektsveksten.

Oppsummering av driftsinntektsvekst

Det er avgjørende at virksomheten ved utløpet av den eksplisitte analyseperioden er i en steady state-tilstand (Kaldestad og Møller 2012, 55). For hele budsjetthorisonten og for steady state, har vi utarbeidet følgende estimat på driftsinntektsveksten:



Figur 9-5 Fremtidig driftsinntektsvekst

Videre brukes disse verdiene for å fastsette budsjetterte driftsinntekter. Disse blir som følger:

Steg 1 - Budsjetterte driftsinntekter						
	1	2				M
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekt (t-1)	6 641 393	7 970 664	9 086 557	10 199 660	11 270 625	12 256 804
* 1+ div (t)	1,20	1,14	1,12	1,11	1,09	1,07
= Driftsinntekt (t)	7 970 664	9 086 557	10 199 660	11 270 625	12 256 804	13 114 781

	Steady state					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsinntekt (t-1)	13 114 781	13 967 241	14 805 276	15 619 566	16 400 544	17 220 572
* 1+ div (t)	1,07	1,06	1,06	1,05	1,05	1,05
= Driftsinntekt (t)	13 967 241	14 805 276	15 619 566	16 400 544	17 220 572	18 081 600

Tabell 9-2 Budsjetterte driftsinntekter

9.4.2 Omløpet til netto driftseiendeler (2. trinn)

Andre trinn i rammeverket for budsjettering omhandler omløpet til netto driftseiendeler. Vi husker fra avsnitt 8.3.2.2 Omløpsfordel, at omløpet til netto driftseiendeler for bransjen var relativt høyt i forhold til XXL. Bransjen hadde en gjennomsnittlig omløpshastighet på omlag 4 i analyseperioden (2011 til 2014), mens XXL i samme periode hadde en omløpshastighet på omlag 1. Det bør også poengteres at *onde* for XXL økte fra 1,3 i 2014 til 1,6 i 2015T.

Budsjettdriveren til netto driftseiendeler er det fremskrevne omløpet til netto driftseiendeler og er gitt ved (Penman 2013, 373):

$$onde_t = \frac{DI_t}{NDE_{t-1}}$$

DI = Driftsinntekter

NDE = Netto driftseiendeler

Uttrykket forteller oss at omløpshastigheten til netto driftseiendeler øker dersom virksomheten øker sine driftsinntekter mer enn netto driftseiendeler øker, eller at virksomheten evner å opprettholde sine driftsinntekter med mindre netto driftseiendeler. Dersom nøkkeltallet øker over flere perioder, betyr dette at virksomheten løpende forbedrer sin kapitalutnyttelse. Jo bedre bedriften klarer å utnytte eiendelene, jo mindre behov vil den ha for lån. Dersom omløpshastigheten på den annen side synes å synke, kan dette bety at bedriften har overinvestert, eller at varelageret og/eller utestående fordringer hos kundene kan ha blitt store. Dette øker normalt behovet for belåning.

Omløpet til netto driftseiendeler på budsjettpunkt T og steady state

Man bør først sette omløpet til netto driftseiendeler for budsjettthorisont T (2025). På lang sikt vil det ofte være hensiktsmessig å sette *onde* lik bransjegjennomsnittet. I vårt tilfelle mener vi dette ikke er rimelig da bransjen generelt har en veldig høy omløpshastighet. Gjennom analyseperioden har bransjen hatt en svak nedgående trend. For XXL derimot har denne økt for hvert år i analyseperioden. Vi har forutsatt at *onde* på lang sikt vil være på et tilsvarende nivå som i 2015T. Det vil si at vi har satt *onde* til 1,5 i 2025 og steady state. Vi mener dette er mer rimelig enn at den skal øke til et så høyt nivå som bransjen har i analyseperioden. Ser vi på forventet driftsinntektsvekst og ekspansjonsplaner for fremtiden, er denne forutsetningen å anse som rimelig. Ser vi på historisk utvikling for *onde* i bransjen, er det også rimelig å anta at omløpshastigheten til bransjen vil avta i fremtiden.

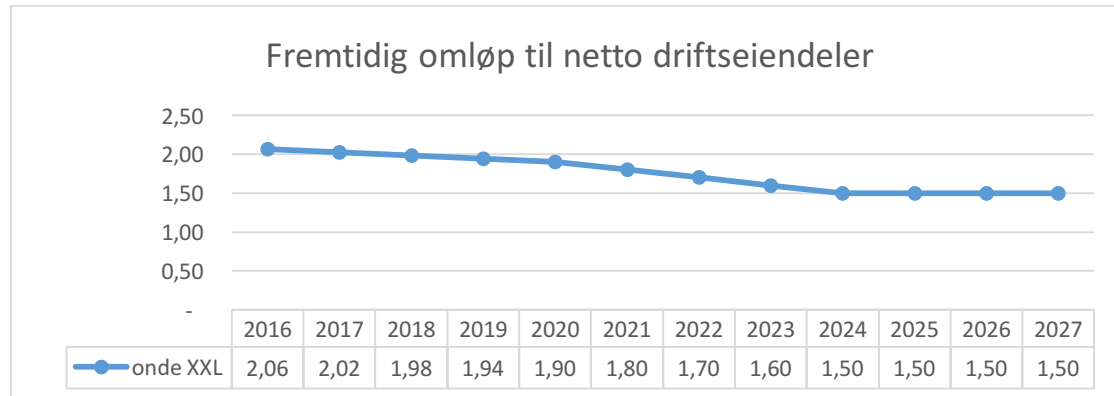
Omløpet til netto driftseiendeler på budsjettpunkt 1, 2 og M

Videre setter man nivået av *onde* i budsjettpunkt 1 (2016). Her har vi tatt utgangspunkt i at gjennomsnittlig årlig vekst på *onde* er om lag 20 prosent fra 2011 til 2015T. Vi forutsetter derfor at det fra 2015T til 2016 vil være en vekst på 20 prosent. For budsjettpunkt 1 vil derfor *onde* utgjøre omlag 1,9.

Videre for budsjettpunkt 2 (2017) har vi antatt en vekst fra 2016 på 10 prosent. Det vil utgjøre *onde* på omlag 2. Når det gjelder *onde* på budsjettpunkt M (2021) har vi satt denne til 1,9. Dette har sammenheng med at vi tror at XXL på dette tidspunktet fremdeles klarer å opprettholde et høyt nivå på *onde* i perioden 2017 til 2021. I tillegg virker det rimelig at *onde* reduseres på budsjettpunkt M med tanke på forutsetningene om *onde* på budsjettpunkt T, ekspansjonsutsikter, herunder fremtidig driftsinntektsvekst, investeringer og lånebehov.

Oppsummering av omløpet til netto driftseiendeler

Ut i fra forutsetningene om *onde* på budsjettpunktene, har vi antatt en lineær utvikling i driveren fra 2017 til 2021, samt 2021 til 2025. *Onde* i budsjetteringsperioden vises i figuren nedenfor.



Figur 9-6 Fremtidig omløp til netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler benyttes for å beregne netto driftseiendeler i budsjetteringsperioden. Netto driftseiendeler er gitt ved: $\frac{\text{driftsinntekter}_{t+1}}{\text{onde}_{t+1}}$. I perioden 2016 til 2025, samt steady state er netto driftseiendeler som følger:

Steg 2 - Budsjetter netto driftseiendeler						
	1	2				M
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter (t+1)	9 086 557	10 199 660	11 270 625	12 256 804	13 114 781	13 967 241
/ onde (t+1)	2,06	2,02	1,98	1,94	1,90	1,80
= Netto driftseiendeler	4 404 194	5 043 420	5 687 696	6 315 369	6 902 516	7 759 579

	Steady state					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsinntekter (t+1)	14 805 276	15 619 566	16 400 544	17 220 572	18 081 600	18 985 680
/ onde (t+1)	1,70	1,60	1,50	1,50	1,50	1,50
= Netto driftseiendeler	8 708 986	9 762 229	10 933 696	11 480 381	12 054 400	12 657 120

Tabell 9-3 Budsjetterte netto driftseiendeler

9.4.3 Netto driftsmargin (3. trinn)

Neste trinn i budsjetteringen innebærer netto driftsmargin. I avsnitt 8.3.2.1 Marginfordel gikk vi gjennom netto driftsmargin for XXL og bransjen. Det fremgikk av marginfordelen at XXL hadde et tidsvektet gjennomsnitt fra 2011-2014 på 7,5 prosent, mens det for bransjen var 5,7 prosent. For å oppsummere estimerer vi netto driftsmargin slik (Penman 2013, 373):

$$\text{ndm}_t = \frac{\text{Netto driftsresultat}_t}{\text{Driftsinntekter}_t}$$

Målet med budsjettdriveren netto driftsmargin er å finne et estimat på fremtidig netto driftsresultat. Vi gjør derfor et anslag på hva som vil være netto driftsmargin i fremtiden.

En av XXLs nøkkeldrivere for vekst er, som vi har vært mye inn på, deres aggressive *varehusutrulling*. Sportskjedens ekspansjon medfører naturligvis en viss risiko som kan hindre virksomheten fra å øke eller selv å opprettholde profitt. XXL har over en årrekke økt antallet varehus hurtig, hvilket har bidratt til økt lønnsomhet. For å kunne fortsette å øke virksomhetens nettoomsetning og profitt, kreves det at sportskonsernet evner å fremdeles rettidig og kostnadseffektivt åpne og operere profitable nye varehus. Samtidig kreves eksisterende varehus å opprettholde eller øke omsetning og resultat.

I analyseperioden har netto driftsmargin holdt seg på et relativt stabilt nivå, hvor det har variert mellom 6,7 til 8,6 prosent for XXL og 5,4 til 5,9 prosent for bransjen. Det bør også poengteres at XXLs netto driftsmargin har hatt en nedgående trend, mens bransjen generelt har hatt en økende trend.

Netto driftsmargin på budsjettpunkt T og steady state

Som de andre driverne setter vi først nivået på netto driftsmargin for budsjettpunkt T (2025). Det er flere måter å analysere dette på, blant annet ved å se på bransjesnittet og se det opp mot fremtidig netto driftsrentabilitet og omløpet til netto driftseiendeler, gitt ved $ndm_T = \frac{ndr_T}{onde_T}$, hvor ndr er ndk_T pluss et tillegg på en vektet gjennomsnittlig marginfordel XXL har i forhold bransjen (Knivsflå 2015m, 20-23). Netto driftskrav for budsjettthorisont T er beregnet i avsnitt 10.3 til omlag 5,9 prosent. Tidsvektet gjennomsnittlig marginfordel for XXL er på 1,8 prosent. *Onde* har vi beregnet ovenfor til 1,5. Ved å benytte disse tallene får vi en netto driftsmargin på 5,3 prosent. På grunn av at 2015T ikke er med i marginfordel beregningen, har vi rundet netto driftsmargin opp til 5,5 prosent for budsjettpunkt T.

Netto driftsmargin på budsjettpunkt 1, 2 og M

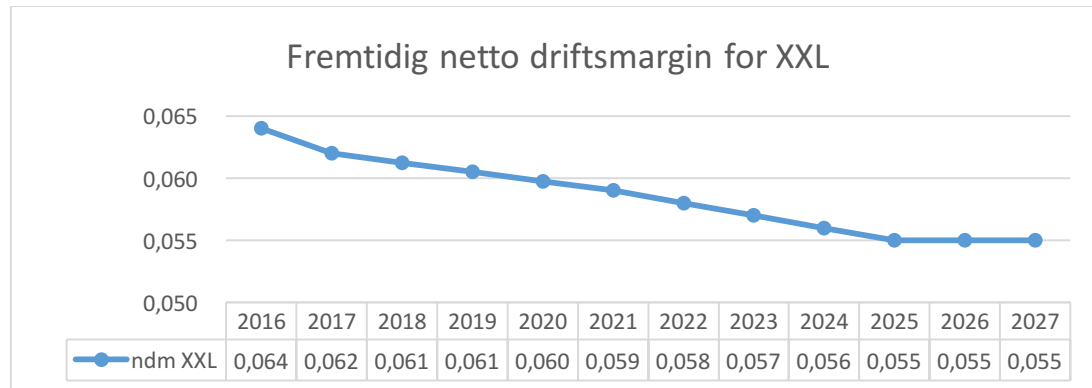
I budsjettpunktene før T har vi enkelt forutsatt at disse gradvis reduseres. Dette på grunn av en reduksjon på 1,2 prosent fra 2015T til 2025, i tillegg går også netto driftsmargin mot snittet i bransjen. Vi har derfor følgende budsjettpunkt:

- Budsjettpunkt 1 (2016): 6,4 prosent
- Budsjettpunkt 2 (2017): 6,2 prosent
- Budsjettpunkt M (2021): 5,9 prosent

Mellom budsjettpunkt 1 og 2, samt 2 og M har vi antatt en lineær reduksjon.

Oppsummering netto driftsmargin

Ved å benytte beregninger og forutsetningene ovenfor får vi følgende netto driftsmargin i budsjetteringsperioden:



Figur 9-7 Fremtidig netto driftsmargin

Som nevnt tidligere benyttes netto driftsmargin for å beregne netto driftsresultat i fremtidsregnskapet. Dette gir følgende resultat:

Steg 3 - Budsjetter driftsresultat						
	1	2				M
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	7 970 664	9 086 557	10 199 660	11 270 625	12 256 804	13 114 781
* netto driftsmargin	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
= Netto driftsresultat	510 123	563 367	624 729	681 873	732 344	773 772

	Steady state					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsinntekter	13 967 241	14 805 276	15 619 566	16 400 544	17 220 572	18 081 600
* netto driftsmargin	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
= Netto driftsresultat	810 100	843 901	874 696	902 030	947 131	994 488

Tabell 9-4 Budsjettert driftsresultat

9.4.4 Finansielle andeler (4. trinn)

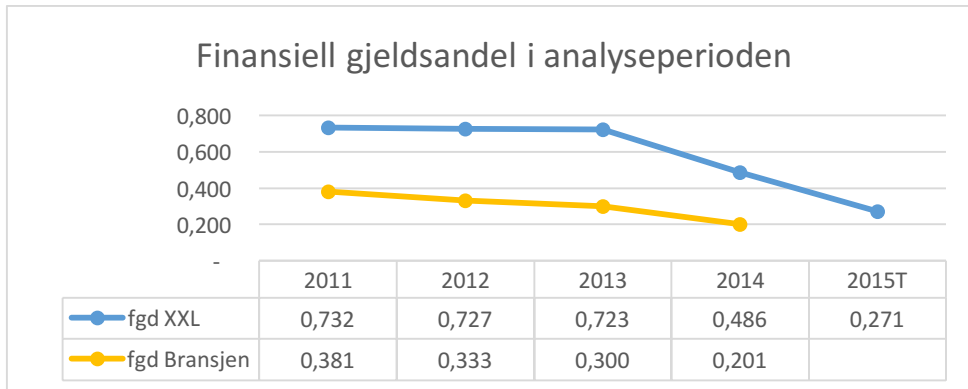
Vi vil i dette avsnittet forsøke å prognostisere fremtidig finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Netto finansiell gjeld er finansiell gjeld fratrukket finansiell eiendeler (Penman 2013, 242). Vi må dermed for å estimere netto finansiell gjeld, først budsjettere finansiell gjeld og finansielle eiendeler separat. Budsjettdriverne for hver av de finansielle postene er henholdsvis *finansiell gjeldsandel* og *finansiell eiendelsandel*.

9.4.4.1 Finansiell gjeldsandel

Budsjettdriveren til finansiell gjeld, *finansiell gjeldsandel* defineres som (Knivsflå 2015l, 25):

$$fgd_t = \frac{\text{Finansiell gjeld}_t}{\text{Netto driftseiendeler}_t}$$

I analyseperioden har vi følgende resultat for finansiell gjeldsandel for XXL og bransjen:



Figur 9-8 Finansiell gjeldsandel i analyseperioden

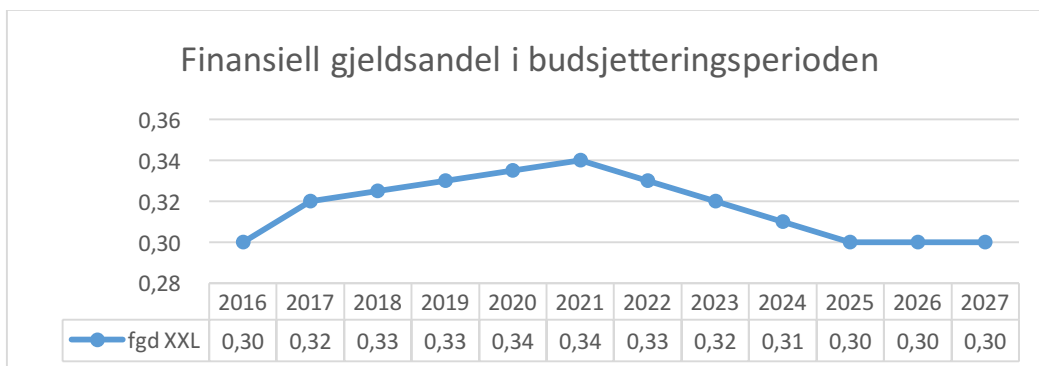
XXL har hatt reduksjon i finansiell gjeldsandel. Dette er på grunn av endringen i kapitalstruktur i 2014, noe som går igjen i flere tilfeller. Bransjen har hatt samme trend, men med noe lavere utvikling i analyseperioden. Fra figuren er det rimelig å anta at XXLs finansielle gjeldsandel vil i fremtiden være på omtrent samme nivå som bransjen.

Finansiell gjeldsandel på budsjettpunktene

Bransjen har et gjennomsnitt på omlag 30 prosent i analyseperioden. Det er dette vi har tatt utgangspunkt i ved å fastsette gjeldsandelen på budsjettpunkt T (2025). Videre har vi antatt at økningen av gjeldsandel mot steady state allerede spiller inn på budsjettpunkt 1 (2016). Her har vi satt punktet til 30 prosent. Det vil videre ha en marginal økning til budsjettpunkt 2 (2017) til 32 prosent. Det vil videre ha en marginal økning til budsjettpunkt 2 (2017) til 32 prosent. Videre vil det være en økning frem til budsjettpunkt M (2021) til 34 prosent, hvor det reduseres til 30 prosent i 2025 og steady state. Mellom budsjettpunktene har vi for å forenkle benyttet lineær økning og reduksjon.

Oppsummering finansiell gjeldsandel

Basert på forutsatt budsjetteringspunkter ovenfor har vi følgende budsjetterte finansielle gjeldsandel for XXL:



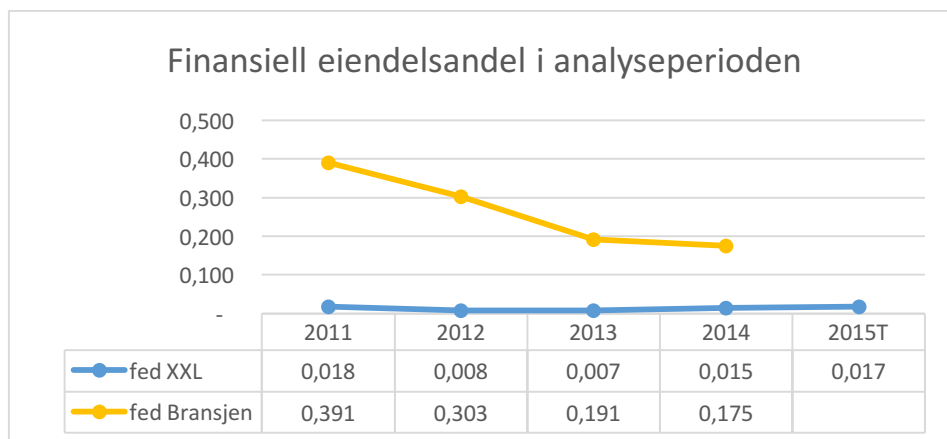
Figur 9-9 Finansiell gjeldsandel i budsjetteringsperioden

9.4.4.2 Finansiell eiendelsandel

Driveren til finansiell eiendeler, *finansiell eiendelsandel* defineres som (Knivsflå 2015l, 25):

$$fed_t = \frac{\text{Finansielle eiendeler}_t}{\text{Netto driftseiendeler}_t}$$

I analyseperioden viser vi til følgende finansiell eiendelsandel for XXL og bransjen:



Figur 9-10 Finansiell eiendelsandel i analyseperioden

I analyseperioden har XXL en betydelig mindre finansiell eiendelsandel enn bransjen. Dette er naturlig da XXL har en lite finansielle eiendeler, som hovedsakelig består av overskuddslikviditet. For bransjen derimot, har de både overskuddslikviditet, investeringer og fordringer som inngår i finansielle eiendeler. Det er også verdt å merke seg at finansiell eiendelsandel er redusert i bransjen, noe som kan tyde på at XXL og bransjen i fremtiden går mot hverandre.

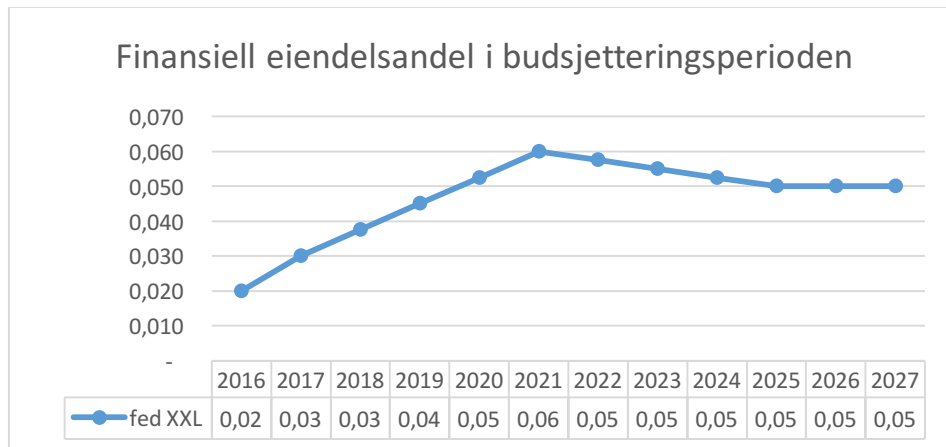
Finansiell eiendelsandel på budsjettpunktene

I analyseperioden har XXL for liten andel finansiell eiendeler i forhold til bransjen for at vi mener det er rimelig å benytte bransjen som estimat i budsjetteringen. Som vi nevnte ovenfor kan det se ut som at XXL vil øke sine finansielle eiendeler i fremtiden, mens bransjen vil redusere disse. Vi har videre tatt skjønnsmessige vurderinger hva gjelder budsjetteringspunktene, basert på hva vi mener er rimelig i forhold til historiske tall. På kort sikt har vi antatt en økning fra 1,8 prosent i 2015T til 2 prosent i 2016. Dette henger sammen med at finansielle eiendeler i stor grad har bestått av den residuale overskuddslikviditeten. Den forventede fremtidige utviklingen for konsernet kan tyde på at også finansielle investeringer vil øke i fremtiden. Finansielle fordringer vil være lik null i budsjettperioden, som vi kommer tilbake til i avsnitt 10.2.2. Videre vil den finansielle eiendelsandelen igjen øke

til 3 prosent i 2017. På mellomlang sikt, altså i 2021, har økningen gått opp til hele 6 prosent før vi antar at fra 2025 og steady state vil finansiell eiendelsandel utgjøre 5 prosent. Ut i fra trenden i analyseperioden mener vi dette er rimelig forutsetninger.

Oppsummering finansiell eiendelsandel

Ut ifra budsjettpunktene estimert ovenfor får vi følgende årlige andeler i budsjetteringsperioden:



Figur 9-11 Finansiell eiendelsandel i budsjetteringsperioden

9.4.4.3 Budsjettering av finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld

Etter å ha estimert andelene av finansiell gjeld og finansielle eiendeler kan vi nå budsjettere finansiell gjeld og -eiendeler. Når vi har disse postene, kan vi sette opp netto finansiell gjeld. Resultatet blir som følger:

Steg 4 - Budsjetter finansiell gjeld og eiendeler						
	1		2			M
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Netto driftseiendeler	4 404 194	5 043 420	5 687 696	6 315 369	6 902 516	7 759 579
* finansiell gjeldsdel	0,30	0,32	0,33	0,33	0,34	0,34
= Finansiell gjeld	1 321 258	1 613 894	1 848 501	2 084 072	2 312 343	2 638 257
Netto driftseiendeler	4 404 194	5 043 420	5 687 696	6 315 369	6 902 516	7 759 579
* finansiell eiendelsdel	0,02	0,03	0,04	0,05	0,05	0,06
= Finansiell eiendel	88 084	151 303	213 289	284 192	362 382	465 575
--> Netto finansiell gjeld	1 233 174	1 462 592	1 635 213	1 799 880	1 949 961	2 172 682

	Steady state					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftseiendeler	8 708 986	9 762 229	10 933 696	11 480 381	12 054 400	12 657 120
* finansiell gjeldsdel	0,33	0,32	0,31	0,30	0,30	0,30
= Finansiell gjeld	2 873 965	3 123 913	3 389 446	3 444 114	3 616 320	3 797 136
Netto driftseiendeler	8 708 986	9 762 229	10 933 696	11 480 381	12 054 400	12 657 120
* finansiell eiendelsdel	0,06	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05
= Finansiell eiendel	500 767	536 923	574 019	574 019	602 720	632 856
--> Netto finansiell gjeld	2 373 199	2 586 991	2 815 427	2 870 095	3 013 600	3 164 280

Tabell 9-5 Budsjettert finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld

9.4.5 Finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet (5. trinn)

Netto finanskostnad er definert som *finanskostnad* minus *finansinntekter*. I likhet med budsjettering av netto finansiell gjeld, budsjetteres også finanskostnad og -inntekt separat, før vi beregner differansen mellom dem. På sikt er det rimelig å anta at netto finansiell gjeldsrente er lik netto finansielt gjeldskrav ($nfgr = nfgk$), og derav at både finansiell eiendelsrentabilitet er lik finansielt eiendelskrav ($fer = fek$) og finansiell gjeldsrente er lik finansielt gjeldskrav ($fgr = fgk$). Dette innebærer at finansielle mer- og mindreverdier ikke eksisterer i budsjettet (Knivsfå 2015m, 40). Finansiell gjeldsrente er budsjettdriveren til finanskostnadene, og finansiell eiendelsrentabilitet er budsjettdriveren til finansinntekter, uttrykt som (Knivsfå 2015l, 25):

$$fgr_t = \frac{\text{Netto finanskostnad}_t}{\text{Finansiell gjeld}_{t-1}} \quad fer_t = \frac{\text{Netto finansinntekt}_t}{\text{Finansielle eiendeler}_{t-1}}$$

Kravene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler er estimert i avsnitt 10.2.1 og 10.2.2.

Resultatene av finanspostene er som følger:

Steg 5 - Budsjetter netto finanskostnad og -inntekt						
	1	2				M
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Finansiell gjeld (t-1)	1 203 000	1 321 258	1 613 894	1 848 501	2 084 072	2 312 343
* finansiell gjeldsrente (t)	0,023	0,025	0,027	0,030	0,032	0,034
= Netto finanskostnad (t)	27 609	33 315	44 349	54 982	66 708	79 251
Finansiell eiendeler (t-1)	67 339	88 084	151 303	213 289	284 192	362 382
* finansiell eiendelsrentabilitet (t)	0,011	0,014	0,018	0,021	0,024	0,028
= Netto finansinntekt	737	1 262	2 678	4 496	6 949	10 085
--> NFK - NFI	26 871	32 053	41 670	50 486	59 759	69 167

	Steady state					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Finansiell gjeld (t-1)	2 638 257	2 873 965	3 123 913	3 389 446	3 444 114	3 616 320
* finansiell gjeldsrente (t)	0,037	0,039	0,041	0,043	0,043	0,043
= Netto finanskostnad (t)	96 396	111 517	128 290	146 873	149 242	156 704
Finansiell eiendeler (t-1)	465 575	500 767	536 923	574 019	574 019	602 720
* finansiell eiendelsrentabilitet (t)	0,031	0,035	0,038	0,041	0,041	0,041
= Netto finansinntekt	14 528	17 317	20 379	23 726	23 726	24 912
--> NFK - NFI	81 868	94 200	107 910	123 147	125 516	131 792

Tabell 9-6 Budsjettert netto finanskostnad og netto finansinntekt

9.5 Fremtidsregnskap

Det er i beregningene av budsjettdriverne gjort en forutsetning om at rentabilitet og vekst i budsjettthorisonten konvergerer mot respektive størrelser utover budsjettthorisonten i steady state. Virksomheten vil da være i konstant steady state-vekst. Budsjetteringen av fremtidsregnskapet vises i tabellene nedenfor. Disse estimatene utgjør et essensielt utgangspunkt, sammen med fremtidskravene fra kapittel 10, når vi i kapittel 11 gjennomfører den fundamentale verdsettelsen.

Fremtidsbalanse og fremtidsresultatregnskap XXL ASA													
Symbol	Budsjetthorisont fra 2016 (0) til 2025 (T)												
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	"Steady state"
<i>Beløp / NOK 1.000</i>													
Driftsinntekter	7 970 664	9 086 557	10 199 660	11 270 625	12 256 804	13 114 781	13 967 241	14 805 276	15 619 566	16 400 544	17 220 572	18 081 600	18 985 680
Netto driftsresultat	510 123	563 367	624 729	681 873	732 344	773 772	810 100	843 901	874 696	902 030	947 131	994 488	1 044 412
+ Netto finansinntekt	-	737	2 678	4 496	6 949	10 085	14 528	17 317	20 379	23 726	23 726	24 912	26 157
Nettoresultat til selskapskapital	510 860	564 228	627 407	686 368	739 293	783 857	824 628	861 217	895 075	925 756	970 857	1 019 400	1 070 370
- Netto finanskostnad	27 609	33 315	44 349	54 982	66 708	79 251	96 396	111 517	128 290	146 873	149 242	156 704	164 539
- Netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Nettoresultat til egenkapital	483 251	531 313	583 059	631 387	672 585	704 605	728 232	749 701	766 785	778 883	821 615	862 696	905 831
+ Unormalt netto driftsresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Unormalt netto finansresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Unormalt netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Fullstendige nettoresultat	483 251	531 313	583 059	631 387	672 585	704 605	728 232	749 701	766 785	778 883	821 615	862 696	905 831
- Fri kontantstrøm til egenkapital	426 231	121 505	111 403	168 382	235 519	20 264	20 659	89 750	176 246	286 866	391 101	410 656	431 880
= Endring i egenkapital	57 020	409 808	471 656	463 005	437 067	634 341	748 891	839 451	943 031	492 016	430 514	452 040	474 642
Netto driftsresultat	4 404 194	5 043 420	5 687 696	6 315 369	6 902 516	7 759 579	8 708 986	9 762 229	10 938 696	11 480 381	12 054 400	12 657 120	13 289 976
+ Finansielle eiendeler	88 084	151 303	213 289	284 192	362 382	465 575	500 767	536 923	574 019	602 720	632 856	664 999	664 999
= Selskapskapital	4 492 278	5 194 722	5 900 985	6 599 560	7 264 898	8 225 153	9 209 753	10 299 151	11 507 715	12 054 400	12 657 120	13 289 976	13 954 475
Egenkapital	3 171 020	3 580 828	4 052 483	4 515 489	4 952 555	5 386 897	6 335 787	7 175 238	8 118 270	8 610 286	9 040 800	9 492 840	9 967 482
+ Minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Finansiell gjeld	1 321 258	1 613 894	1 848 501	2 084 072	2 312 343	2 838 257	2 873 965	3 128 913	3 389 446	3 444 114	3 616 320	3 797 136	3 986 993
= Selskapskapital	4 492 278	5 194 722	5 900 985	6 599 560	7 264 898	8 225 153	9 209 753	10 299 151	11 507 715	12 054 400	12 657 120	13 289 976	13 954 475

Tabell 9-7 Fremtidsbalanse og fremtidsresultatregnskap XXL ASA

Fremtidig fri kontantstrøm													
Beløp / NOK 1.000	Budsjetthorisont fra 2016 (0) til 2025 (T)												
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	"Steady state"
Netto driftsresultat	510 123	563 367	624 729	681 873	732 344	773 772	810 100	843 901	874 696	902 030	947 131	994 488	-
+ Unormalt netto driftsresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Endring i netto driftsresultat	154 533	639 225	644 276	627 673	587 147	857 062	949 407	1 053 243	1 171 467	546 685	574 019	602 720	-
= Fri kontantstrøm fra drift	355 589	75 859	19 547	54 200	145 197	83 290	139 307	209 342	296 772	355 345	373 112	391 768	-
+ Netto finansinntekt	737	1 262	2 678	4 496	6 949	10 085	14 528	17 317	20 379	23 726	23 726	24 912	-
+ Unormalt netto finansresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Endring i finansielle eiendeler	20 745	63 219	61 986	70 903	78 191	103 193	35 192	36 156	37 096	-	28 701	30 136	-
= Fri kontantstrøm til selskapskapital	335 582	137 816	78 855	12 207	73 955	176 398	159 971	228 182	313 489	379 071	368 137	386 544	-
- Netto finanskostnad	27 609	33 315	44 349	54 982	66 708	79 251	96 396	111 517	128 290	146 873	149 242	156 704	-
+ Endring i finansiell gjeld	118 258	292 636	234 607	235 570	228 271	325 914	235 709	249 948	265 533	54 668	172 206	180 816	-
= Fri kontantstrøm til egenkapital	426 231	121 505	111 403	168 382	235 519	70 264	20 659	89 750	176 246	286 866	391 101	410 656	-

Tabell 9-8 Fremtidig fri kontantstrøm XXL ASA

10. Fremtidskrav og strategisk fordel

Dette kapittelet kobles mot kapittel 7 (historisk avkastningskrav) og kapittel 8 (strategisk fordel) Etter at vi i kapittel 9 gjorde et estimat av XXLs regnskap, skal vi videre redegjøre for avkastningskrav og strategisk fordel i fremtiden. Dette for å kunne gjøre en verdivurdering på grunnlag av fremtidig lønnsomhet.

10.1 Egenkapitalkrav

Egenkapitalkravet ble anslått i kapittel 7 for analyseperioden. Egenkapitalkravet er som nevnt tidligere utfallet av *CAPM-modellen*, som inkluderer variablene risikofri rente, markedsrisikopremie, egenkapitalbeta og illikviditetspremie. Vi skal i det følgende gå gjennom de ulike variablene hver for seg for å anslå egenkapitalkravet i fremtiden.

10.1.1 Fremtidig risikofri rente

For å anslå risikofri rente har vi tatt utgangspunkt i tiårig statsobligasjonsrente som tidligere. Det er rimelig å anta at dagens lave rentenivå ikke vil vare over tid, og vi har beregnet gjennomsnittlig rente fra 1996 til 2015T, basert på årsgjennomsnitt. Renten fra disse 19 observasjonene utgjør renten i *steady state*. Vi antar videre at renten har en lineær utvikling fra budsjetteringsåret 2016, til den når steady state. Det vil si at dagens lave rentenivå på 1,6 prosent vil gradvis øke frem til 2025, hvor den når den gjennomsnittlige beregnede renten på 4,3 prosent. Videre har vi som tidligere beregnet risikofri rente etter skatt:

Risikofri rente						
	1	2				M
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ti årig statsobligasjonsrente	0,015	0,018	0,021	0,024	0,027	0,031
= Risikofri rente før skatt	0,015	0,018	0,021	0,024	0,027	0,031
- 27% skatt	0,004	0,005	0,006	0,007	0,007	0,008
= Risikofri rente etter skatt	0,011	0,013	0,015	0,018	0,020	0,022
Steady state						
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ti årig statsobligasjonsrente	0,034	0,037	0,040	0,043	0,043	0,043
= Risikofri rente før skatt	0,034	0,037	0,040	0,043	0,043	0,043
- 27% skatt	0,009	0,010	0,011	0,012	0,012	0,012
= Risikofri rente etter skatt	0,025	0,027	0,029	0,031	0,031	0,031

Tabell 10-1 Fremtidig risikofri rente

10.1.2 Fremtidig markedsrisikopremie

Det er usikkerhet knyttet til nivået på risikopremien i fremtiden. Nivået på markedsrisikopremie har vi derfor etter anbefaling av Knivsflå benyttet årets (2015T) risikopremie som konstant nivå i fremtiden. Dette er på grunn av at det finnes få estimer

som indikerer hva nivået vil ligge på i fremtiden (Kaldestad og Møller 2012, 117). Nivået vi benytter er 5 prosent, noe som også er et rimelig estimat basert på nivået gjennom analyseperioden vår, hvor det har vært små variasjoner mellom 4,7 og 5,2 prosent.

Markeds risikopremie						
	1	2				M
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Risikopremie	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
					Steady state	
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Risikopremie	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05

Tabell 10-2 Fremtidig markedsrisikopremie

10.1.3 Fremtidig egenkapitalbeta

Beregning av årlig fremtidig egenkapitalbeta er basert på grunnlag av at netto driftsbeta er konstant gjennom budsjettperioden. Dette er samme antakelse som ved tidligere beregning av egenkapitalbeta i kapittel 7, hvor netto driftsbeta var 0,36. Videre i beregningen av egenkapitalbeta benytter man netto finansiell gjeldsbeta:

Netto finansiell gjeldsbeta						
	1	2				M
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Finansiell gjeldsbeta	0,096	0,096	0,096	0,096	0,096	0,096
* Finansiell gjeldsvekt	1,059	1,071	1,103	1,130	1,158	1,186
- Finansiell eiendelsbeta	-	0,022	0,044	0,067	0,089	0,111
* Finansiell eiendelsvekt	0,059	0,071	0,103	0,130	0,158	0,186
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,102	0,101	0,101	0,100	0,097	0,093
					Steady state	
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Finansiell gjeldsbeta	0,096	0,096	0,096	0,096	0,096	0,096
* Finansiell gjeldsvekt	1,214	1,211	1,208	1,204	1,200	1,200
- Finansiell eiendelsbeta	0,133	0,156	0,178	0,200	0,200	0,200
* Finansiell eiendelsvekt	0,214	0,211	0,208	0,204	0,200	0,200
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,088	0,083	0,079	0,075	0,075	0,075

Tabell 10-3 Fremtidig netto finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta er gitt ved $\frac{\text{Lang kreditt premie}}{\text{Markedspremie}} * \text{markedsrisikodel}$. Kredittrisikopremien er basert på fremtidig syntetisk rating, hvor vi har antatt en rating på BBB(+). Fremtidig rating er basert på syntetisk rating i analyseperioden. Dette gir en premie 1,2 prosent (Knivsflå 2015i, 55). Videre er det antatt markedspremie på 5 prosent og en konstant markedsrisikodel på 40 prosent, slik som i analyseperioden. Videre er finansiell gjeldsvekt – finansiell gjeld dividert på netto finansiell gjeld, hvor inngående balanse benyttes.

Finansiell eiendelsvekt er finansielle eiendeler dividert på netto finansiell gjeld. Videre er finansiell eiendelsbeta basert på noen antakelser. Ettersom eiendelsbetaen er gitt ved:

$\beta_{Kon} * \text{kontantvekt} + \beta_{For} * \text{fordringsvekt} + \beta_{Inv} * \text{investeringsvekt}$, har vi antatt det samme som i analyseperioden, altså kontantbeta lik 0 og investeringsbeta lik 1. Ettersom vi antar at fordringsvekten også vil være null i fremtiden, faller fordringsleddet bort fra formelen. Markedspremien og markedsrisikodelen er som diskutert tidligere på henholdsvis 5 og 40 prosent. Estimater på vektene gjennomgår vi i delkapittel 10.2.2. Se vedlegg 6 for beregninger av finansiell gjeldsbeta og –eiendelsbeta.

Basert på disse beregningene og antakelsene får vi følgende egenkapitalbeta for budsjetteringen:

Egenkapitalbeta						
	1	2				M
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
(Netto driftsbeta	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364
- (Netto finansiell gjeldsbeta	0,102	0,101	0,101	0,100	0,097	0,093
* NFG / NDK))	0,267	0,280	0,290	0,288	0,285	0,283
/ EK/NDK	0,733	0,720	0,710	0,713	0,715	0,718
= Årlig egenkapitalbeta	0,459	0,466	0,471	0,470	0,470	0,470
Steady state						
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
(Netto driftsbeta	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364
- (Netto finansiell gjeldsbeta	0,088	0,083	0,079	0,075	0,075	0,075
* NFG / NDK))	0,280	0,273	0,265	0,258	0,250	0,250
/ EK/NDK	0,720	0,728	0,735	0,743	0,750	0,750
= Årlig egenkapitalbeta	0,471	0,469	0,466	0,464	0,460	0,460

Tabell 10-4 Fremtidig egenkapitalbeta

Det er verdt å merke seg at egenkapitalbetaen har relativt lite endring gjennom budsjetteringsperioden. En lav fremtidig egenkapitalbeta gjenspeiler at den er mindre risikabel å investere i enn markedet generelt (Investopedia 2015c). Dette kan gi utslag i lavere avkastningskrav.

10.1.4 Fremtidig illikviditetspremie

I budsjettperioden antas illikviditetspremien å utgjøre det samme som i analyseperioden, altså 1 prosent.

10.1.5 Oppsummering

Når det gjelder skatt på utbytte har vi antatt etter anbefalinger fra Knivsflå (2015n, 16) at dette ikke relevant på grunn av at det inngår i alternativkostnaden. Vi har nå gjennomgått alle elementene for å beregne egenkapitalkravet til XXL i budsjettperioden.

Egenkapitalkrav						
	1	2				M
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tiårig norsk Statsobligasjonsrente	0,015	0,018	0,021	0,024	0,027	0,031
= Risikofri rente før skatt	0,015	0,018	0,021	0,024	0,027	0,031
- 27% (eller 28%) skatt	0,004	0,005	0,006	0,007	0,007	0,008
= Risikofri rente etter skatt	0,011	0,013	0,015	0,018	0,020	0,022
+ Justert beta	0,459	0,466	0,471	0,470	0,470	0,470
* Risikopremie etter Skatt	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
+ Illikviditetspremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
= Egenkapitalkrav	0,044	0,047	0,049	0,051	0,054	0,056
/(1- utbytteskatt)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
= Egenkapitalkrav	0,044	0,047	0,049	0,051	0,054	0,056

	Steady state					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Tiårig norsk Statsobligasjonsrente	0,034	0,037	0,040	0,043	0,043	0,043
= Risikofri rente før skatt	0,034	0,037	0,040	0,043	0,043	0,043
- 27% (eller 28%) skatt	0,009	0,010	0,011	0,012	0,012	0,012
= Risikofri rente etter skatt	0,025	0,027	0,029	0,031	0,031	0,031
+ Justert beta	0,471	0,469	0,466	0,464	0,460	0,460
* Risikopremie etter Skatt	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
+ Illikviditetspremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
= Egenkapitalkrav	0,058	0,060	0,062	0,065	0,064	0,064
/(1- utbytteskatt)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
= Egenkapitalkrav	0,058	0,060	0,062	0,065	0,064	0,064

Tabell 10-5 Fremtidig egenkapitalkrav

Det er verdt å merke seg at til tross for jevnt systematisk risiko (beta) i budsjettperioden, øker egenkapitalkravet. Dette gjenspeiler risikofri rente som er gradvis økende.

10.2 Fremtidig finansielle krav

Beregning av finansielle krav blir beregnet etter samme måte som i kapittel 7. På grunn av faren for mye gjentakelse, unnlater vi teorien om kravene i det følgende. Vi vil fastsette fremtidig gjeldskrav og eiendelskrav, og til slutt netto finansielt gjeldskrav som er vektet differanse mellom de to. Det er verdt å gjenta at finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav benyttes i kapittel 9 for å beregne finansinntekt og finanskostnad, da vi har antatt at disse er lik gjeldsrente og eiendelsrentabilitet i fremtiden.

10.2.1 Fremtidig finansielt gjeldskrav

Som vi beskrev ovenfor i avsnitt 10.1.3, har vi antatt en syntetisk rating i fremtiden på BBB(+). Dette er på grunnlag av gjennomsnittlig syntetisk rating i analyseperioden, og at dette snittet er indikator på hvor det vil ligge i fremtiden. I Norge er det som nevnt vanlig å ha en rating på BBB, så en sterk BBB-rating mener vi er en rimelig antakelse. I tillegg til kredittrisikopremien består finansielt gjeldskrav av risikofri rente, som vi gjennomgikk i avsnitt 10.1.1. Følgende finansielt gjeldskrav er estimert for XXL:

Finansielt gjeldskrav						
	1	2				M
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Rating	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Risikofri rente	0,011	0,013	0,015	0,018	0,020	0,022
+ Kreditrisikopremie	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012
= Finansielt gjeldskrav	0,023	0,025	0,027	0,030	0,032	0,034
Steady state						
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Rating	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Risikofri rente	0,025	0,027	0,029	0,031	0,031	0,031
+ Kreditrisikopremie	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012
= Finansielt gjeldskrav	0,037	0,039	0,041	0,043	0,043	0,043

Tabell 10-6 Fremtidig finansielt gjeldskrav

Vi ser at fra tabellen at finansielt gjeldskrav er økende i fremtiden, som kommer av en høyere risikofri rente i fremtiden.

10.2.2 Fremtidig finansielt eiendelskrav

Finansielt eiendelskrav er basert på antakelser. Først vil vi gjøre anslaget for vektene – fordringer, investeringer og kontanter. I analyseperioden har ikke XXL finansielle fordringer, derfor har vi videre antatt at dette er tilfelle i fremtiden. Dette er på grunnlag av at vi ikke har noen indikatorer for å si noe om dette kommer til å endre seg i fremtiden. Videre består XXLs finansielle eiendeler av kontanter og investeringer. Det er kjent fra tidligere at investeringer er lik null i 2014 og 2015T, og det er rimelig at dette også er tilfelle i 2016. I fremtiden er det antatt at dette vil endre seg noe, og investeringer vil utgjøre 20 prosent av finansielle eiendeler i steady state. Fra 2016-2025 har vi derfor antatt en lineær utvikling. Dette utgjør en økning på 2,2 prosent per år. Når det gjelder kontantvekten har denne i analyseperioden vært gjennomsnittlig høy på 76 prosent. Vi har videre antatt at denne vil øke til 80 prosent i steady state, med en lineær utvikling på 2,2 prosent per år fra 2016-2025.

Videre er det samme estimat for kravene – investeringer og kontanter, som beregningen av historiske krav. Kontantkravet vil utgjøre risikofri rente etter skatt, mens investeringskravet er risikofri rente med et tillegg på markedsrisikopremien (5 prosent). Basert på antakelsene beskrevet ovenfor faller fordringsleddet bort, og finansielt eiendelskrav for XXL er følgende:

Finansielt eiendelskrav						
	1	2				M
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Kontantkrav	0,011	0,013	0,015	0,018	0,020	0,022
* Kontantvekt	1,000	0,978	0,956	0,933	0,911	0,889
+ Investeringskrav	0,061	0,063	0,065	0,068	0,070	0,072
* Investeringsvekt	-	0,022	0,044	0,067	0,089	0,111
= Finansielt eiendelskrav	0,011	0,014	0,018	0,021	0,024	0,028

	Steady state					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Kontantkrav	0,025	0,027	0,029	0,031	0,031	0,031
* Kontantvekt	0,867	0,844	0,822	0,800	0,800	0,800
+ Investeringskrav	0,075	0,077	0,079	0,081	0,081	0,081
* Investeringsvekt	0,133	0,156	0,178	0,200	0,200	0,200
= Finansielt eiendelskrav	0,031	0,035	0,038	0,041	0,041	0,041

Tabell 10-7 Fremtidig finansielt eiendelskrav

Fra tabellen ser man at finansielt eiendelskrav øker fra 1,1 til 4,1 prosent. Dette kommer av at XXL i fremtiden trolig vil ha finansielle investeringer, noe som øker eiendelskravet betraktelig.

10.2.3 Fremtidig netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav består av gjeldskrav og eiendelskrav som estimert ovenfor, i tillegg til vekting av finansiell gjeld og –eiendeler på netto finansiell gjeld. Vektingen skjer på grunnlag av inngående balanse. Dette er i følge Knivsflå (2015n, 13) det beste ved estimat av fremtiden fordi da forutsetter man at kontantstrømmene er realisert i slutten av hvert år. For XXL gir dette følgende estimat av netto finansielt gjeldskrav:

Netto finansielt gjeldskrav						
	1	2				M
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Finansielt gjeldskrav	0,023	0,025	0,027	0,030	0,032	0,034
* FG/NFG	1,059	1,071	1,103	1,130	1,158	1,186
- Finansielt eiendelskrav	0,011	0,014	0,018	0,021	0,024	0,028
* FE/NFG	0,059	0,071	0,103	0,130	0,158	0,186
= Netto finansielt gjeldskrav	0,024	0,026	0,028	0,031	0,033	0,035

	Steady state					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Finansielt gjeldskrav	0,037	0,039	0,041	0,043	0,043	0,043
* FG/NFG	1,214	1,211	1,208	1,204	1,200	1,200
- Finansielt eiendelskrav	0,031	0,035	0,038	0,041	0,041	0,041
* FE/NFG	0,214	0,211	0,208	0,204	0,200	0,200
= Netto finansielt gjeldskrav	0,038	0,040	0,042	0,044	0,044	0,044

Tabell 10-8 Fremtidig netto finansielt gjeldskrav

Vi ser fra tabellen at dette utgjør samme trend som tidligere; kravet øker gradvis for hvert år.

10.3 Fremtidige selskapskrav

For fremtidige selskapskrav er det to elementer i fokus; netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav. Disse viser forholdene for ulike deler av eiendelene, hvor sysselsatt kapitalkrav er basert på egenkapital og finansiell gjeld, mens netto driftskrav baseres på egenkapital og finansiell gjeld. Videre er vektingen basert på inngående balanse, slik som er gjennomgående i alle ledd når det gjelder estimering av fremtiden. Følgende resultat for fremtiden er tilfelle for XXL:

Netto driftskrav						
	1	2				M
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Egenkapitalkrav	0,044	0,047	0,049	0,051	0,054	0,056
* EK/NDK	0,733	0,720	0,710	0,713	0,715	0,718
+ netto finansielt gjeldskrav	0,024	0,026	0,028	0,031	0,033	0,035
* NFG/NDK	0,267	0,280	0,290	0,288	0,285	0,283
= Netto driftskrav	0,039	0,041	0,043	0,045	0,048	0,050
Steady state						
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Egenkapitalkrav	0,058	0,060	0,062	0,065	0,064	0,064
* EK/NDK	0,720	0,728	0,735	0,743	0,750	0,750
+ netto finansielt gjeldskrav	0,038	0,040	0,042	0,044	0,044	0,044
* NFG/NDK	0,280	0,273	0,265	0,258	0,250	0,250
= Netto driftskrav	0,052	0,055	0,057	0,059	0,059	0,059

Tabell 10-9 Fremtidig netto driftskrav

Krav til sysselsatt kapital						
	1	2				M
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Egenkapitalkrav	0,044	0,047	0,049	0,051	0,054	0,056
* EK/SSK	0,721	0,706	0,689	0,687	0,684	0,682
+ finansielt gjeldskrav	0,023	0,025	0,027	0,030	0,032	0,034
* FG/SSK	0,279	0,294	0,311	0,313	0,316	0,318
= Krav til sysselsatt kapital	0,038	0,040	0,042	0,045	0,047	0,049
Steady state						
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Egenkapitalkrav	0,058	0,060	0,062	0,065	0,064	0,064
* EK/SSK	0,679	0,688	0,697	0,705	0,714	0,714
+ finansielt gjeldskrav	0,037	0,039	0,041	0,043	0,043	0,043
* FG/SSK	0,321	0,312	0,303	0,295	0,286	0,286
= Krav til sysselsatt kapital	0,051	0,054	0,056	0,058	0,058	0,058

Tabell 10-10 Fremtidig sysselsatt kapitalkrav

Fra tabellene ser man at disse er ganske like, med marginale forskjeller. Differansen skyldes at finansielle eiendeler er en så pass liten del, slik at differansen mellom finansiell gjeld og netto finansiell gjeld er liten.

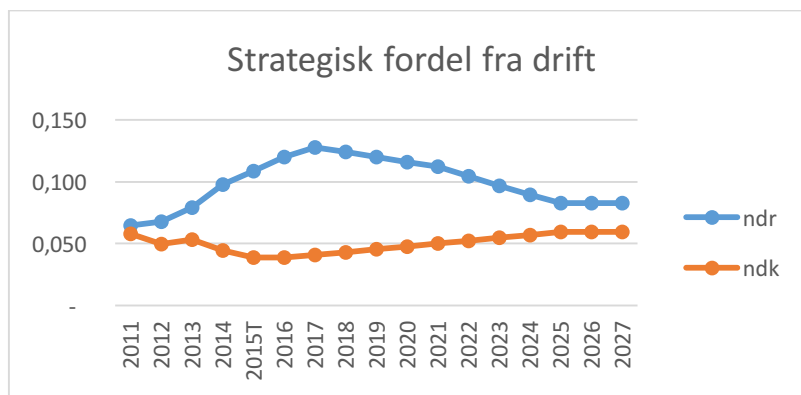
10.4 Fremtidig strategisk fordel

Etter å ha estimert fremtidsregnskapet og fremtidige krav i de to foregående kapittele, skal vi videre gjøre et estimat av XXLs fremtidige strategiske fordel. Denne delen av utredningen har

sammenheng med kapittel 8, hvor man analyserte XXLs strategiske fordel, og hvilke elementer som spilte inn. I følge Knivsflå (2015n, 60) er den strategiske fordelen i fremtiden i samsvar med fordelen beregnet i den strategiske regnskapsanalysen. Vi skal i det følgende se om dette er tilfelle og vurdere om XXL har *varig* strategisk fordel.

10.4.1 Fremtidig driftsfordel

Fra kapittel 8.2 *Strategisk fordel* fant vi en tidsvektet gjennomsnittlig driftsfordel på 8,3 prosent (ekskludert 2015T), hvor gearingsfordelen hadde stor påvirkning. I fremtiden vil trolig driftsfordelen falle, da det er vanskelig å opprettholde en såpass høy fordel. Først vil vi presentere utviklingen i strategisk fordel fra drift for XXL:



Figur 10-1 Strategisk fordel fra drift i analyse-, budsjetteringsperiode og steady state

Figuren viser hvordan netto driftsrentabilitet og netto driftskrav fører til en fordel. Fra 2011 har rentabiliteten økt, hvor toppunktet er i 2017. Etter toppunktet har rentabiliteten hatt en jevn tilbakegang. I steady state vil differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskravet være på 2,3 prosent. Det betyr at XXL har en varig strategisk fordel fra drift.

For å finne hele driftsfordelen må man legge på gearingfordelen fra drift. Gearingen impliserer en fordel basert på sammenhengen mellom netto finansiell gjeld og egenkapital (nfgg). I budsjetteringsperioden har denne falt betraktelig på grunn av differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav, i tillegg til lavere netto finansiell gjeld enn egenkapital i fremtiden. Totalt har XXL en varig driftsfordel på 3,1 prosent i steady state:

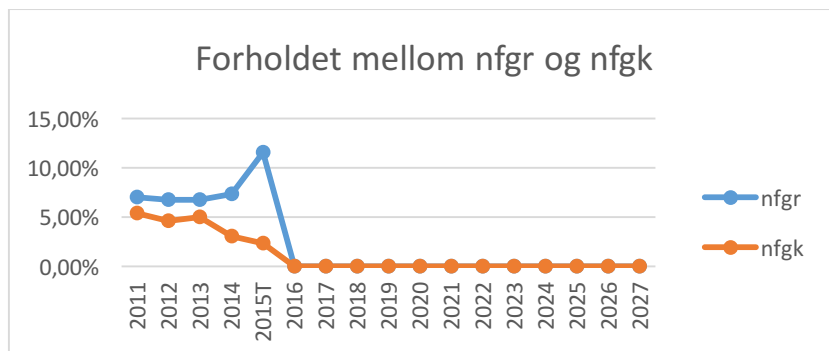
Driftsfordel						
	1	2				M
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Netto driftsrentabilitet	0,120	0,128	0,124	0,120	0,116	0,112
- netto driftskrav	0,039	0,041	0,043	0,045	0,048	0,050
= Strategisk fordel fra drift	0,082	0,087	0,081	0,074	0,068	0,062
+ Gearingfordel fra drift	0,030	0,034	0,033	0,030	0,027	0,024
= Driftsfordel	0,111	0,121	0,114	0,105	0,095	0,086

						Steady state
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftsrentabilitet	0,104	0,097	0,090	0,083	0,083	0,083
- netto driftskrav	0,052	0,055	0,057	0,059	0,059	0,059
= Strategisk fordel fra drift	0,052	0,042	0,033	0,023	0,023	0,023
+ Gearingfordel fra drift	0,020	0,016	0,012	0,008	0,008	0,008
= Driftsfordel	0,072	0,058	0,044	0,031	0,031	0,031

Tabell 10-11 Fremtidig driftsfordel

10.4.2 Fremtidig finansieringsfordel

Som diskutert tidligere vil differansen mellom finansielt gjeldskrav og finansiell gjeldsrente og finansielt eiendelskrav og finansiell eiendelsrentabilitet være lik null i fremtiden. Dette impliserer at også forholdet mellom netto finansielt gjeldskrav (nfgk) og netto finansiell gjeldsrente (nfgr) vil være lik null. Forhold mellom disse to i analyse- og budsjetteringsperioden er som følger:



Figur 10-2 Fremtidig forhold mellom netto finansielt gjeldskrav og -gjeldsrente

Tabellen viser en stor nedgang av netto finansiell gjeldsrente fra 2015T til 2016. Dette er på grunn av antakelsen vi har gjort om at differansen mellom variablene er lik null i budsjetteringen og all fremtid. Det kan diskuteres om resultatene i budsjettperioden er rimelig med tanke på finansieringsfordelen, hvor det er stor nedgang på fra 2015T til 2016 på netto finansiell gjeldsrente. Det kan argumenteres for at 2015T var et *unntaksår*, da differansen mellom variablene har vært relativt liten generelt i analyseperioden. På lang sikt vil gjeldsrente trolig sammenfalle med netto finansielt gjeldskrav. Derfor konkluderer vi med at antakelsen vår er rimelig (nfgk = nfgr), på grunn av mangel på bedre forutsetninger. Som figuren indikerer har XXL altså ingen finansieringsfordel i fremtiden.

10.4.3 Fremtidig strategisk fordel

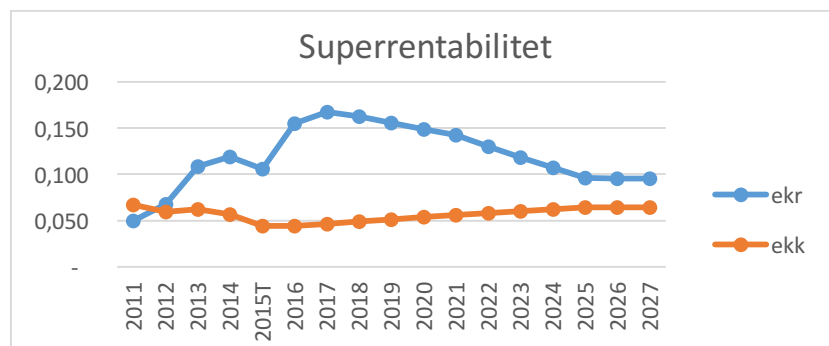
Etter å ha gjennomgått fremtidig driftsfordel og finansieringsfordel kan vi anslå XXLs total strategiske fordel. Vi husker fra kapittel 8 at XXL hadde en vektet gjennomsnittlig strategisk fordel på 3,9 prosent (eksklusive 2015T). Om dette er langvarig viser vi til følgende resultat:

Strategisk fordel						
	1	2				M
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Strategisk fordel drift	0,082	0,087	0,081	0,074	0,068	0,062
+ Gearingfordel drift	0,030	0,034	0,033	0,030	0,027	0,024
= Driftsfordel	0,111	0,121	0,114	0,105	0,095	0,086
+ Finansieringsfordel NFG	-	-	-	-	-	-
= Strategisk fordel	0,111	0,121	0,114	0,105	0,095	0,086

	Steady state					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Strategisk fordel drift	0,052	0,042	0,033	0,023	0,023	0,023
+ Gearingfordel drift	0,020	0,016	0,012	0,008	0,008	0,008
= Driftsfordel	0,072	0,058	0,044	0,031	0,031	0,031
+ Finansieringsfordel NFG	-	-	-	-	-	-
= Strategisk fordel	0,072	0,058	0,044	0,031	0,031	0,031

Tabell 10-12 Fremtidig strategisk fordel

I budsjettperioden ser vi fra tabellen at XXL har en høy økning i fordel fra 2015T til 2017, og deretter faller den jevnt over. Dette kan forklares ved å se på egenkapitalrentabiliteten (*nettoresultat til egenkapitalen / egenkapitalen*) i forhold til egenkapitalkravet, også kalt superrentabilitet:



Figur 10-3 Fremtidig strategisk fordel/superrentabilitet

Som nevnt tidligere viser strategisk fordel og superrentabiliteten de samme resultatene. Det er tydelig gjennom hele kapittelet om strategisk fordel; XXL viser til sterke resultater i de to første budsjetteringsårene, men etterhvert som selskapet stabiliserer seg og går mot steady state, vil resultatene avta og holde seg på et relativt gjennomsnittlig nivå.

Ut ifra resultatene ovenfor konkluderer vi med at XXL har en strategisk fordel i steady state på 3,1 prosent. Dette er en marginal nedgang fra analyseperioden hvor nivået var på 3,9 prosent. Dette betyr at kun 0,8 prosent av fordelene påvist i kapittel 8 var kortvarig, mens resten er en langsiktig strategisk fordel.

11. Fundamental verdsettelse

Rammeverket for fundamental verdsettelse ble drøftet i kapittel 3. Vi besluttet også i samme kapittel å benytte både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, her ved sysselsatt kapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden. Vi vil benytte rammeverket og modellene som eksisterer for å estimere verdien på egenkapitalen. Vi poengterte i kapittel 3 at vi ønsket å vise konsistensen mellom metodene. Samtidig fungerer metodene som gjensidige bekreftelser for hverandre da vi verdikonvergerer egenkapitalverdien og verdierestimatet per aksje til endelige estimater. Beregningene her er basert på fremtidsregnskapet og fremtidskravene vi estimerte i kapittel 9 og 10. Egenkapitalverdien kan estimeres direkte eller indirekte. Ved direkte fastsettelse bruker man den såkalte *egenkapitalmetoden*, mens for indirekte fastsettelse benytter vi to metoder; *sysselsatt kapital-* og *netto driftskapital metoden*. Videre benytter man fire ulike modeller under hver metode, som vi vil redegjøre for nedenfor.

Bortsett fra å fastsette egenkapitalverdien i dag, vil vi også beregne prisen per aksje. I følge tredje kvartalsrapport for XXL har de 138 512 123 utestående aksjer. For å fastsette aksjeprisen er følgende formel benyttet: $\text{egenkapitalverdi}_0 / \text{Utestående aksjer}$. Videre har Oslo Børs estimert markedsverdien til XXL pr. 08.12.2015 til 14 602 MNOK, med en tilhørende aksjepris på 105 NOK. Målet med kapitlet er å beregne om XXL er underpriset eller overpriset på børs, og man ut i fra det bør *kjøre* eller *selge*.

Før vi benytter metodene vil vi forklare *Gordons formel*, som benyttes i alle formlene for å fastsette verdien i steady state, hvor det er konstant vekst (Kaldestad og Møller 2012, 30). Formelens generelle uttrykk er:

$$\text{Verdi}_0 = \frac{\text{Kontantstrøm}}{\text{avkastningskrav} - \text{vekstfaktor}}$$

I vår beregninger benytter vi også superprofitt og superprofittvekst i telleren, men prinsippet bak formelen er den samme; å fastsette verdien når det er konstant vekst.

11.1 Egenkapitalmetoden

Ved bruk av egenkapitalmetoden verdsettes egenkapitalen til XXL direkte. Vi anser derfor egenkapitalmetoden som et naturlig utgangspunkt for den fundamentale verdsettelsen. Modellen har fokus på å beregne egenkapitalverdien i dag basert på fremtidig regnskap og fremtidige krav. I den videre utarbeidelsen av egenkapitalmetoden vil vi anvende fire ulike modeller. Disse modellene er *utbyttmodellen* (NBU), *fri kontantstrømmodellen* (FKE),

superprofittmodellen (SPE) og *superprofittvekstmodellen* (Δ SPE). Modellene skal ved korrekt anvendelse gi samme resultat. Felles for modellene er at verdien av egenkapitalen er lik en base pluss nåverdien av en ”strøm” til egenkapitalen. I vår utredning har vi besluttet å benytte alle modellene, som vi begrunnet i avsnitt 3.4. I det vil vi presentere de fire ulike modellene.

11.1.1 Utbyttmodellen (NBU)

Grunnlaget i utbyttmodellen er at verdien av egenkapitalen er nåverdien av fremtidig netto betalt utbytte ($EK_{IB} + Fullstendig\ nettoresultat - EK_{UB}$). Verdien diskonteres med fremtidige egenkapitalkrav, beregnet i kapittel 10. Når selskapet er i steady state, trekker man egenkapitalveksten fra egenkapitalkravet. Fordelen med modellen er at utbytte er en direkte form for avkastningen som aksjonærene får, men likevel anbefales den primært å bruke for finansinstitusjoner hvor konstant gjeldsgrad er naturlig (Kaldestad og Møller 2012, 37-38). Modellen viser til følgende formel for verdien av egenkapitalen:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{NBU_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekk)}$$

NBU = Netto betalt utbytte

ekv = egenkapitalkrav

ekv = egenkapitalvekst

11.1.2 Fri kontantstrømmmodellen (FKE)

Ved bruk av denne modellen benytter man fremtidig kontantstrøm til egenkapitalen, diskontert for fremtidig egenkapitalkrav. Modellen er sammenfallende med utbyttmodellen fordi fri kontantstrøm til egenkapital er det samme som netto betalt utbytte. Verdien på egenkapitalen i dag blir beregnet basert på følgende formel:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekk)}$$

FKE = Fri kontantstrøm til egenkapital

ekv = egenkapitalkrav

ekv = egenkapitalvekst

11.1.3 Superprofittmodellen (SPE)

Superprofitt er en modell som forsøker å ta hensyn til alternativkostnaden av den investerte kapitalen. Superprofitten viser til mer- eller mindreavkastningen egenkapitalen genererer. Modellen fokuserer på verdidriverne i selskapet, og illustrerer at verdien avhenger av differansen mellom rentabilitet og kapitalkostnad, kapitalbase og periode med superprofitt. Modellen passer best for selskaper som har størsteparten av verdiene i materielle eiendeler, som kan anses som negativt (Kaldestad og Møller 2012, 42-44). Følgende formel benyttes:

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

$SPE = \text{Superprofitt til EK (Netto resultat til EK - (ekk * EK IB)}$ $ekk = \text{egenkapitalkrav}$ $ekv = \text{egenkapitalvekst}$

11.1.4 Superprofittvekstmodellen (ΔSPE)

Utgangspunktet er endringen i superprofitt beregnet i modellen ovenfor, diskontert med egenkapitalkravet. Endringen i superprofitt tar hensyn til at avkastningskravet i år t avviker fra avkastningskravet som nettoresultatet til egenkapitalen i den første perioden er kapitalisert til (Knivsflå 2015o, 53):

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{T+1}) * (ekk - ekv)} \right\}$$

$$NRE = \text{Nettoresultat til EK} \quad \Delta SPE = \frac{(1 + ekk_1) * SPE_t - (1 + ekk_t) * SPE_{t-1}}{1 + ekk_t}$$

$ekk = \text{egenkapitalkrav}$ $ekv = \text{egenkapitalvekst}$

Verdien av egenkapitalen er lik den kapitaliserte verdien av nettoresultatet til egenkapitalen uten vekst, pluss nåverdien av fremtidig vekst. Den fremtidige veksten er justert vekst slik at vekst bare gir verdi dersom den er lønnsom. Ved å benytte formelen får vi også her samme resultat som overgående modeller.

11.2 Selskapskapitalmetoden

Ved å benytte selskapskapitalmetoden verdsetter man egenkapitalen indirekte. Det vil si at man finner verdien av selskapet total, og trekker fra gjelden for estimere verdien på egenkapitalen. Dette kan gjøres på to måter – ved å fokusere på sysselsatt kapital eller netto driftskapitalen (Knivsflå 2015p, 6). I vår utredningen har vi besluttet å ta i bruk alle modellene, noe vi begrunnet i avsnitt 3.4.

11.2.1 Sysselsatt kapital metoden

Vi husker fra tidligere at sysselsatt kapital består av egenkapital, eventuelle minoritetsinteresser og finansiell gjeld. Ved indirekte fastsettelse av egenkapitalen benyttes formelen: $VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0$. Tidligere har vi antatt at finansielt gjeldskrav er lik finansiell gjeldsrente, noe som betyr at verdi på finansiell gjeld (VFG) er lik balanseført verdi på finansiell gjeld. Modellene som benyttes er de samme som for egenkapitalmetoden, bortsett fra at vi her tar utgangspunkt i sysselsatt kapital, fremfor egenkapital (Knivsflå 2015p, 8-9):

Modell	Formeluttrykk
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital (FKS) <ul style="list-style-type: none"> • $FKS =$ <i>fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</i> • $skk =$ sysselsatt kapital krav • $skv =$ sysselsatt kapital vekst 	$VSSK_0$ $= \sum_{t=1}^T \frac{FKS_t}{(1+skk_1) * \dots * (1+skk_t)}$ $+ \frac{FKS_{T+1}}{(1+skk_1) * \dots * (1+skk_T) * (skk - skv)}$
Superprofittmodellen (SPS) <ul style="list-style-type: none"> • $SSK =$ Sysselsatt kapital • $SPS_t =$ Nettoresultat til $SSK_t - skk_t * SSK_{t-1}$ 	$VSSK_0$ $= SSK_0$ $+ \sum_{t=1}^T \frac{SPS_t}{(1+skk_1) * \dots * (1+skk_t)}$ $+ \frac{SPS_{T+1}}{(1+skk_1) * \dots * (1+skk_T) * (skk - skv)}$
Superprofittvekstmodellen (ΔSPS) <ul style="list-style-type: none"> • $NRS =$ nettoresultat til SSK • $\Delta SPS_t = \frac{(1+skk_t) * SPS_t - (1+skk_{t-1}) * SPS_{t-1}}{1+skk_t}$ 	$VSSK_0$ $= \frac{NRS_1}{skk_1} + \frac{1}{skk_1}$ $* \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPS_t}{(1+skk_1) * \dots * (1+skk_{t-1})} \right\}$ $+ \frac{\Delta SPS_{T+2}}{(1+skk_1) * \dots * (1+skk_{T+1}) * (skk - skv)}$

Tabell 11-1 Oversikt over modeller ved sysselsatt kapital-metoden

11.2.2 Netto driftskapital metoden

Netto driftskapital består av egenkapital og netto finansiell gjeld, og for å fastsette egenkapitalverdien indirekte tar man utgangspunkt i følgende formel: $VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0$. Siden gjeldskrav er lik gjeldsrente, og videre er finansielt eiendelskrav lik finansiell eiendelsrentabilitet vil verdien på netto finansiell gjeld (VNFG) være lik balanseført verdi på netto finansiell gjeld. Modellene er de samme som for de to foregående, men vi fokuserer postene for drift, fremfor sysselsatt kapital og egenkapital (Knivsflå 2015p, 17-18):

Modell	Formeluttrykk
Fri kontantstrøm fra drift (FKD) <ul style="list-style-type: none"> • $FKD =$ <i>fri - kotantstrøm fra drift</i> • $ndk =$ netto driftskrav • $ndv =$ vekst i netto driftskapital 	$VNDK_0$ $= \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1+ndk_1) * \dots * (1+ndk_t)}$ $+ \frac{FKD_{T+1}}{(1+ndk_1) * \dots * (1+ndk_T) * (ndk - ndv)}$
Superprofittmodellen (SPD) <ul style="list-style-type: none"> • $NDK =$ netto driftskapital • $SPD_t =$ netto driftsresultat $- ndk * NDK_{t-1}$ 	$VNDK_0$ $= NDK_0$ $+ \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1+ndk_1) * \dots * (1+ndk_t)}$ $+ \frac{SPD_{T+1}}{(1+ndk_1) * \dots * (1+ndk_T) * (ndk - ndv)}$
Superprofittvekstmodellen (ΔSPD) <ul style="list-style-type: none"> • $NDR =$ netto driftsresultat • $\Delta SPD_t = \frac{(1+ndk_t) * SPD_t - (1+ndk_{t-1}) * SPD_{t-1}}{1+ndk_t}$ 	$VNDK_0$ $= \frac{NDR_1}{ndk_1}$ $* \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1+ndk_1) * \dots * (1+ndk_{t-1})} \right\}$ $+ \frac{\Delta SPD_{T+2}}{(1+ndk_1) * \dots * (1+ndk_{T+1}) * (ndk - ndv)}$

Tabell 11-2 Oversikt over modeller ved netto driftskapital-metoden

11.3 Første estimat

Videre vil vi presentere resultatet vårt ved bruk av de ulike modellene ovenfor for å vise til verdien av egenkapitalen, både direkte og indirekte. For detaljerte beregninger av modellene henviser vi til vedlegg 7 for alle tre metodene.

Verdi egenkapital (VEK)					
	NBU	FK	SP	DSP	Gjennomsnitt
EK-metode	17 033 105	17 033 105	17 033 105	17 033 105	17 033 105
NDK-metode	24 226 824	24 226 824	24 226 824	24 226 824	24 226 824
SSK-metode	26 253 657	26 253 657	26 253 657	26 253 657	26 253 657
Gjennomsnitt	22 504 529	22 504 529	22 504 529	22 504 529	22 504 529

Tabell 11-3 Første estimat verdi egenkapital

Vi har videre beregnet pris per aksje. Som nevnt i innledningen hadde XXL i følge tredje kvartalsrapport for 2015, 138 512 123 utestående aksjer. Verdiestimatet per aksje er basert på egenkapitalverdien dividert på utestående aksjer:

Verdiestimat per aksje					
	NBU	FK	SP	DSP	Gjennomsnitt
EK-metode	122,97	122,97	122,97	122,97	122,97
NDK-metode	174,91	174,91	174,91	174,91	174,91
SSK-metode	189,54	189,54	189,54	189,54	189,54
Gjennomsnitt	162,47	162,47	162,47	162,47	162,47

Tabell 11-4 Første verdiestimat per aksje

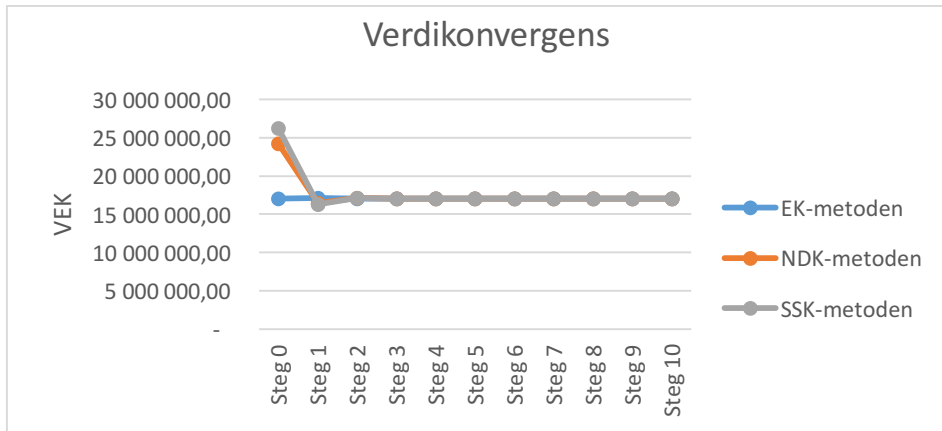
Vi ser fra tabellene at det er variasjoner både når det gjelder verdien på egenkapitalen og verdiestimat per aksje. Videre i verdsettelse skal vi benytte såkalt *verdikonvergens* for å finne et felles estimat for egenkapitalverdien og verdiestimatet per aksje.

11.4 Verdikonvergens mot endelig verdiestimat

Fra tabellen ovenfor ser man at de forskjellige modellen gir ulike svar angående egenkapitalverdi og aksjepris. For å rette opp i dette bruker vi såkalt verdikonvergens. Verdikonvergens gjør balanseførte verdier om til verdibaserte verdier. Samtidig gjør det at man kvitter seg med eventuelle skjevheter som forekommer i metodene benyttet for å estimere egenkapitalverdien. Dette går ut på å benytte den gjennomsnittlige egenkapitalverdien for å korrigere fremtidige verdier og krav. Når disse endres, vil metodene for verdsetting av egenkapitalen til slutt bli sammenfallende. Det gjøres N ganger, helt til tilsvarende modeller og metoder gir likt svar hva angår egenkapitalverdi og aksjepris. Prosedyren er som følger (Knivsflå 2015p, 51-78):

1. Benytte gjennomsnittlig egenkapitalverdi for å oppdatere fremtidskravene
2. Beregne ny egenkapitalverdi ved bruk av egenkapital- og selskapskapitalmetoden
3. Benytte ny gjennomsnittlig egenkapitalverdi for å oppdatere fremtidskravene
4. ...

Figur 11-1 illustrerer hvordan de tre hovedmetodene konvergerer via 10 steg:



Figur 11-1 Verdikonvergens XXL-aksjen fra første estimat til endelig verdiestimat

Fra figuren ser det ut som egenkapitalverdien er sammenfallende ved steg 2, men følgende tabell viser differansen som forekommer i de ulike stegene:

Verdikonvergens - egenkapitalverdi						
	Steg 0	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5
EK-metoden	17 033 105,31	17 097 520,23	17 040 852,54	17 045 388,80	17 044 917,76	17 044 964,93
NDK-metoden	24 226 824,05	16 468 932,57	17 103 675,97	17 039 068,88	17 045 552,66	17 044 901,14
SSK-metoden	26 253 657,01	16 320 956,49	17 118 727,00	17 037 557,37	17 045 704,53	17 044 885,88

	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10
EK-metoden	17 044 960,19	17 044 960,67	17 044 960,62	17 044 960,62	17 044 960,62
NDK-metoden	17 044 966,60	17 044 960,02	17 044 960,68	17 044 960,62	17 044 960,62
SSK-metoden	17 044 968,13	17 044 959,87	17 044 960,70	17 044 960,61	17 044 960,62

Tabell 11-5 Verdikonvergens egenkapitalverdi

Med en tilhørende aksjepris:

Verdikonvergens - estimat pr. aksje						
	Steg 0	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5
EK-metoden	122,9719	123,4370	123,0279	123,0606	123,0572	123,0576
NDK-metoden	174,9076	118,8989	123,4814	123,0150	123,0618	123,0571
SSK-metoden	189,5405	117,8305	123,5901	123,0041	123,0629	123,0570

	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10
EK-metoden	123,0575	123,0575	123,0575	123,0575	123,0575
NDK-metoden	123,0576	123,0575	123,0575	123,0575	123,0575
SSK-metoden	123,0576	123,0575	123,0575	123,0575	123,0575

Tabell 11-6 Verdikonvergens estimat pr. aksje

I vedlegg 8 har vi presentert hvordan utarbeidelsen av steg 1 forekommer, restene av stegene er analogt med dette. Ved bruk av metoden var det nødvendig å gjøre verdikonvergens ti ganger, for å oppnå lik egenkapitalverdi og aksjepris. Fra utførelsen av verdikonvergens har vi så langt en egenkapitalverdi på 17 045 MNOK og en aksjepris på 123,06 NOK.

11.5 Analyse av usikkerhet

Verdiestimatet fra konvergeringsprosessen kan sies å være et punktestimat for forventet verdi. Det er følgelig knyttet usikkerhet til dette verdiestimatet og vi vil videre analysere usikkerheten knyttet til estimatet. Vi starter med å vurdere konkurrisikoen, før vi analyserer usikkerheten gjennom simulering- og sensitivitetsanalyse. Konkurrisiko omhandler å justere verdiestimatet på egenkapitalen og per aksje for konkurs. I simulering og sensitivitetsanalysen har vi benyttet *Crystal Ball* i Excel, eller såkalt Monte Carlo simuleringer (Kaldestad og Møller 2012, 84)

11.5.1 Konkursrisiko

Siden vi ikke har bygget konkurrisiko inn i fremtidsestimaten, må vi håndtere dette separat. Dette gjøres ved å benytte følgende formel:

$$VEK = (1 - p) * FVEK + p * LVEK$$

FVEK = Fundamentalverdi av EK, LVEK = Likvidasjonsverdi av EK, p = Sannsynlighet for fremtidig konkurs

Sannsynligheten for fremtidig konkurs er basert på syntetisk rating. En rating på BBB har en konkurssannsynlighet lik 0,3 prosent. I fremtidsestimaten har vi antatt en syntetisk rating for XXL til sterk BBB, noe som gjør at vi har justert den ned til 0,2 prosent. Videre er fundamentalverdien lik første estimat, altså 17 045 MNOK. Likvidasjonsverdien reflekterer det beløp aksjonærene vil sitte igjen med dersom selskapet skulle bestemme seg for å avvikle virksomheten. Vi har antatt at denne er lik null, noe som Knivsflå (2015q, 15; 47) også anbefaler. Dette mener vi er en rimelig antakelse fordi det er naturlig å tro at ved avvikling av selskapet er gjelden større enn egenkapitalen. Ved å benytte formelen får man en justert egenkapitalverdi på 17 011 MNOK, noe som tilsvarer et verdiestimat per aksje på **122,81** NOK per 31.12.2015. Dette er en relativt liten justering av estimatet fra verdikonvergeringen på 123,06 NOK.

11.5.2 Simulering

Da budsjettpunktene i fremtidsregnskapet er usikre variabler, vil vi i det følgende gjennomføre en simulering for å synliggjøre usikkerheten i vårt verdiestimat. De kritiske budsjett- og verdidriverne vi prognostiserte i kapittel 9 og 10 omgjøres således til usikre variabler. Slik får vi en fordeling over verdiestimatet heller enn kun ett punktestimat, og vi vil se hvor sensitivt verdiestimatet er overfor disse budsjett- og verdidriverne. For å gjøre slike

simuleringer tar man forutsetninger om utfallsrom og sannsynlighetsfordeling (Kaldestad og Møller 2012, 84)

Fokus for denne simuleringen vil være driftsinntektsvekst (*div*), netto driftsmargin (*ndm*) og omløpet til netto driftseiendeler (*onde*). Andre usikre faktorer vil være tiårig statsobligasjonsrente, markedsrisikopremie og finansiell gjeldsandel. Videre vil vi beregne korrelasjonen mellom budsjett- og verdidriverne samt andre usikre faktorer. Driverne kan være uavhengige eller delvis korrelerte, og dette påvirker også usikkerheten.

11.5.2.1 Kritiske risikofaktorer

Som nevnt ovenfor gjør man budsjettdriverne om til usikre, eller såkalt stokastiske variabler. Dette betyr at man beregner standardavviket av variablene, og justerer om standardavviket virker urimelig. Fokuset er på driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Standardavviket på kort sikt er utgangspunktet for standardavviket på lang sikt. I tabellen nedenfor har vi beregnet standardavviket for XXL i perioden 2011-2015T, samt standardavviket for bransjen fra 2011 til 2014.

Standardavvik på kort sikt							
	2011	2012	2013	2014	2015T	σ XXL	σ Bransjen
Driftsinntektsvekst	1,147	0,257	0,291	0,300	0,274	38,79 %	6,10 %
Netto driftsmargin	0,086	0,077	0,073	0,073	0,066	0,72 %	0,20 %
Omløpet til netto driftseiendeler	0,752	0,886	1,081	1,331	1,648	35,80 %	20,30 %

Tabell 11-7 Standardavvik på kort sikt (ukorrigert)

Vi mener at noen av standardavvikene er urimelig og har derfor tatt noen skjønnsmessige vurderinger for hvilke avvik vi bruker videre i analysen. Det første gjelder driftsinntektsveksten, hvor standardavviket er på hele 39 prosent. Dette er hovedsakelig på grunn av den høye driftsinntektsveksten i 2011. Om vi ser bort i fra 2011 blir standardavviket fra 2012 til 2015T på 2 prosent. Vi anser dette som et mer relevant estimat. Videre er også standardavviket høyt for omløpet til netto driftseiendeler på grunn av relativt god økning i de foregående årene. Vi har her lagt standardavviket for bransjen til grunn. Netto driftsmargin viser å være relativt stabil, og vil derfor bruke 0,72 prosent. For å oppsummere bruker vi følgende standardavvik videre:

	σ XXL
Driftsinntektsvekst	2,00 %
Netto driftsmargin	0,72 %
Omløpet til netto driftseiendeler	20,30 %

Tabell 11-8 Standardavvik på kort sikt (korrigert)

Driftsinntektsveksten

Tabellen nedenfor viser forventningen i driftsinntektsveksten. Disse er vekstene estimert i avsnitt 9.4.1. Videre er standardavviket for budsjettpunktene 2 prosent, ekskludert budsjettpunkt M. På dette punktet har vi multiplisert standardavviket (2 prosent) med 2, for å justere for større usikkerhet på mellomlang sikt (Knivsflå 2015q, 30). I steady state vil standardavviket være 2 prosent fordi det er knyttet mindre usikkerhet til steady state, hvor alt antas å være i konstant vekst.

	Forventning	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2016)	20,00 %	2,00 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2 (2017)	14,00 %	2,00 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt M (2021)	7,00 %	4,00 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt T (2025 - steady state)	5,00 %	2,00 %	Normalfordelt

Tabell 11-9 Forventning og standardavvik til driftsinntektsvekst

Netto driftsmargin

For netto driftsmargin er budsjettpunkt M antatt å ha dobbelt så høyt standardavvik som budsjettpunkt 1, 2 og i steady state, tilsvarende hva vi så for driftsinntektsveksten ovenfor. At mellomlang sikt multipliseres med 2 både for driftsinntektsvekst og netto driftsmargin er rimelig å anta fordi utviklingen i inntekter er mindre usikkert i nær fremtid, samt i en stabil økonomisk situasjon (steady state).

	Forventning	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2016)	6,40 %	0,72 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2 (2017)	6,20 %	0,72 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt M (2021)	5,90 %	1,44 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt T (2025 - steady state)	5,50 %	0,72 %	Normalfordelt

Tabell 11-10 Forventning og standardavvik til netto driftsmargin

Omløpet til netto driftseiendeler

Som nevnt tidligere legges bransjens standardavvik til grunn. Dette vil tilsvare 20 prosent i budsjettperioden, med unntak av budsjettpunkt M. Dette er som de foregående risikofaktorene basert på større usikkerhet knyttet til mellomlang sikt. Her multipliseres standardavviket med 1,5, som er en anbefaling fra Knivsflå (2015q, 35). Dette er en rimelig antakelse fordi fremtidig volatilitet på mellomlang sikt er større enn på kort sikt, samt at i steady state når XXL er i en stabil situasjon vil det trolig være mindre variasjon.

	Forventning	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2016)	1,88	20,30 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2 (2017)	2,06	20,30 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt M (2021)	1,90	30,45 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt T (2025 - steady state)	1,50	20,30 %	Normalfordelt

Tabell 11-11 Forventning og standardavvik til omløpet til netto driftseiendeler

11.5.2.2 Andre usikre faktorer

Når det gjelder andre usikre faktorer har vi tatt utgangspunkt i tiårig statsobligasjonsrente, markedsrisikopremie og finansiell gjeldsandel (på grunn av gearingen). I motsetning til faktorene ovenfor, har vi her benyttet uniformfordeling istedenfor normalfordeling. Uniformfordeling er en sannsynlighetsfordeling hvor utfallene har like stor sannsynlighet. I tabellen nedenfor har vi satt opp forventningen som vi baserte fremtidsregnskapet og fremtidskravene på (kapittel 9 og 10), og uniformfordelingen.

Andre usikre faktorer		
(Lang sikt)	Forventning	Uniformfordeling
Statsobligasjonsrente	4 %	U(3,8%; 4,8%)
Markedsrisikopremie	5 %	U(4,5%; 5,5%)
Finansiell gjeldsdel	30 %	U(25%; 35%)

Tabell 11-12 Andre usikre budsjettvariabler

Fordelingen av statsobligasjonsrenten og markedsrisikopremien er her 0,5 prosent over og under forventningen, mens det for finansiell gjeldsandel er brukt en bredere fordeling på 5 prosent over og under forventningen. Argumentet bak valget av uniformfordelingen på statsobligasjonsrente og markedsrisikopremie er et begrenset utfallsrom for hvor mye denne kan økes og reduseres basert på historiske data. For finansiell gjeldsandel, som er forholdet mellom gjeld og eiendeler, vil utfallsrommet følgelig være større fordi det avhenger av to balanseverdier.

11.5.2.3 Korrelasjon

Virksomheter som har høy netto driftsmargin, har en tendens til å ha lavt omløp i netto driftseiendeler. På den måten kan det være grunn til å tro at dersom en virksomhet i fremtiden skal øke marginen, så vil det antakeligvis kunne skje på bekostning av omløpet, eller mer kompakt at $korr(ndm, onde) < 0$.

Virksomheter med høy netto driftsmargin vil kunne øke den finansielle gearingen og dermed kunne ta høyere finansiell risiko. På den annen side er det imidlertid slik dersom virksomheten har høy netto driftsmargin, indikerer dette trolig høyere egenkapitalprosent og analogt til dette redusert finansiell gearing. Dette gjelder altså korrelasjonen mellom netto driftsmargin og den finansielle gjeldsandelen, eller mer kompakt $korr(ndm, fgd) < 0$.

Dersom den økonomiske veksten er høy, vil også kravet være høyt grunnet at alternativkostnaden for kapitalbruk er høy. Det kan derfor være rimelig å anta at ved konstant

driftsinntektsvekst vil estimatet være positivt korrelert med kravet gjennom for eksempel markedsrisikopremien, eller $korr(div, mrp) > 0$ (Knivsflå 2015q, 38-40).

Vi har i våre beregninger anslått korrelasjonen mellom netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler til -0,92 i perioden 2011 til 2015T. For fremtiden er det forutsatt at denne korrelasjonen vil være svak negativ. Vi har derfor forutsatt at denne er -0,5. Tilsvarende har vi estimert korrelasjonen mellom netto driftsmargin og finansiell gjeldsandel i perioden 2011 til 2015T, til å være 0,69. For fremtiden er denne korrelasjonen antatt å være svakt positiv på 0,3. Våre estimater gir en korrelasjonen mellom driftsinntektsveksten og markedsrisikopremien på 0,58. Tilsvarende korrelasjon for fremtiden er forutsatt svakt positiv lik 0,2.

Korrelasjon		
	2011-2015T	Fremtid (forutsatt)
$korr(ndm, onde) < 0$	-0,92	-0,5
$korr(ndm, fgd) > 0$	0,69	0,3
$korr(div, mrp) > 0$	0,58	0,2

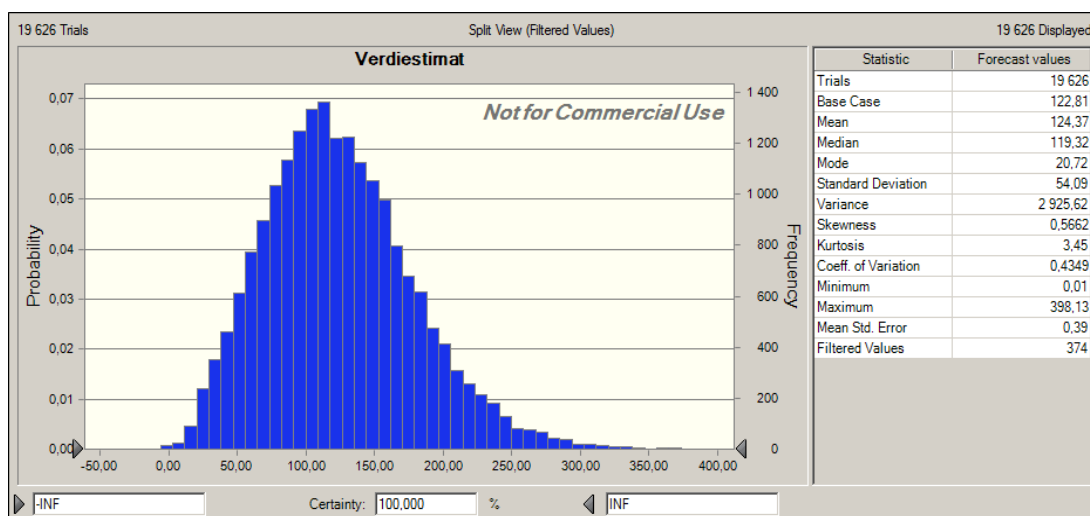
Tabell 11-13 Korrelasjon mellom budsjettvariabler

11.5.2.4 Resultat av simulering

Videre vil vi vise usikkerheten knyttet til verdierestimater på resultatene på verdierestimater per aksje på 122,81 NOK. Simuleringen er gjort ved hjelp av Crystal Ball, og vi har benyttet 20 000 trekninger. Videre har vi basert simuleringen på en nedre og øvre grense. Nedre grensen er satt til null, mens den øvre grensen er satt til 3 ganger aksjeprisen (avrundet). Den øvre grensen tilsvarer derfor 400 NOK.

Usikkerhet

Hovedresultatene vises i figuren nedenfor, som er utdrag fra Crystal Ball.



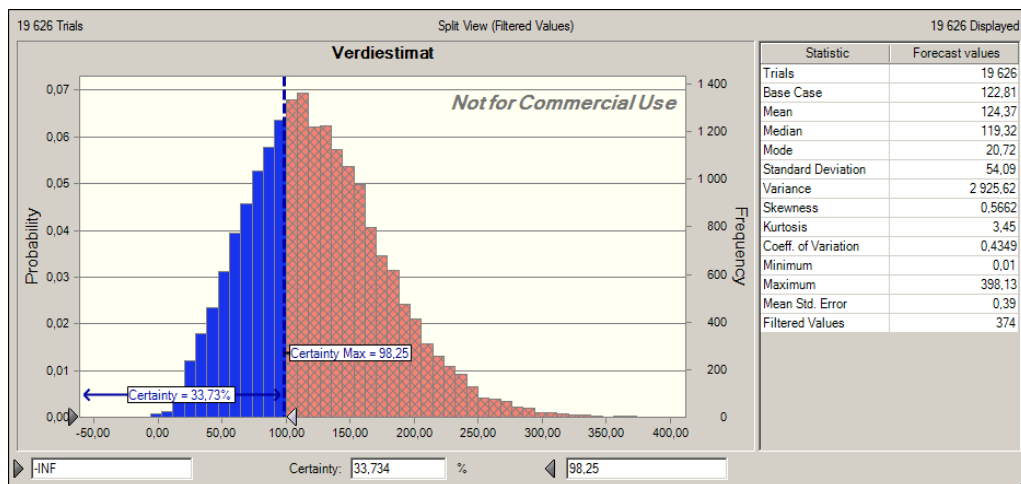
Figur 11-2 Hovedresultat fra simulering fra Crystal Ball

På grunn av nedre og øvre grense utgjør simuleringen 19 626 treknninger. Fra figuren ser man en toppverdi på omlag 90-120 NOK. Videre viser statistikken et gjennomsnittlig verdiestimat på 124,37 (mean), som er litt over verdiestimatet vårt. Medianen er litt mindre enn verdiestimatet, på 119,32 NOK.

Det årlige prosentvise standardavviket (coeff. of variation) fra simuleringen viser seg å være på 0,44. Fra figuren viser dette til $\frac{\text{standard deviation}}{\text{mean}}$ (Knivsflå 2015q, 44). I regnskapsanalyseperioden er det årlige prosentvise standardavviket til XXL lik 0,15 vedlegg 5. Differansen mellom disse to kan sees i sammenheng med at ved estimering av aksjeavkastningen (kapittel 7), har vi kun data fra da XXL gikk på børs, altså fra oktober 2014. Dette gjør at dette prosentvise standardavviket ikke reflekterer hele regnskapsanalyseperioden. I tillegg har vi også benyttet noen skjønsmessige vurderinger knyttet til standardavviket i simuleringen. På grunnlag av dette er det vanskelig å si om variasjonskoeffisienten fra simuleringen er rimelig.

Nedsiderisiko

Videre vurderes såkalt *nedsiderisiko*. Utgangspunktet her er å se hvor sannsynlig det er at verdiestimatet har et utfall som er under et gitt lavere estimat. Vi har her benyttet øvre grense på 80 prosent av verdien, beregnet til 98,25. Nedre grense går mot uendelig.

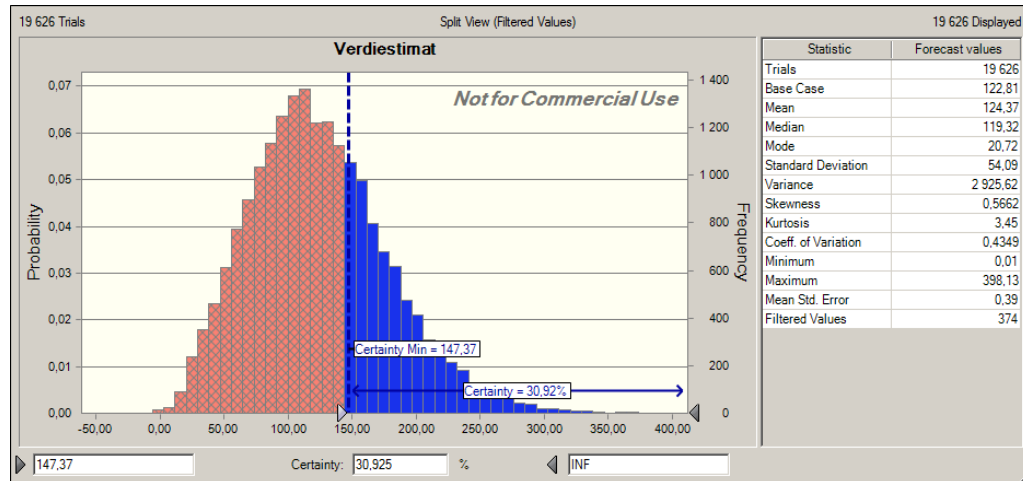


Figur 11-3 Nedsiderisiko fra Crystal Ball

Fra figuren ser man at det er 33,7 prosent sannsynlighet for at aksjeprisen blir under 80 prosent av verdien, altså under 98,25. Det er altså knyttet nokså stor sannsynlighet for at aksjeprisen kan ligge under forventet verdi.

Oppsidepotensial

Utgangspunktet er det samme som ved nedsiderisiko, men at man her ser på potensialet for et verdiestimat høyere enn forventet verdi. Vi har her benyttet en nedre grense på 120 prosent av forventet verdi, nærmere bestemt 147,37 NOK. Øvre grense går mot uendelig.



Figur 11-4 Oppsidepotensial fra Crystal Ball

Sannsynligheten knyttet til oppsidepotensialet er 31 prosent. Dette er omlag samme sannsynlighet som nedsiderisiko og vitner om et stort potensial om at aksjeprisen kan være signifikant høyere eller lavere enn forventet verdi på 122,81 NOK.

11.5.3 Sensitivitet

Med sensitivitetsanalyse menes å endre kritiske budsjett- og verdidrivere. Ved bruk av Crystal Ball i Excel har vi gjort dette ved å utføre en variasjonsanalyse. Dette er en analyse hvor man ser på hvor mye variasjonen til verdiestimatet som skyldes variasjon i de enkelte kritiske risikofaktorene (Knivsflå 2015q, 54). I analysen benyttes de samme faktorene som under simuleringanalysen. Resultatet fra sensitivitetsanalysen er som følger:

Kritiske faktorer	Forklaring av variasjon
Netto driftsmargin år T (2025)	47,30 %
Omløpet til netto driftseiendeler år T (2025)	28,80 %
Tiårig statsobligasjonsrente år T (2025)	-12,60 %
Finansiell gjeldsandel år T (2025)	6,00 %
Driftsinntektsvekst år M (2021)	4,70 %
Driftsinntektsvekst år 2 (2017)	0,50 %
Netto driftsmargin år M (2021)	0,50 %
Driftsinntektsvekst år T (2025)	0,50 %
Netto driftsmargin år 2 (2017)	0,10 %
Omløpet til netto driftseiendeler år 1 (2016)	0,00 %
Netto driftsmargin år 1 (2016)	0,00 %
Risikopremie år T (2025)	0,00 %
Omløpet til netto driftseiendeler år M (2021)	0,00 %
Omløpet til netto driftseiendeler år 2 (2016)	0,00 %

Tabell 11-14 Budsjettvariabler og tilhørende forklaring av variasjon i verdiestimat

Fra tabellen ser man at verdiestimatet er mest sensitiv overfor variasjonen i netto driftsmargin på lang sikt. Det vil si fra budsjettpunkt T (2025) og videre i steady state. Variasjonen i netto driftsmarginen på dette budsjettpunktet forklarer hele 47,3 prosent av verdiestimatet. Når det gjelder variasjonen i netto driftsmargin på de andre budsjettpunktene vil dette utgjøre 0,5 prosent i 2021 og 0,1 prosent i 2017.

Den nest største kritiske faktoren som verdiestimatet er mest sensitivt for er omløpet til netto driftseiendeler (onde). I likhet med netto driftsmargin vil verdiestimatet også avhenge av *onde* på lang sikt. Verdiestimatet består av en forklaring på 28,8 prosent av variasjonen i den kritiske faktoren. Videre ser vi samme tendens for onde som ved netto driftsmargin på kort- og mellomlang sikt. Her er sensitiviteten i verdiestimatet lik null.

Videre er det den risikofrie renten (statsobligasjonsrente) og finansiell gjeldsandel som utgjør de neste andelene av sensitivitet i verdiestimatet. Risikofri rente har en negativ forklaringskraft på 12,6 prosent, mens finansiell gjeldsandel utgjør 6 prosent. Begge disse kritiske faktorene forklarer sensitiviteten på lang sikt, slik som de to foregående faktorene. At den risikofrie renten påvirker sensitiviteten i verdiestimatet negativt vil si at hvis risikofri rente går opp, vil dette ha en negativ virkning på verdiestimatet, og følgelig gi et lavere estimat. Den siste kritiske faktoren som forklarer sensitiviteten i verdiestimatet er driftsinntektsveksten på mellom lang sikt (2021). Variasjon i faktoren forklarer 4,7 prosent av sensitiviteten i verdiestimatet.

11.6 Oppsummering – verdiestimat og usikkerhet

Ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet og fremtidskravene kunne vi videre estimere verdien på egenkapitalen og prisen per aksje. Dette ble utført gjennom tre ulike metoder; egenkapitalmetoden, driftskapitalmetoden og sysselsattkapitalmetoden. Vårt første estimat på egenkapitalverdien var på 22 505 MNOK, med en tilsvarende aksjepris på 162,47 NOK. Videre utførte vi verdikonvergens for å finne et felles verdiestimat for de tre ulike metodene. Til slutt utgjorde egenkapitalverdien 17 045 MNOK og en aksjepris på 123,06 NOK.

Videre i analysen beregnet vi konkursrisikoen til XXL. Denne ble skjønsmessig vurdert til en sannsynlighet på 0,2 prosent, ut i fra en sterk BBB-rating. Ved denne analysen ble vårt endelig verdi på egenkapital lik **17 011 MNOK**, med en aksjepris på **122,81 NOK**. Dette utgjør vårt endelig estimat på XXL aksjen per 31.12.2015.

I analysen av usikkerhet benyttet vi Crystal Ball for å gjøre simulering- og sensitivetsanalyse. I simuleringen fant vi et standardavvik på 44 prosent, noe som tyder på mye usikkerhet. Videre er det en sannsynlighet på 33,7 prosent at aksjeprisen er under 98,25 NOK, samt en sannsynlighet på 33,1 prosent for at aksjen vil ha en pris høyere enn 147,37 NOK. I utførelsen av sensitivetsanalysen fant vi at den kritiske faktoren som verdiestimatet er mest sensitiv mot, var variasjon i netto driftsmargin på lang sikt (2025 og steady state).

12. Oppsummering

Hovedformålet med denne masterutredningen har vært å utarbeide et begrunnet verdiestimat på den virkelige egenkapitalverdien til sportskonsernet XXL og det tilhørende verdiestimatet for enkeltaksjene med ticker *XXL* på Oslo Børs. Det benyttede rammeverket for verdsettelsen har, som vi så i avsnitt 3.3, vært rammeverket for en fundamental verdivurdering. Denne hovedteknikken innebærer at vi har foretatt analyser av virksomhetens underliggende økonomiske forhold, utarbeidet fremtidsregnskap og fremtidskrav basert på grundige strategiske analyser og regnskapsanalyser, og neddiskontert fremtidige verdistrømmer som tilfaller relevant kapital.

Utredningens kapittel 2 hadde til hensikt å presentere bransje, virksomhet og historisk utvikling som sådan, samt å vurdere intensiteten i markedene der XXL er tilstede. Videre har vi studert de viktigste interne- og eksterne nøkkelfaktorene som både setter grenser for, og åpner dørene for XXLs forretningsvirksomhet. Vi har videre forsøkt å kartlegge hvordan XXL avviker fra sine konkurrenter med hensyn til respektive ressurser. Det er gjennomgående vektlagt betydningen av større varehus, skalafordeler, kostnadseffektivitet og logistikk, og usedvanlig sterkt prispress og høy konkurranse. I kapittel 4 har vi forsøkt å sette virksomheten og bransjen i system ved hjelp av et knippe rammeverk for strategisk analyse, deriblant *Porter's Five Forces*, *PEST*-analysen og *VRIO*-analysen. Det som har båret preg videre i utredningen er XXLs muligheter for å ekspandere til Europa, betydelig potensiell vekst i Norden, lav konjunkturfølsomhet og kostnadseffektivitet.

I utredningens femte kapittel introduserte vi virksomhetens historiske regnskapsinformasjon som vi omgrupperte for videre investororienterte analyser. Videre utarbeidet vi en analyse av risiko på kort- og lang sikt (kapittel 6), hvor vi oppsummerte med en gjennomsnittlig syntetisk rating for analyseperioden på BBB+. Ratingen ble videre benyttet i analyse av

avkastningskrav (kapittel 7), for å vurdere finansielt gjeldskrav og finansiell gjeldsbeta. Disse ble videre benyttet for å estimere avkastningskrav til egenkapital og totalkapital, med gjennomsnitt for perioden på henholdsvis 5,8 og 4,9 prosent.

Med krav til avkastning som utgangspunkt hadde vi i kapittel 8 en relevant målestokk i forbindelse med analyser av virksomhetens historiske lønnsomhet. Dette kapittelet utgjorde en kombinasjonen av strategisk analyse utført i oppgavens fjerde kapittel og de videre regnskapsanalyser. For å oppnå konsistens med bransjen benyttet vi her analyseperioden 2011 til 2014. I kapittelet fant vi at den største fordelene kom fra bransjen på omlag 18 prosent, mens XXL hadde en ressursulempet på omlag 15 prosent. Det er knyttet noe inkonsistens mellom strategisk analyse og regnskapsanalyse på dette punktet. Som vi har vært inne på kommer dette av begrenset offentlig informasjon om reelle konkurrenter i Norden, samt at historiske tall nødvendigvis ikke gjenspeiler fremtiden. Til slutt konkluderte vi med en tidsvektet strategisk fordel på 3,9 prosent i perioden.

Etter å ha etablert en dypere forståelse i virksomhetens historiske risiko og lønnsomhetsprestasjoner, var neste naturlige steg i denne utredningen å vurdere fremtidsutsiktene for XXL. Det ble utarbeidet et fremtidsregnskap i kapittel 9, hvor vi besluttet at XXL nådde *steady state* i år 2026. I budsjetteringen stod driftsinntektsvekst, omløpet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin i fokus. Disse prediksjonene er dels basert på XXLs fremtidsutsikter om etablering av en rekke nye varehus i eksisterende markeder de kommende årene, og dels basert på potensialet for ekspansjon til andre europeiske land i nær fremtid. Videre antok vi finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet lik finansielt gjelds- og eiendelskrav i kapittel 10.

I kapittel 10 gjorde vi anslag på fremtidskrav som virksomheten kunne forvente gjennom budsjettorisonen og *steady state*. Avkastningskravet til egenkapitalen viste seg å øke jevnt i budsjetteringen, som skyldes blant annet økt risikofri rente (lavt rentenivå i analyseperioden). I *steady state* er avkastningskravet på 6,4 prosent. Videre avhenger avkastningskravet til totalkapitalen av egenkapitalkravet og (netto) finansielt gjeldskrav. For totalkapital viste vi her til to ulike krav, netto driftskrav og krav til sysselsatt kapital. Begge er antatt å øke mot *steady state*, hvor de når et nivå på henholdsvis 5,9 og 5,8 prosent. Videre i kapittel 10 analyserte vi fremtidig strategisk fordel. Siden vi i antok gjeldsrente lik gjeldskrav og

eiendelsrentabilitet lik eiendelskrav har XXL ingen finansieringsfordel i budsjettperioden, men viser til en varig strategisk fordel på 3,1 prosent.

I kapittel 11 ble så det endelige verdiestimatet på XXL-aksjen estimert. Med rammeverket for en fundamental verdivurdering til grunn (hovedteknikk valgt i kapittel 3), er virksomhetens egenkapitalverdi fastsatt ved neddiskontering av fremtidige verdistrømmer eller inntjening. Prosessen tok her utgangspunkt i tre ulike metoder: egenkapitalmetoden, sysselsatt kapitalmetoden, og netto driftskapitalmetoden. Hver av disse metodene har sine respektive undermodeller i form av utbyttmodellen (kontantstrømmodellen), superprofitt-modellen og superprofittvekstmodellen. Referanseverdiene fra metodene blir deretter konvergere gjennom en stegvis prosess, og gir omsider identiske verdiestimater fordi kravene er verdivektet heller enn budsjetterte. Det konvergente verdiestimatet viste seg å bli 123,06 NOK.

Da konkursrisikoen ved antakelse ikke var tilstrekkelig hensyntatt i det konvergente verdiestimatet, ble det deretter gjort en nedjustering av verdiestimatet til 122,81 NOK. Dette er vårt endelige verdiestimat per 31.12.2015 for XXL-aksjen. Gjennom videre simulerings- og sensitivitetsanalyser fant vi at det var betydelig usikkerhet i vårt estimat. Vi har imidlertid i denne utredningen, som tidligere poengtert, besluttet å erkjenne at det eksisterer en viss usikkerhet og benytte informasjon som er tilgjengelig.

12.1 Konklusjon og handlingsstrategi

Helt til slutt i denne utredningen vil vi foreta en handlingsstrategi ut i fra analysene og resultatene som har kommet frem. Fra verdikonvergeringsprosessen fant vi et fellesestimat ved å verdsette egenkapitalen direkte og indirekte til 17 045 MNOK, med en tilsvarende aksjepris på 123,06 NOK. Videre nedjusterte vi verdien med tanke på konkursrisikoen. Da fikk vi et estimat på egenkapitalverdien på 17 011 MNOK, med en aksjepris på 122,81 NOK.

Verdiestimatet vårt sammenligner vi med den reelle verdien på Oslo Børs for å utarbeide en handlingsstrategi. Fra Oslo Børs benytter vi verdien per 08.12.2015, som viser en egenkapitalverdi på 14 602 MNOK, med en tilsvarende aksjepris på 105 NOK.

Aksjeprisen per 31.12.2015 på 122,81 NOK har vi videre valgt å nedjustere for at sammenligningsgrunnlaget blir på samme dato. Dette betyr at vi nedjusterer aksjeprisen fra 31.12 til 08.12. Dette kan gjøres ved å benytte følgende formel (Knivsflå 2015q, 20):

$$VEK_{0+N} = (1 + ekk_{1/0})^{(\frac{N}{365})} * VEK_0$$

Ved å benytte *ekk* fra 2016 på 4,4 prosent, *VEK* lik 17 011 og *N* lik -23 dager får vi en egenkapitalverdi per 08.12.2015 på **16 695 NOK**, med en tilsvarende aksjepris på **122,48 NOK**. Dette er en marginal reduksjon fra estimatet per 31.12.2015 på 122,81 NOK.

Gjennom analyse av usikkerheten fant vi at det er knyttet usikkerhet til vårt verdiestimat med et årlig prosentvis standardavvik på 44 prosent, samt en nedsiderisiko på 33,7 prosent (pris under 98,25 NOK) og oppsidepotensial på 31 prosent (pris over 147,37 NOK). Gjennom sensitivitetsanalysen fant vi at variasjon i estimatet er sterkt knyttet opp mot variasjoner i kritiske faktorer, og da spesielt netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler på lang sikt. Det betyr at om disse endrer seg betraktelig fra vårt budsjett kan dette gi store utslag i verdiestimatet. Det er også viktig å bemerke at vi i analysen av usikkerheten benyttet verdiestimatet på 31.12.2015 (122,81 NOK), men at nedjusteringen til 122,48 NOK er så marginal at analysen er også rimelig ved dette estimatet.

Når vi skal anbefale en handlingsstrategi er det tre ulike utfall. Det kan være en anbefaling om *kjøp*, *hold* og *selg* aksjen. Ved en kjøpsanbefaling er den reelle kursen underpriset på Oslo Børs. En holdanbefaling vil si at man verken bør kjøpe eller selge, mens en salgsanbefaling betyr at den reelle aksjeverdien er overpriset på Oslo Børs og følgelig bør man selge aksjen. På grunn av usikkerheten i verdiestimatet vårt mener vi det er rimelig å legge til en "buffer" på estimatet, slik at det kompenseres for usikkerheten når vi skal anbefale en handlingsstrategi. Her benytter vi samme øvre- og nedre grense som i simuleringen, det vil si 20 prosent over og under verdiestimatet per 08.12.2015. Dette gir følgende resultat:

- Over 146,98 NOK (selg)
- 122,48 NOK (hold)
- Under 97,98 NOK (kjøp)

Som nevnt ovenfor er aksjekursen på Oslo Børs per 08.12.2015 lik 105 NOK. Fra verdiestimatet og grenseverdiene våre ligger den reelle aksjeprisen mellom hold- og kjøpsanbefaling. Fra vårt verdiestimat på 122,48 NOK er aksjeprisen på børs delvis underpriset, men på grunn av usikkerheten er det ikke tilstrekkelig for å anbefale å kjøpe per 08.12.2015.

Konklusjon: Den reelle aksjeprisen på Oslo Børs er delvis underpriset, men anbefalingen er å holde aksjen per 08.12.2015.

13. Referanser

13.1 Litteraturliste

Aksjemarkedet. *aksjemarkedet.com*. 03 juli 2015a. <http://aksjemarkedet.com/usikkerhet/> (funnet oktober 10, 2015).

—. *aksjemarkedet.com*. 03 juli 2015b. <http://aksjemarkedet.com/rammeverk-for-den-strategiske-analysen/> (funnet oktober 23, 2015).

—. *aksjemarkedet.com*. 05 juli 2015c. <http://aksjemarkedet.com/avkastningkrav-risikotillegg/> (funnet oktober 20, 2015).

Berk, Jonathan, og Peter DeMarzo. *Corporate Finance*. Harlow: Pearson Education Limited, 2011.

—. *Corporate Finance*. Harlow: Pearson Education Limited, 2014.

BGS. *buyinggroupservices.com*. 04 september 2015. <http://www.buyinggroupservices.com/what-is-buying-group.html> (funnet september 04, 2015).

Buer, Kathleen. *e24.no*. 28 september 2008. <http://e24.no/makro-og-politikk/finanskrisen-steg-for-steg/2679738> (funnet september 05, 2015).

Dagens Næringsliv. *dn.no*. 14 august 2015. <http://www.dn.no/nyheter/2015/08/14/1341/XXL/kaller-ny-konkurrent-sportbransjens-lidl> (funnet september 08, 2015).

Deloitte. «*deloitte.no*.» *Børsnotering - Veien mot børs og krav til selskapet etter notering*. 31 juni 2012. http://public.deloitte.no/dokumenter/2012_08_veien_mot_bors_deloitte.pdf (funnet oktober 15, 2015).

Dick's Sporting Goods, Inc. *dickssportinggoods.com*. 01 januar 2015. http://www.dickssportinggoods.com/corp/index.jsp?page=aboutUs&ab=Footer_Column1_AboutUs (funnet oktober 01, 2015).

Divestopedia. *divestopedia.com*. 01 november 2015. <https://www.divestopedia.com/definition/939/normalization> (funnet november 01, 2015).

e24. *e24.no*. 02 juni 2010. <http://e24.no/naeringsliv/tjener-750-mill-paa-xxl-salg/3675604> (funnet oktober 10, 2015).

Ekeseeth, Fredrick Chr. *dn.no*. 09 september 2015. <http://www.dn.no/nyheter/finans/2015/09/09/0819/Investeringer/selger-seg-ut-av-xxl> (funnet oktober 20, 2015).

Finansdepartementet. *statsbudsjettet.no*. 31 oktober 2015. <http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2016/Artikler/Statsbudsjett-pa-1-2-3/> (funnet oktober 31, 2015).

Finanstilsynet. «finansstilsynet.no.» *Enkelte regnskapsmessige forhold basert på regnskapskontrollen 2010*. 31 januar 2011. http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Rundskriv_vedlegg/2011/1_kvartal/Rundskriv_5_2011.pdf (funnet oktober 27, 2015).

Folkehelseinstituttet. *fhi.no*. 30 juni 2014. <http://www.fhi.no/artikler/?id=110551> (funnet september 10, 2015).

Gjesdal, Frøystein, og Thore Johnsen. *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag, 1999.

Gresvig. *gresvig.no*. 16 september 2015. <http://www.gresvig.no/om-oss> (funnet september 16, 2015).

Hegnar. *hegnar.no*. 25 oktober 2014. <http://www.hegnar.no/bors/artikkel523249.ece> (funnet september 07, 2015).

Investopedia. *investopedia.com*. 01 januar 2015a. <http://www.investopedia.com/terms/c/cagr.asp> (funnet november 16, 2015).

—. *investopedia.com*. 27 oktober 2015b. <http://www.investopedia.com/terms/g/gearing.asp> (funnet oktober 27, 2015).

—. *investopedia.com*. 05 november 2015c. http://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp?optm=term_v3 (funnet november 05, 2015).

JD Sports. «jdplc.com.» *Annual Reports 2011 to 2014*. 31 januar 2015b. <http://www.jdplc.com/investor-relations/reports.aspx> (funnet oktober 17, 2015).

—. *jdplc.com*. 01 oktober 2015a. <http://www.jdplc.com/our-group/sports-fashion.aspx> (funnet oktober 01, 2015).

Johnson, Gerry, Richard Whittington, Kevan Scholes, Duncan Angwin, og Patrick Regnér. *Exploring Strategy - Text and Cases*. Vol. Tenth Edition. Pearson Education Limited, 2014.

Johnson, Gerry, Richard Whittington, og Kevan Scholes. *Fundamentals Of Strategy*. Harlow: Pearson Education Limited, 2012.

Kaldestad, Yngve, og Bjarne Møller. *Verdivurdering - Teoretiske Modeller og Praktiske Teknikker for å Verdsette Selskaper*. Revisorforeningen (DnR), 2012.

Kinserdal, Finn. «Forelesning 2.» *Videoopptak*. Bergen: Norges Handelshøyskole, 28 august 2015.

Knivsflå, Kjell Henry. «Forelesning 01.» *Rekneskapsanalyse og verdivurdering*. 01 januar 2015a. <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> (funnet oktober 05, 2015).

—. «Forelesning 02.» *Strategi, rekneskap og verdi*. 01 januar 2015b. <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> (funnet oktober 11, 2015).

- «Forelesning 03.» *Rekneskapsanalyse - ramme og trailing*. 01 januar 2015c. <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> (funnet oktober 05, 2015).
 - «Forelesning 04.» *Omgruppering for analyse*. 01 januar 2015d. <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> (funnet september 10, 2015).
 - «Forelesning 05.» *Omgruppering - balanse og kontantstrøm*. 01 januar 2015e. <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> (funnet oktober 05, 2015).
 - «Forelesning 06.» *Rekneskapsbasert måling og målefeil*. 01 januar 2015f. <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> (funnet oktober 01, 2015).
 - «Forelesning 07.» *Justering av målefeil*. 01 januar 2015g. <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> (funnet oktober 01, 2015).
 - «Forelesning 08.» *Kredittvurdering - Syntetisk rating*. 01 januar 2015h. <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> (funnet oktober 15, 2015).
 - «Forelesning 09.» *Avkastingskrav = målestokk for rentabilitet*. 01 januar 2015i. <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> (funnet oktober 20, 2015).
 - «Forelesning 10.» *Strategisk rentabilitetsanalyse*. 01 januar 2015j. <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> (funnet oktober 10, 2015).
 - «Forelesning 11.» *Strategisk driftsanalyse*. 01 januar 2015k. <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> (funnet oktober 25, 2015).
 - «Forelesning 13.» *Framtidsrekneskap - Ramme og driftsinntekter*. 01 januar 2015l. <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> (funnet november 01, 2015).
 - «Forelesning 14.» *Framtidsrekneskap - andre budsjettdrivarar*. 01 januar 2015m. <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> (funnet november 02, 2015).
 - «Forelesning 15.» *Framtidskrav og Strategisk Rentabilitetsanalyse*. 01 januar 2015n. <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> (funnet november 23, 2015).
 - «Forelesning 16.» *Fundamental verivurdering - egenkapitalmetoden*. 01 januar 2015o. <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> (funnet november 10, 2015).
 - «Forelesning 17.» *SK-Metoden og Verdikonvergens*. 01 januar 2015p. <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> (funnet november 23, 2015).
 - «Forelesning 18.» *Uvisse i Verdiestimater og "Some Topics in Valuation"*. 01 januar 2015q. <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm> (funnet november 23, 2015).
- Koller, Tim, Marc Goedhart, og David Wessels. *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2010.

—. *Valuation, University Edition - Measuring and Managing the Value of Companies*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2005.

Manktelow, James. *mindtools.com*. 05 september 2015a.
https://www.mindtools.com/pages/article/newTMC_08.htm (funnet september 05, 2015).

—. *mindtools.com*. 10 september 2015b.
https://www.mindtools.com/pages/article/newTMC_05.htm (funnet september 10, 2015).

Morningstar. «quicktake.morningstar.com.» *Annual Reports Dick's Sporting Goods, Inc. 2011-2014*. 31 januar 2015.
<http://quicktake.morningstar.com/stocknet/secdocuments.aspx?symbol=dks> (funnet oktober 20, 2015).

MX-Sport. *mx-sport.no*. 30 oktober 2015. <http://mx-sport.no/historie> (funnet oktober 30, 2015).

Norges Bank. «[norges-bank.no](http://www.norges-bank.no).» *Valutakurser Årsgjennomsnitt*. 31 desember 2014.
<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/> (funnet oktober 22, 2015).

—. *norges-bank.no*. 29 mai 2001. <http://www.norges-bank.no/Publisert/Artikler-og-kronikker/art-2001-05-29html/> (funnet september 06, 2015).

—. «[norges-bank.no](http://www.norges-bank.no).» *Hvordan virker renten på inflasjonen?* 05 september 2015a.
http://www.norges-bank.no/Upload/import/pengepolitikk/renteavirkninger/animasjon_11.pdf (funnet september 05, 2015).

—. *norges-bank.no*. 24 september 2015b. <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten-/> (funnet september 24, 2015).

Norsk Kundebarometer. *bi.no*. 09 september 2015. <https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/resultater-2015/> (funnet september 09, 2015).

Oslo Børs. *oslobors.no*. 14 september 2015a.
<http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/XXL.OSE/overview> (funnet september 14, 2015).

—. «[oslobors.no](http://www.oslobors.no).» *Likviditetsinndeling gjeldende fra 19. juni 2015*. 19 juni 2015c.
<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer/Oslo-Boers-og-Oslo-Axess/Listestruktur-og-likviditetsinndeling> (funnet november 04, 2015).

—. *oslobors.no*. 07 oktober 2015b.
<http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSEBX.OSE/overview> (funnet oktober 07, 2015).

Palepu, Krishna G., og Paul M. Healy. *Business Analysis and Valuation Using Financial Statements*. South Melbourne: South-Western Cengage Learning, 2013.

Penman, Stephen H. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Irwin, New York: McGraw-Hill, 2013.

Proff Forvalt. «forvalt.no.» *Sport 1 2011-2014*. 31 desember 2014.
<https://www.forvalt.no/Om/OmProffForvalt/om-forvalt.aspx> (funnet oktober 17, 2015).

PwC. «pwc.no.» *Risikopremien i det norske markedet*. 31 desember 2014a.
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremieundersokelse2014.pdf> (funnet oktober 15, 2015).

—. «pwc.no.» *Risikopremien i det norske markedet 2013 og 2014*. 12 desember 2014b. <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2013-2014.pdf> (funnet oktober 15, 2015).

Regnskapstall. *regnskapstall.no*. 31 desember 2011.
<https://www.regnskapstall.no/regnskapstall-for-stadion-as-100173453S1> (funnet oktober 14, 2015).

—. *regnskapstall.no*. 31 desember 2014. <https://www.regnskapstall.no/regnskapstall-for-sport-1-gruppen-as-100229400S1/?view=full&c=true> (funnet oktober 16, 2015).

Reuters. *reuters.com*. 07 oktober 2015a.
<http://uk.reuters.com/business/quotes/overview?symbol=JD.L> (funnet oktober 07, 2015).

—. *reuters.com*. 07 oktober 2015b.
<http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=DKS.N> (funnet oktober 07, 2015).

—. *reuters.com*. 07 oktober 2015c.
<http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=SPD.L> (funnet oktober 07, 2015).

Sander, Kjetil. *kunnskapssenteret.com*. 10 mars 2014b.
<http://kunnskapssenteret.com/finansierings-soliditetsanalyser/> (funnet oktober 10, 2015).

—. *kunnskapssenteret.no*. 10 mars 2014c.
<http://kunnskapssenteret.com/rentabilitetsanalyser/> (funnet oktober 23, 2015).

Solem, Lars Kristian. *dn.no*. 03 mars 2015.
<http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/03/03/2152/Handel/gresvig-taper-mot-xxl> (funnet september 16, 2015).

Sport 1. *sport1.no*. 01 januar 2015. <http://www.sport1.no/om-oss/en-litt-annerledes-sportskjede/> (funnet september 15, 2015).

Sports Direct. «sportsdirectplc.com.» *Reports and Presentations 2011-2014*. 30 april 2015b. <http://www.sportsdirectplc.com/investor-relations/reports-and-presentations/rp-2012.aspx> (funnet oktober 19, 2015).

—. «sportsdirectplc.com.» *Reports and Presentations*. 01 mai 2015a.
http://www.sportsdirectplc.com/~/_media/Files/S/Sports-Direct/annual-report/Annual%20Report%202015%20-%20FINAL.pdf (funnet oktober 01, 2015).

Sportsbransjen. «sportsbransjen.no.» *Om bransjen/presse, 2007-2014*. 31 desember 2007. <http://www.sportsbransjen.no/no/om-bransjenpresse/bransjefakta> (funnet august 25, 2015).

— «sportsbransjen.no.» *Om bransjen/presse*. 31 desember 2012. <http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/64/pdf/sportbransjen-2012-oppsummert.pdf> (funnet august 28, 2015).

— «sportsbransjen.no.» *Om bransjen/presse*. 31 desember 2014. <http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/72/pdf/Sportbransjen-2014-oppsummert.pdf> (funnet august 28, 2015).

SSB. *ssb.no*. 01 oktober 2014. <https://www.ssb.no/utdanning/statistikker/utniv> (funnet september 06, 2015).

— «ssb.no.» *Dette er Norge 2015*. 01 juli 2015. https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/_attachment/234757?_ts=14f3afded20 (funnet september 10, 2015).

Stadion. «issuu.com.» *Årsrapport Stadion AS 2010, 2013 og 2014*. 31 desember 2014. http://issuu.com/griffdesign/docs/issuu_stadion_rsmelding2010 (funnet oktober 13, 2015).

Stadium. «allabolag.se.» *Stadium Årsredovisninger 2011-2014*. 31 august 2014. <http://www.allabolag.se/?orgnr=5562364397&arsredovisning=1> (funnet oktober 14, 2015).

— *stadium.se*. 10 september 2015. <http://www.stadium.se/cms/this-is-stadium> (funnet september 10, 2015).

Vaage, Odd Frank. *ssb.no*. 09 desember 2014. <https://www.ssb.no/kultur-og-fritid/artikler-og-publikasjoner/fritidsvaner-i-endring> (funnet september 10, 2015).

Virke. «virke.no.» *Utsikter for norsk handel 2015*. 01 januar 2015. <http://www.virke.no/talloganalyse/Documents/Utsikter%20for%20norsk%20handel%202015.pdf> (funnet august 28, 2015).

XXL. «xxlasa.com.» *Investor - Prospectus*. 22 09 2014a. http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2014/09/7907591_1_XXL-ASA-prospectus-final.pdf (funnet 10 25, 2015).

— «xxlasa.com.» *Årsrapport 2014*. 31 desember 2014b. <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/XXL-ASA-Annual-report-2014.pdf> (funnet september 04, 2015).

— *xxlasa.com*. 04 september 2015d. <http://www.xxlasa.com/corporate/about/our-business/> (funnet september 04, 2015).

— «xxlasa.com.» *Highlights Q3 2015*. 01 oktober 2015e. <http://presenter.qbrick.com/?pguid=7f7b5c29-cdd4-461e-8c22-17085492b66f> (funnet oktober 01, 2015).

— *xxlasa.com*. 01 september 2015f. <http://www.xxlasa.com/corporate/about/vision-values/> (funnet september 01, 2015).

— *xxlasa.com*. 01 september 2015g. <http://www.xxlasa.com/corporate/about/strategy/> (funnet september 01, 2015).

— *xxl.no*. 03 september 2015a. <https://www.xxl.no/dette-er-XXL;jsessionid=ECC47E4B38F62C740B0BB05B71E6EC41.xxlapp13#> (funnet september 03, 2015).

— *xxl.no*. 06 september 2015b. <https://www.xxl.no/miljoet> (funnet september 06, 2015).

— *xxl.no*. 03 september 2015h. <http://www.xxl.no/XXL-garantier> (funnet september 03, 2015).

13.2 Tabelloversikt

Tabell 2-1 Historiske høydepunkter i perioden 2007 til 2014	20
Tabell 4-1 Oppsummering Porter's Five Forces (Femkraftsmodellen).....	48
Tabell 4-2 Oppsummering VRIO-analysen	53
Tabell 5-1 Andeler resultatelementer i resultatregnskapet	63
Tabell 5-2 Fullstendig nettoresultat	65
Tabell 5-3 Fordeling av fullstendig nettoresultat.....	66
Tabell 5-4 Fullstendig driftsresultat før skatt.....	66
Tabell 5-5 Fullstendig finansresultat før skatt	67
Tabell 5-6 Unormalt driftsresultat før skatt	69
Tabell 5-7 Unormalt finansresultat før skatt.....	69
Tabell 5-8 Netto finanskostnad, netto finansinntekter og unormalt netto finansresultat.....	69
Tabell 5-9 Normalisert driftsskattesats	70
Tabell 5-10 Fordeling av skattekostnad.....	70
Tabell 5-11 Omgruppert konsernresultatregnskap.....	70
Tabell 5-12 Omgruppert konsernbalanse.....	75
Tabell 5-13 Endring i egenkapital.....	75
Tabell 5-14 Netto driftskapital.....	76
Tabell 5-15 Oversikt årsgjennomsnittlige valutakurser i perioden 2010 til 2014.....	78
Tabell 5-16 Vekter til beregning av tidsvektet gjennomsnitt.....	79
Tabell 6-1 Likviditetsgrad 1 XXL og bransjen.....	81
Tabell 6-2 Likviditetsgrad 2 XXL og bransjen.....	82
Tabell 6-3 Rentedekningsgrad XXL og bransjen.....	84
Tabell 6-4 Egenkapitalandel XXL og bransjen.....	86
Tabell 6-5 Finansieringsmatrise XXL (tallstørrelser).....	87
Tabell 6-6 Finansieringsmatrise XXL (prosent).....	87
Tabell 6-7 Finansieringsmatrise bransjen (tallstørrelser).....	88
Tabell 6-8 Finansieringsmatrise bransjen (prosent).....	88

Tabell 6-9 Finansieringsgrad 1 XXL og bransjen.....	89
Tabell 6-10 Netto driftsrentabilitet XXL og bransjen.....	91
Tabell 6-11 Standard & Poor's ratingklasser.....	92
Tabell 6-12 Standard & Poor's ratingklasser basert på fire forholdstall	92
Tabell 6-13 Oppsummering og syntetisk rating XXL og bransjen.....	93
Tabell 7-1 Risikofri rente.....	96
Tabell 7-2 Markedets risikopremie.....	97
Tabell 7-3 Årlig egenkapitalbeta	102
Tabell 7-4 Årlig egenkapitalkrav	102
Tabell 7-5 Finansielt gjeldskrav.....	103
Tabell 7-6 Finansielt eiendelskrav	103
Tabell 7-7 Netto finansielt gjeldskrav.....	104
Tabell 7-8 Finansiell gjeldsbeta.....	105
Tabell 7-9 Finansiell eiendelsbeta	105
Tabell 7-10 Netto finansiell gjeldsbeta.....	106
Tabell 7-11 Netto driftsbeta.....	106
Tabell 7-12 Netto driftskrav.....	107
Tabell 8-1 Egenkapitalrentabilitet.....	108
Tabell 8-2 Strategisk fordel (superrentabilitet).....	108
Tabell 8-3 Oppsummering og dekomponering strategisk fordel	109
Tabell 8-4 Bransjefordel drift	110
Tabell 8-5 Ressursfordel drift.....	111
Tabell 8-6 Marginfordel.....	113
Tabell 8-7 Omløpsfordel.....	114
Tabell 8-8 Common-Size Analyse XXL og bransjen.....	114
Tabell 8-9 Gearingfordel drift.....	116
Tabell 8-10 Driftsfordel	116
Tabell 8-11 Finansieringsfordel finansiell gjeld	118
Tabell 8-12 Finansieringsfordel finansielle eiendeler.....	120
Tabell 8-13 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	121
Tabell 8-14 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	121
Tabell 9-1 Normalisert egenkapitalvekst i analyseperioden.....	124
Tabell 9-2 Budsjetterte driftsinntekter	130
Tabell 9-3 Budsjetterte netto driftseiendeler.....	132
Tabell 9-4 Budsjettert driftsresultat	134
Tabell 9-5 Budsjettert finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld	137
Tabell 9-6 Budsjettert netto finanskostnad og netto finansinntekt	138
Tabell 9-7 Fremtidsbalanse og fremtidsresultatregnskap	139
Tabell 9-8 Fremtidig fri kontantstrøm	139
Tabell 10-1 Fremtidig risikofri rente	140
Tabell 10-2 Fremtidig markedsrisikopremie.....	141
Tabell 10-3 Fremtidig netto finansiell gjeldsbeta.....	141
Tabell 10-4 Fremtidig egenkapitalbeta.....	142
Tabell 10-5 Fremtidig egenkapitalkrav.....	143
Tabell 10-6 Fremtidig finansielt gjeldskrav.....	144
Tabell 10-7 Fremtidig finansielt eiendelskrav.....	145

Tabell 10-8 Fremtidig netto finansielt gjeldskrav.....	145
Tabell 10-9 Fremtidig netto driftskrav.....	146
Tabell 10-10 Fremtidig sysselsatt kapitalkrav.....	146
Tabell 10-11 Fremtidig driftsfordel.....	148
Tabell 10-12 Fremtidig strategisk fordel.....	149
Tabell 11-1 Oversikt over modeller ved sysselsatt kapital-metoden.....	153
Tabell 11-2 Oversikt over modeller ved netto driftskapital-metoden.....	153
Tabell 11-3 Første estimat verdi egenkapital.....	154
Tabell 11-4 Første verdiestimat per aksje.....	154
Tabell 11-5 Verdikonvergens egenkapitalverdi.....	155
Tabell 11-6 Verdikonvergens estimat per aksje.....	155
Tabell 11-7 Standardavvik på kort sikt (ukorrigert).....	157
Tabell 11-8 Standardavvik på kort sikt (korrigert).....	157
Tabell 11-9 Forventning og standardavvik til driftsinntektsvekst.....	158
Tabell 11-10 Forventning og standardavvik til netto driftsmargin.....	158
Tabell 11-11 Forventning og standardavvik til omløpet til netto driftseiendeler.....	158
Tabell 11-12 Andre usikre budsjettvariabler.....	159
Tabell 11-13 Korrelasjon mellom budsjettvariabler.....	160
Tabell 11-14 Budsjettvariabler og tilhørende forklaring av variasjon i verdiestimat.....	162

13.3 Figuroversikt

Figur 2-1 CAGR for de tre nordiske sportsmarkedene Norge, Sverige og Finland.....	14
Figur 2-2 Historiske markedsandeler for den norske sportsbransjen.....	16
Figur 2-3 Historiske markedsandeler for den svenske sportsbransjen.....	17
Figur 2-4 Historiske markedsandeler for den finske sportsbransjen.....	18
Figur 2-5 Utvikling av XXL-aksjen på Oslo Børs i perioden 03.10.2014 til 30.10.2015.....	22
Figur 4-1 Rammeverk for strategisk analyse.....	34
Figur 4-2 Formeluttrykk for strategisk fordel (superrentabilitet).....	35
Figur 4-3 Formeluttrykk for bransjeorientert strategisk fordel.....	35
Figur 4-4 Formeluttrykk for netto driftsrentabilitet.....	36
Figur 4-5 Formeluttrykk for ressursfordel.....	36
Figur 4-6 Strategisk analyse og innsikt i strategisk fordel (superrentabilitet).....	37
Figur 4-7 Rammeverk for PEST-analysen.....	37
Figur 4-8 Rammeverk for Porter's Five Forces (Femkraftsmodellen).....	42
Figur 4-9 Oppsummering trussel fra potensielle inntrengere.....	43
Figur 4-10 Oppsummering trussel fra substitutter.....	44
Figur 4-11 Oppsummering trussel fra leverandører.....	45
Figur 4-12 Oppsummering trussel fra kunder.....	46
Figur 4-13 Oppsummering av trussel fra intern rivalisering.....	47
Figur 4-14 Rammeverk for VRIO-analysen.....	49
Figur 4-15 Big box-konseptet til XXL.....	50
Figur 4-16 SWOT-analyse og oppsummering av strategisk analyse.....	55
Figur 5-1 Rammeverk for regnskapsanalyse.....	56
Figur 5-2 Omgruppering fra kreditororientert balanse til investororientert balanse.....	71
Figur 5-3 Formeluttrykk for overgang fra totalbalanse til sysselsatt kapital.....	75

Figur 5-4 Formeluttrykk for overgang fra sysselsatt kapital til netto driftskapital.....	76
Figur 5-5 Analyseoversikt.....	78
Figur 6-1 Likviditetsgrad 1 XXL og bransjen	81
Figur 6-2 Likviditetsgrad 2 XXL og bransjen	83
Figur 6-3 Rentedekningsgrad XXL og bransjen.....	84
Figur 6-4 Egenkapitalandel XXL og bransjen	86
Figur 6-5 Finansieringsgrad 1 XXL og bransjen	89
Figur 6-6 Netto driftsrentabilitet XXL og bransjen	91
Figur 7-1 Karakteristisk linje XXL-aksjen	99
Figur 8-1 Strategisk fordel (superrentabilitet) XXL og bransjen.....	108
Figur 8-2 Bransjefordel drift.....	110
Figur 8-3 Ressursfordel drift.....	111
Figur 8-4 Marginfordel (uvektet).....	112
Figur 8-5 Omløpsfordel (uvektet).....	113
Figur 8-6 Finansiell gearing XXL og bransjen	115
Figur 8-7 Finansiell gjeldsrentefordel.....	117
Figur 8-8 Finansiell gjeldsgrad	118
Figur 8-9 Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	119
Figur 8-10 Finansiell eiendelsgrad.....	119
Figur 8-11 Netto finansiell gjeldsrentefordel.....	121
Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsregnskap.....	122
Figur 9-2 Historisk driftsinntekstvekst	124
Figur 9-3 Historisk egenkapitalvekst	125
Figur 9-4 Rammeverk for budsjettering	127
Figur 9-5 Fremtidig driftsinntekstvekst	130
Figur 9-6 Fremtidig omløp til netto driftseiendeler	132
Figur 9-7 Fremtidig netto driftsmargin	134
Figur 9-8 Finansiell gjeldsandel i analyseperioden	135
Figur 9-9 Finansiell gjeldsandel i budsjetteringsperioden	135
Figur 9-10 Finansiell eiendelsandel i analyseperioden	136
Figur 9-11 Finansiell eiendelsandel i budsjetteringsperioden	137
Figur 10-1 Strategisk fordel fra drift i analyse-, budsjetteringsperiode og steady state	147
Figur 10-2 Fremtidig forhold mellom netto finansielt gjeldskrav og -gjeldsrente	148
Figur 10-3 Fremtidig strategisk fordel/superrentabilitet.....	149
Figur 11-1 Verdikonvergens XXL-aksjen fra første estimat til endelig verdiestimat	155
Figur 11-2 Hovedresultat fra simulering fra Crystal Ball.....	160
Figur 11-3 Nedsiderisiko fra Crystal Ball.....	161
Figur 11-4 Oppsidepotensial fra Crystal Ball	162

14. Vedlegg

Vedlegg 1: Rapporterte årsregnskap XXL ASA

Rapportert konsernresultatregnskap

KONSERNRESULTATREGNSKAP XXL ASA					
Beløp i NOK 1.000					
	2015T	2014	2013	2012	2011
Driftsinntekter og driftskostnader:					
Salgsinntekt	6 637 606	5 212 000	4 008 421	3 101 368	2 466 342
Annen driftsinntekt	3 787	3 000	1 806	5 796	4 611
Sum driftsinntekter	6 641 393	5 215 000	4 010 227	3 107 164	2 470 953
Varekostnad	4 022 885	3 083 000	2 399 497	1 882 995	1 463 281
Lønnskostnad	1 029 660	799 000	606 318	449 829	351 615
Ordinær avskrivningskostnad	97 986	80 000	58 967	46 201	35 687
Annen driftskostnad	894 910	732 000	544 498	403 763	331 494
Sum driftskostnader	6 045 441	4 694 000	3 609 280	2 782 788	2 182 077
DRIFTSRESULTAT	595 952	521 000	400 947	324 376	288 876
Finansinntekter og finanskostnader:					
Annen renteinntekt	1 324	8 000	3 168	6 064	1 324
Annen finansinntekt	85 338	93 000	39 118	5 077	9 524
Sum finansinntekter	86 662	101 000	42 286	11 141	10 848
Annen rentekostnad	164 160	194 000	249 170	240 889	227 601
Annen finanskostnad	25 920	88 000	17 970	10 736	20 655
Sum finanskostnader	190 080	282 000	267 140	251 625	248 256
Netto finansposter	-103 418	-181 000	-224 854	-240 484	-237 408
ORDINÆRT RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD	492 534	340 000	176 093	83 892	51 468
Skattekostnad på ordinært resultat	112 619	77 000	51 022	22 551	13 915
ORDINÆRT RESULTAT ETTER SKATTEKOSTNAD	379 915	263 000	125 071	61 341	37 553
Ekstraordinære poster	1 000	0	910	-243	138
ÅRSRESULTAT	380 915	263 000	125 981	61 098	37 691

Rapportert kontantstrøm

RAPPORTERT KONTANTSTRØM XXL ASA (kilde: Prospectus og Årsrapport)					
In NOK thousands					
	2014	2013	2012	2011	
Operating Activities					
Profit before income tax	339 000	176 093	83 893	51 467	
Income tax paid	- 48 000	- 25 283	- 17 489	- 38 925	
Depreciation	74 000	58 967	46 201	35 687	
Impairment of non-current assets	6 000	1 323	959	-	
Changes in inventory	- 324 000	- 294 561	- 145 452	- 145 112	
Changes in accounts receivable	60 000	55 106	- 25 678	- 153 772	
Changes in accounts payable	40 000	146 946	- 29 765	183 601	
Interest payments	53 000	80 376	82 540	83 434	
Interest expense on shareholder loan	125 000	151 680	137 924	125 370	
Amortisation of capitalised transaction costs	8 000	7 500	7 500	7 500	
Fair value movement of financial derivatives	- 4 000	- 7 972	- 235	12 133	
Prepayments of financial leases	- 7 000	39 938	- 1 719	- 1 719	
Changes in other assets and liabilities	4 000	16 712	10 572	18 861	
Cash provided (used) by operating activities	326 000	406 825	149 251	178 525	
Investing Activities					
Acquisition of fixed assets	- 147 000	- 152 187	- 134 229	- 115 478	
Proceeds from disposal of financial assets	5 000	-	-	-	
Cash provided (used) by investing activities	- 142 000	- 152 187	- 134 229	- 115 478	
Financing Activities					
Payments on long-term debt	- 68 000	- 59 900	- 55 000	- 20 000	
Interest payments	- 53 000	- 80 376	- 82 540	- 83 434	
Proceeds from issuance of shares	1 794 000	-	-	19 683	
Payment of shareholder loan	- 1 794 000	-	-	5 640	
Receipts from new borrowings	-	-	51 178	37 222	
Gift to Foundation	- 10 000	-	-	-	
Cash provided (used) by financing activities	- 131 000	- 140 276	- 86 362	- 52 169	
Net Change in Cash and Cash Equivalents	53 000	114 362	- 71 340	10 878	
Cash and cash equivalents beginning of year	170 000	56 932	128 272	117 394	
Effect of foreign currency rate changes on cash and equivalents	1 000	- 1 502	-	-	
Cash and Cash Equivalents - End of Year	224 000	169 792	56 932	128 272	

Rapportert konsernbalanse

KONSERNBALANSE XXL ASA In NOK thousands		2015T	2014	2013	2012	2011	2010
		2015T	2014	2013	2012	2011	2010
NON-CURRENT ASSETS							
Intangible Assets							
Trademarks	191 000	191 000	190 176	190 094	200 485	193 604	
Proprietary software	20 000	20 000	14 738	1 747	1 983	1 726	
Software	10 000	10 000	8 955	7 960	8 049	6 507	
Deferred Tax Assets	-	-	-	-	1 676	-	
Goodwill	2 734 000	2 734 000	2 733 969	2 733 969	2 733 969	2 731 573	
Total Intangible Assets	2 955 000	2 955 000	2 947 838	2 933 770	2 946 163	2 933 410	
Fixed Assets							
Construction in progress	3 904	3 000	5 623	25 039	-	-	
Machinery and equipment	58 560	57 000	59 622	60 965	71 501	32 920	
Land and buildings	9 760	8 000	8 899	8 371	8 738	5 278	
Transportation and vehicles	976	1 000	1 024	252	468	389	
Fixtures and fittings	414 800	404 000	337 795	230 561	147 944	118 595	
Total Fixed Assets	488 000	474 000	412 964	325 188	228 651	157 182	
Financial Assets							
Loan to associates	-	-	4 000	5 221	5 640	1 321	
Other investments	-	-	30	30	30	30	
Total Financial Assets	-	-	4 030	5 251	5 670	1 351	
Total Non-Current Assets	3 443 000	3 429 000	3 364 831	3 264 210	3 180 483	3 091 943	
CURRENT ASSETS							
Inventory	1 665 000	1 397 000	1 072 808	778 246	632 794	487 682	
Total Inventory	1 665 000	1 397 000	1 072 808	778 246	632 794	487 682	
Trade receivables	71 610	93 000	152 491	207 597	181 919	28 147	
Other receivables	145 390	192 000	74 180	29 543	3 143	38 751	
Total Trade and Other Receivables	217 000	284 000	226 671	237 140	185 063	66 898	
Cash and Cash Equivalents	241 000	222 000	169 792	56 932	128 272	117 394	
Total Cash and Cash Equivalents	241 000	222 000	169 792	56 932	128 272	117 394	
Total Current Assets	2 122 000	1 904 000	1 469 270	1 072 318	946 128	671 974	
TOTAL ASSETS	5 566 000	5 333 000	4 834 102	4 336 528	4 126 612	3 763 917	
EQUITY AND LIABILITIES							
SHAREHOLDER'S EQUITY							
Paid-in Capital	55 400	55 000	109 445	109 445	109 445	107 600	
Share capital	2 828 600	2 834 000	986 238	986 238	986 238	968 400	
Total Paid-in Capital	2 884 000	2 890 000	1 095 683	1 095 683	1 095 683	1 076 000	
Retained Earnings							
Uncovered loss							
Other equity	230 000	330 000	77 798	48 182	107 499	19 963	
Total Retained Earnings	230 000	330 000	77 798	48 182	107 499	170 930	
Total Shareholders Equity	3 114 000	3 219 000	1 173 481	1 047 501	988 184	905 070	
NON-CURRENT LIABILITIES							
Deferred tax liability	100 000	52 000	40 784	37 364	39 911	30 685	
Total Provisions	100 000	52 000	40 784	37 364	39 911	30 685	
Other Non-Current Liabilities							
Other long-term debt	1 104 000	1 097 000	1 037 832	1 117 421	1 132 128	1 200 000	
Loan from shareholder	-	-	1 668 675	1 516 994	1 379 070	1 253 700	
Total Other Non-Current Liabilities	1 104 000	1 097 000	2 706 506	2 634 415	2 511 198	2 453 700	
Total Non-Current Liabilities	1 204 000	1 149 000	2 747 291	2 671 778	2 551 109	2 484 385	
CURRENT LIABILITIES							
Accounts payable	433 000	455 000	414 784	267 839	297 604	114 003	
Short-term borrowings	100 000	6 000	138 794	71 667	55 000	-	
Derivatives	-	-	4 158	12 130	12 366	-	
Tax payable	29 000	75 000	47 787	25 283	17 489	38 925	
Public duties payable	187 000	185 000	120 292	94 268	78 730	74 533	
Other short-term debt	499 000	245 000	187 515	146 062	126 131	147 001	
Total Current Liabilities	1 248 000	966 000	913 330	617 249	587 319	374 462	
Total liabilities	2 452 000	2 114 000	3 660 620	3 289 028	3 138 428	2 858 847	
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	5 566 000	5 333 000	4 834 102	4 336 528	4 126 612	3 763 917	

Vedlegg 2: Trailing årsregnskap XXL

RAPPORTERT KONSERNRESULTATREGNSKAP XXL ASA											
Trailing årsregnskap 2015T											
Beløp i NOK 1.000											
	Note 2014	"Trailing" 2015	Vekstjustering	Vekst i prosent	Trailing uten vekst	Q1 & Q2 2015	Q2 2015	Q1 2015	Q3 & Q4 2014	Q1 & Q2 2014	2014
Driftsinntekter og driftskostnader:											
Salgsinntekt	2	6 637 606	800 458	0,27	5 837 147	2 910 679			2 926 468	2 285 532	5 212 000
Annen driftsinntekt		3 787	2 175	0,26	1 612	-6 679			8 291	-5 291	3 000
Sum driftsinntekter		6 641 393	802 634		5 838 759	2 904 000	1 535 000	1 369 000	2 934 759	2 280 241	5 215 000
Varekostnad		4 022 885	528 688	0,30	3 494 197	1 760 000	901 000	859 000	1 734 197	1 348 803	3 083 000
Lønnskostnad	3	1 029 660	129 405	0,29	900 255	452 000	229 000	223 000	448 255	350 745	799 000
Ordinær avskrivningskostnad	5	97 986	10 093	0,22	87 893	43 000	22 000	21 000	44 893	35 107	80 000
Annen driftskostnad	6	894 910	90 822	0,22	804 088	396 000	204 000	192 000	408 088	323 912	732 000
Sum driftskostnader		6 045 441	759 008		5 286 433	2 651 000	1 356 000	1 295 000	2 635 433	2 058 567	4 694 000
DRIFTSRESULTAT		595 952	43 626		552 326	253 000	179 000	74 000	299 326	221 674	521 000
Finansinntekter og finanskostnader:											
Annen renteinntekt		1 324	-	0,02	-	662			7 721	279	8 000
Annen finansinntekt UNORMAL	18	85 338	-	-	-	85 338			57 081	35 919	93 000
Sum finansinntekter		86 662	-	-	-	86 000	72 000	14 000	64 802	36 198	101 000
Annen rentekostnad		164 160	-	0,15	-	82 080			72 324	121 676	194 000
Annen finanskostnad UNORMAL	18	190 080	-	-	-	25 920			49 623	38 377	88 000
Sum finanskostnader		190 080	-	-	-	108 000	64 000	44 000	121 947	160 053	282 000
Netto finansposter		-103 418	-	-	-	-22 000	8 000	-30 000	-57 145	-123 855	-181 000
ORDINERT RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD		492 534	-	-	-	231 000	187 000	44 000	242 181	97 819	340 000
Skattekostnad på ordinært resultat	7	112 619	-	-	-	53 000	43 000	10 000	50 010	26 990	77 000
ORDINERT RESULTAT ETTER SKATTEKOSTNAD		379 915	-	-	-	178 000	144 000	34 000	192 171	70 829	263 000
Ekstraordinære poster UNORMAL		1 000	-	-	-	1 000	0	1 000	-6 263	6 263	-
ÅRSRESULTAT		380 915	-	-	-	179 000	144 000	35 000	185 908	77 092	263 000

KONERNBALANSE XXL ASA				
In NOK thousands				
	2015T	Q2 2015	Q1 2015	2014
ASSETS				
NON-CURRENT ASSETS				
Intangible Assets				
Trademarks	191 000	191 000	190 000	191 000
Proprietary software	20 000	20 000	20 000	20 000
Software	10 000	10 000	10 000	10 000
Deferred Tax Assets	-	-	-	-
Goodwill	2 734 000	2 734 000	2 734 000	2 734 000
Total Intangible Assets	2 955 000	2 955 000	2 954 000	2 955 000
Fixed Assets				
Construction in progress	3 904	3 904	3 744	3 000
Machinery and equipment	58 560	58 560	56 160	57 000
Land and buildings	9 760	9 760	9 360	8 000
Transportation and vehicles	976	976	936	1 000
Fixtures and fittings	414 800	414 800	397 800	404 000
Total Fixed Assets	488 000	488 000	468 000	474 000
Financial Assets				
Loan to associates	0	0	0	-
Other investments	0	0	0	-
Total Financial Assets	0	0	0	-
Total Non-Current Assets	3 443 000	3 443 000	3 422 000	3 429 000
CURRENT ASSETS				
Inventory	1 665 000	1 665 000	1 609 000	1 397 000
Total Inventory	1 665 000	1 665 000	1 609 000	1 397 000
Trade receivables	71 610	71 610	74 580	93 000
Other receivables	145 390	145 390	151 420	192 000
Total Trade and Other Receivables	217 000	217 000	226 000	284 000
Cash and Cash Equivalents	241 000	241 000	229 000	222 000
Total Cash and Cash Equivalents	241 000	241 000	229 000	222 000
Total Current Assets	2 122 000	2 122 000	2 064 000	1 904 000
TOTAL ASSETS	5 566 000	5 566 000	5 486 000	5 333 000

EQUITY AND LIABILITIES				
SHAREHOLDER'S EQUITY				
Paid-in Capital	55 400	55 400	55 400	55 000
Share premium	2 828 600	2 828 600	2 826 600	2 834 000
Total Paid-in Capital	2 884 000	2 884 000	2 882 000	2 890 000
Retained Earnings				
Uncovered loss	-	-	-	-
Other equity	230 000	230 000	230 000	330 000
Total Retained Earnings	230 000	230 000	230 000	330 000
Total Shareholders Equity	3 114 000	3 114 000	3 246 000	3 219 000
LIABILITIES				
NON-CURRENT LIABILITIES				
Deferred tax liability	100 000	100 000	56 000	52 000
Total Provisions	100 000	100 000	56 000	52 000
Other Non-Current Liabilities				
Other long-term debt	1 104 000	1 104 000	1 103 000	1 097 000
Loan from shareholder	-	-	-	-
Total Other Non-Current Liabilities	1 104 000	1 104 000	1 103 000	1 097 000
Total Non-Current Liabilities	1 204 000	1 204 000	1 159 000	1 149 000
CURRENT LIABILITIES				
Accounts payable	433 000	433 000	619 000	455 000
Short-term borrowings	100 000	100 000	-	6 000
Derivatives	-	-	-	-
Tax payable	29 000	29 000	52 000	75 000
Public duties payable	187 000	187 000	149 000	185 000
Other short-term debt	499 000	499 000	262 000	245 000
Total Current Liabilities	1 248 000	1 248 000	1 082 000	966 000
Total liabilities	2 452 000	2 452 000	2 241 000	2 114 000
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	5 566 000	5 566 000	5 487 000	5 333 000

	Percentage of Fixed Assets	Percentage of Trade and other receivables
Construction in progress	0,8 %	
Machinery and equipment	12 %	
Land and buildings	2 %	
Transportation and vehicles	0,2 %	
Fixtures and fittings	85 %	
Trade receivables		33 %
Other receivables		67 %

Vedlegg 3: Omgruppering bransjen

Omgrupperte (konsern)resultatregnskaper

SUM BRANSJE				
	2014	2013	2012	2011
Driftsinntekter	99 197 126	82 137 643	73 904 629	62 689 772
- Driftskostnader	90 804 828	75 279 208	68 050 645	57 677 811
= Driftsresultat i egen virksomhet	8 392 298	6 858 435	5 853 984	5 011 961
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	2 621 778	2 179 563	1 881 793	1 603 405
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	5 770 520	4 678 871	3 972 191	3 408 556
+ Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	30 682	20 840	12 170	5 013
= Netto driftsresultat	5 801 201	4 699 711	3 984 362	3 413 569
+ Netto finansinntekt	62 293	87 202	54 902	28 563
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	5 863 494	4 786 913	4 039 263	3 442 132
- Netto finanskostnad	235 036	263 199	262 321	271 574
- Netto minoritetsresultat	23 330	6 401	23 206	17 384
= Nettoresultat til egenkapital	5 605 128	4 517 314	3 753 735	3 153 174

Stadion AS				
	2014	2013	2012	2011
Driftsinntekter	114 347	104 263	97 313	96 436
- Driftskostnader	111 508	102 504	93 668	91 988
= Driftsresultat i egen virksomhet	2 839	1 760	3 645	4 448
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	776	481	996	1 216
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	2 063	1 279	2 649	3 232
+ Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	-	-	-	-
= Netto driftsresultat	2 063	1 279	2 649	3 232
+ Netto finansinntekt	250	253	252	121
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	2 313	1 532	2 901	3 353
- Netto finanskostnad	365	457	415	329
- Netto minoritetsresultat	-	-	-	-
= Nettoresultat til egenkapital	1 948	1 075	2 486	3 024

Sport 1 Gruppen AS				
	2014	2013	2012	2011
Driftsinntekter	986 284	954 123	890 522	899 701
- Driftskostnader	965 345	937 822	878 527	884 910
= Driftsresultat i egen virksomhet	20 939	16 301	11 995	14 791
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	6 224	4 845	3 565	4 396
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	14 715	11 456	8 430	10 395
+ Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	-	-	-	-
= Netto driftsresultat	14 715	11 456	8 430	10 395
+ Netto finansinntekt	768	1 710	1 431	2 941
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	15 483	13 165	9 860	13 335
- Netto finanskostnad	6 010	6 626	6 568	4 810
- Netto minoritetsresultat	-	-	-	-
= Nettoresultat til egenkapital	9 473	6 539	3 293	8 525

Stadium Sweden AB				
	2014	2013	2012	2011
<i>Valuta</i>	<i>0,9184</i>	<i>0,9022</i>	<i>0,8593</i>	<i>0,8631</i>
Driftsinntekter	4 685 471	4 386 554	3 991 143	3 916 643
- Driftskostnader	4 485 568	4 207 675	3 860 561	3 698 214
= Driftsresultat i egen virksomhet	199 903	178 879	130 582	218 428
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	49 228	44 050	32 157	53 789
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	150 675	134 829	98 425	164 639
+ Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	-	-	-	-
= Netto driftsresultat	150 675	134 829	98 425	164 639
+ Netto finansinntekt	1 495	1 847	3 763	5 991
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	152 170	136 675	102 189	170 630
- Netto finanskostnad	796	460	187	374
- Netto minoritetsresultat	-	-	-	-
= Nettoresultat til egenkapital	151 375	136 215	102 002	170 256

JD Sports Fashion Plc				
	2014	2013	2012	2011
<i>Valuta</i>	10,369	9,1968	9,2199	8,9841
Driftsinntekter	15 793 833	11 202 567	11 629 235	9 543 387
- Driftskostnader	14 734 401	10 438 938	11 063 843	8 856 454
= Driftsresultat i egen virksomhet	1 059 431	763 628	565 392	686 933
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	265 848	191 621	141 876	172 375
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	793 583	572 007	423 516	514 558
+ Nettoresultat fra driftstilknnyttet virksomhet	-	-	-	-
= Netto driftsresultat	793 583	572 007	423 516	514 558
+ Netto finansinntekt	5 586	4 050	4 687	4 214
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	799 169	576 057	428 203	518 772
- Netto finanskostnad	20 801	10 755	9 201	5 935
- Netto minoritetsresultat	13 417	12 213	22 644	22 478
= Nettoresultat til egenkapital	764 951	553 088	396 358	490 358

Sport Direct International Plc				
	2014	2013	2012	2011
<i>Valuta</i>	10,369	9,1968	9,2199	8,9841
Driftsinntekter	29 457 344	24 965 091	20 217 203	16 540 078
- Driftskostnader	26 360 839	22 623 015	18 259 090	15 163 930
= Driftsresultat i egen virksomhet	3 096 505	2 342 075	1 958 113	1 376 149
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	819 819	620 079	518 423	364 344
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	2 276 686	1 721 996	1 439 690	1 011 805
+ Nettoresultat fra driftstilknnyttet virksomhet	30 682	20 840	12 170	5 013
= Netto driftsresultat	2 307 368	1 742 836	1 451 861	1 016 818
+ Netto finansinntekt	20 916	17 835	18 054	14 211
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	2 328 284	1 760 671	1 469 915	1 031 029
- Netto finanskostnad	50 654	50 440	44 462	37 107
- Netto minoritetsresultat	9 913	5 812	562	5 094
= Nettoresultat til egenkapital	2 267 717	1 716 044	1 424 890	999 016

Dick's Sporting Goods, Inc.				
	2014	2013	2012	2011
<i>Valuta</i>	6,302	5,877	5,821	5,607
Driftsinntekter	42 944 847	36 514 818	33 972 049	29 222 574
- Driftskostnader	39 453 167	33 359 974	31 112 168	26 800 238
= Driftsresultat i egen virksomhet	3 491 680	3 154 844	2 859 881	2 422 336
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	1 340 772	1 211 430	1 098 167	930 154
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	2 150 908	1 943 414	1 761 714	1 492 182
+ Nettoresultat fra driftstilknnyttet virksomhet	-	-	-	-
= Netto driftsresultat	2 150 908	1 943 414	1 761 714	1 492 182
+ Netto finansinntekt	26 717	58 909	21 742	-
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	2 177 625	2 002 323	1 783 456	1 492 182
- Netto finanskostnad	14 790	12 566	25 640	56 870
- Netto minoritetsresultat	-	-	-	-
= Nettoresultat til egenkapital	2 162 834	1 989 757	1 757 815	1 435 312

XXL ASA				
	2014	2013	2012	2011
Driftsinntekter	5 215 000	4 010 227	3 107 164	2 470 953
- Driftskostnader	4 694 000	3 609 280	2 782 788	2 182 077
= Driftsresultat i egen virksomhet	521 000	400 947	324 376	288 876
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	139 112	107 057	86 608	77 130
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	381 888	293 890	237 768	211 746
+ Nettoresultat fra driftstilknnyttet virksomhet	-	-	-	-
= Netto driftsresultat	381 888	293 890	237 768	211 746
+ Netto finansinntekt	6 560	2 598	4 972	1 086
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	388 448	296 488	242 740	212 832
- Netto finanskostnad	141 620	181 894	175 849	166 149
- Netto minoritetsresultat	-	-	-	-
= Nettoresultat til egenkapital	246 828	114 594	66 891	46 683

Omgrupperte (konsern)balanseoppstillinger

BRANSJEN						
<i>Beløp i NOK 1.000</i>	2015T	2014	2013	2012	2011	2010
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)		19 103 989	17 503 267	15 348 204	13 624 014	12 226 932
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)		10 047 366	7 887 479	5 435 287	3 572 920	2 689 985
NETTO DRIFTSEIENDELER (NDE)		29 151 356	25 390 746	20 783 491	17 196 934	14 916 917
Finansielle eiendeler (FE)		5 054 880	3 529 766	4 491 000	5 854 028	5 392 895
SYSSELSATTE EIENDELER (SSE)		34 206 235	28 920 512	25 274 491	23 050 962	20 309 812
Egenkapital (EK)		30 908 610	21 981 638	19 294 724	17 206 546	14 810 977
Minoritetsinteresser (MI)		110 865	87 701	126 128	119 731	13 767
Finansiell gjeld (FG)		3 186 760	6 851 173	5 853 639	5 724 684	5 485 068
SYSSELSATT KAPITAL (SSK)		34 206 235	28 920 512	25 274 491	23 050 961	20 309 812

STADION AS						
<i>Beløp i NOK 1.000</i>	2015T	2014	2013	2012	2011	2010
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)		2 635	1 571	1 681	1 721	1 621
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)		27 417	23 891	22 884	25 007	21 884
NETTO DRIFTSEIENDELER (NDE)		30 052	25 462	24 565	26 728	23 505
Finansielle eiendeler (FE)		12 426	11 970	12 099	8 830	7 100
SYSSELSATTE EIENDELER (SSE)		42 478	37 432	36 664	35 558	30 605
Egenkapital (EK)		25 988	24 856	26 851	24 476	20 496
Minoritetsinteresser (MI)		-	-	-	-	-
Finansiell gjeld (FG)		16 490	12 576	9 814	11 082	10 109
SYSSELSATT KAPITAL (SSK)		42 478	37 432	36 665	35 558	30 605

SPORT 1 GRUPPEN AS						
<i>Beløp i NOK 1.000</i>	2015T	2014	2013	2012	2011	2010
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)		31 739	29 403	32 285	20 961	15 839
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)		216 433	199 385	231 541	204 799	172 530
NETTO DRIFTSEIENDELER (NDE)		248 172	228 788	263 826	225 760	188 369
Finansielle eiendeler (FE)		2 154	1 783	1 307	10 672	41 651
SYSSELSATTE EIENDELER (SSE)		250 326	230 571	265 133	236 432	230 020
Egenkapital (EK)		98 098	92 128	85 240	92 164	87 924
Minoritetsinteresser (MI)		-	-	-	-	-
Finansiell gjeld (FG)		152 228	138 443	179 892	144 267	142 096
SYSSELSATT KAPITAL (SSK)		250 326	230 571	265 132	236 431	230 020

STADIUM SWEDEN AB						
<i>Valutakurs (SEK)</i>		0,9184	0,9022	0,8593	0,8631	0,8402
<i>Beløp i NOK 1.000</i>	2015T	2014	2013	2012	2011	2010
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)		174 367	195 673	177 764	174 464	167 772
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)		612 099	514 427	371 880	323 289	134 202
NETTO DRIFTSEIENDELER (NDE)		786 466	710 100	549 644	497 753	301 974
Finansielle eiendeler (FE)		84 823	107 308	218 834	296 779	435 426
SYSSELSATTE EIENDELER (SSE)		871 289	817 408	768 478	794 532	737 400
Egenkapital (EK)		871 289	805 803	756 415	769 040	717 386
Minoritetsinteresser (MI)		-	-	-	-	-
Finansiell gjeld (FG)		-	11 605	12 063	25 492	20 014
SYSSELSATT KAPITAL (SSK)		871 289	817 408	768 478	794 532	737 400

JD SPORTS FASHION PLC						
<i>Valutakurs (GBP)</i>		10,369	9,1968	9,2199	8,9841	9,3402
<i>Beløp i NOK 1.000</i>	2015T	2014	2013	2012	2011	2010
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)		2 119 963	1 888 664	1 731 636	1 553 531	1 006 864
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)		130 452	171 042	125 704	53 950	112 073
NETTO DRIFTSEIENDELER (NDE)		2 250 415	2 059 706	1 857 340	1 499 581	894 791
Finansielle eiendeler (FE)		1 348 437	739 450	536 193	619 022	872 057
SYSSELSATTE EIENDELER (SSE)		3 598 852	2 799 156	2 393 532	2 118 604	1 766 848
Egenkapital (EK)		3 074 294	2 389 016	2 192 704	1 933 881	1 719 437
Minoritetsinteresser (MI)		140 002	120 239	128 470	124 268	10 134
Finansiell gjeld (FG)		384 555	289 902	72 358	60 454	37 277
SYSSELSATT KAPITAL (SSK)		3 598 852	2 799 156	2 393 532	2 118 604	1 766 848

SPORTS DIRECT INTERNATIONAL PLC						
<i>Valutakurs (GBP)</i>		10,369	9,1968	9,2199	8,9841	9,3402
<i>Beløp i NOK 1.000</i>	2015T	2014	2013	2012	2011	2010
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)		6 863 542	6 099 198	5 223 396	4 422 621	3 644 882
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)		4 046 305	3 005 257	1 994 034	987 631	646 594
NETTO DRIFTSEIENDELER (NDE)		10 909 847	9 104 455	7 217 430	5 410 252	4 291 476
Finansielle eiendeler (FE)		2 624 114	1 924 430	1 505 121	854 765	813 130
SYSSLSATTE EIENDELER (SSE)		13 533 961	11 028 885	8 722 551	6 265 017	5 104 606
Egenkapital (EK)		12 073 259	7 551 419	5 946 199	4 243 999	3 089 234
Minoritetsinteresser (MI)		- 29 137	- 32 538	- 2 342	- 4 537	3 633
Finansiell gjeld (FG)		1 489 839	3 510 005	2 778 693	2 025 555	2 011 739
SYSSLSATT KAPITAL (SSK)		13 533 961	11 028 885	8 722 551	6 265 017	5 104 606

DICK'S SPORTING GOODS INC.						
<i>Valutakurs (USD)</i>		6,302	5,877	5,821	5,607	6,045
<i>Beløp i NOK 1.000</i>	2015T	2014	2013	2012	2011	2010
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)		6 533 743	5 968 740	4 959 847	4 315 814	4 341 162
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)		4 143 660	3 326 006	2 162 507	1 719 134	1 595 378
NETTO DRIFTSEIENDELER (NDE)		10 677 403	9 294 746	7 122 354	6 034 949	5 936 541
Finansielle eiendeler (FE)		909 927	693 533	2 212 195	4 011 489	3 157 690
SYSSLSATTE EIENDELER (SSE)		11 587 330	9 988 279	9 334 550	10 046 438	9 094 231
Egenkapital (EK)		11 546 682	9 944 936	9 239 813	9 154 801	8 242 847
Minoritetsinteresser (MI)		-	-	-	-	-
Finansiell gjeld (FG)		40 648	43 343	94 737	891 636	851 384
SYSSLSATT KAPITAL (SSK)		11 587 330	9 988 279	9 334 550	10 046 438	9 094 231

XXL ASA						
<i>Beløp i NOK 1.000</i>	2015T	2014	2013	2012	2011	2010
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)	3 342 000	3 378 000	3 320 018	3 221 595	3 134 902	3 048 791
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	907 661	871 000	647 471	526 737	367 009	231 470
NETTO DRIFTSEIENDELER (NDE)	4 249 661	4 249 000	3 967 489	3 748 332	3 501 911	3 280 261
Finansielle eiendeler (FE)	67 339	73 000	51 292	5 251	52 471	65 841
SYSSLSATTE EIENDELER (SSE)	4 317 000	4 322 000	4 018 781	3 753 583	3 554 382	3 346 102
Egenkapital (EK)	3 114 000	3 219 000	1 173 481	1 047 501	988 184	933 652
Minoritetsinteresser (MI)	-	-	-	-	-	-
Finansiell gjeld (FG)	1 203 000	1 103 000	2 845 300	2 706 082	2 566 198	2 412 450
SYSSLSATT KAPITAL (SSK)	4 317 000	4 322 000	4 018 781	3 753 583	3 554 382	3 346 102

Netto driftsrelaterte eiendeler

Bransjen					
<i>Beløp i NOK 1000</i>	2015T	2014	2013	2012	2011
Driftsrelatert anlegg (DAM)		23 674 305	20 869 220	18 281 847	16 604 517
Langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG)		4 570 316	3 365 953	2 933 643	2 980 503
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)		19 103 989	17 503 267	15 348 204	13 624 014
Driftsrelatert omløp (DOM)		25 766 444	21 522 279	17 865 379	14 980 881
Kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG)		15 719 078	13 634 800	12 430 091	11 407 962
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)		10 047 366	7 887 479	5 435 287	3 572 920
Netto driftseiendeler (NDE)		29 151 356	25 390 746	20 783 491	17 196 934

Stadion AS					
<i>Beløp i NOK 1000</i>	2015T	2014	2013	2012	2011
Driftsrelatert anlegg (DAM)		2 635	1 571	1 681	1 721
Langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG)		-	-	-	-
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)		2 635	1 571	1 681	1 721
Driftsrelatert omløp (DOM)		44 508	41 786	42 684	42 653
Kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG)		17 091	17 895	19 800	17 646
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)		27 417	23 891	22 884	25 007
Netto driftseiendeler (NDE)		30 052	25 462	24 565	26 728

Sport 1 Gruppen AS					
<i>Beløp i NOK 1000</i>	2015T	2014	2013	2012	2011
Driftsrelatert anlegg (DAM)		31 739	29 403	32 285	20 961
Langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG)		-	-	-	-
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)		31 739	29 403	32 285	20 961
Driftsrelatert omløp (DOM)		333 965	325 538	324 248	336 404
Kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG)		117 532	126 153	92 707	131 605
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)		216 433	199 385	231 541	204 799
Netto driftseiendeler (NDE)		248 172	228 788	263 826	225 760

Stadium Sweden AB					
<i>Valutakurs (SEK)</i>		0,9184	0,9022	0,8593	0,8631
<i>Beløp i NOK 1000</i>	2015T	2014	2013	2012	2011
Driftsrelatert anlegg (DAM)		249 771	262 274	237 771	231 079
Langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG)		75 403	66 601	60 007	56 614
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)		174 367	195 673	177 764	174 464
Driftsrelatert omløp (DOM)		1 285 134	1 098 773	1 000 805	1 010 461
Kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG)		673 035	584 346	628 925	687 173
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)		612 099	514 427	371 880	323 289
Netto driftseiendeler (NDE)		786 466	710 100	549 644	497 753

JD Sports Fashion Plc					
<i>Valutakurs (GBP)</i>		10,369	9,1968	9,2199	8,9841
<i>Beløp i NOK 1000</i>	2015T	2014	2013	2012	2011
Driftsrelatert anlegg (DAM)		2 581 974	2 261 530	2 075 630	1 942 353
Langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG)		462 012	372 866	343 994	388 823
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)		2 119 963	1 888 664	1 731 636	1 553 531
Driftsrelatert omløp (DOM)		3 137 825	2 513 292	2 021 242	1 819 163
Kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG)		3 007 373	2 342 250	1 895 538	1 873 113
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)		130 452	171 042	125 704	53 950
Netto driftseiendeler (NDE)		2 250 415	2 059 706	1 857 340	1 499 581

Sports Direct International Plc					
<i>Valutakurs (GBP)</i>		10,369	9,1968	9,2199	8,9841
<i>Beløp i NOK 1000</i>	2015T	2014	2013	2012	2011
Driftsrelatert anlegg (DAM)		7 824 354	6 808 970	6 016 215	5 392 868
Langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG)		960 812	709 772	792 819	970 247
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)		6 863 542	6 099 198	5 223 396	4 422 621
Driftsrelatert omløp (DOM)		7 942 851	6 907 956	5 465 658	3 923 976
Kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG)		3 896 546	3 902 699	3 471 624	2 936 345
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)		4 046 305	3 005 257	1 994 034	987 631
Netto driftseiendeler (NDE)		10 909 847	9 104 455	7 217 430	5 410 252

Dick's Sporting Goods, Inc.					
<i>Valutakurs (USD)</i>		6,302	5,877	5,821	5,607
<i>Beløp i NOK 1000</i>	2015T	2014	2013	2012	2011
Driftsrelatert anlegg (DAM)		9 553 832	8 144 670	6 659 305	5 840 722
Langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG)		3 020 089	2 175 930	1 699 458	1 524 908
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)		6 533 743	5 968 740	4 959 847	4 315 814
Driftsrelatert omløp (DOM)		11 191 161	9 212 926	7 938 424	6 948 895
Kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG)		7 047 501	5 886 920	5 775 916	5 229 761
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)		4 143 660	3 326 006	2 162 507	1 719 134
Netto driftseiendeler (NDE)		10 677 403	9 294 746	7 122 354	6 034 949

XXL ASA					
<i>Beløp i NOK 1000</i>					
	2015T	2014	2013	2012	2011
Driftsrelatert anlegg (DAM)	3 442 000	3 430 000	3 360 802	3 258 959	3 174 813
Langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG)	100 000	52 000	40 784	37 364	39 911
Netto driftsrelaterte anleggsmidler (NAM)	3 342 000	3 378 000	3 320 018	3 221 595	3 134 902
Driftsrelatert omløp (DOM)	2 055 661	1 831 000	1 422 008	1 072 318	899 328
Kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG)	1 148 000	960 000	774 537	545 581	532 319
Driftsrelatert arbeidskapital (DAK)	907 661	871 000	647 471	526 737	367 009
Netto driftseiendeler (NDE)	4 249 661	4 249 000	3 967 489	3 748 332	3 501 911

Finansiell eiendeler, finansiell gjeld og netto finansiell gjeld

Bransjen					
<i>Beløp i NOK 1000</i>					
Finansielle eiendeler	2015T	2014	2013	2012	2011
Finansielle anleggsmidler (FAM)		2 266 188	1 708 396	1 511 380	1 084 668
Finansielle omløpsmidler (FOM)		2 788 692	1 821 370	2 979 619	4 769 361
Totale finansielle eiendeler (FE)		5 054 880	3 529 766	4 491 000	5 854 028
Finansiell gjeld	2015T	2014	2013	2012	2011
Langsiktig finansiell gjeld (LFG)		2 562 129	2 812 969	4 953 185	5 302 537
Kortsiktig finansiell gjeld (KFG)		624 631	4 038 204	900 454	422 147
Total finansiell gjeld (FG)		3 186 760	6 851 173	5 853 639	5 724 684
Netto finansiell gjeld	2015T	2014	2013	2012	2011
Finansiell gjeld (FG)		3 186 760	6 851 173	5 853 639	5 724 684
Finansielle eiendeler (FE)		5 054 880	3 529 766	4 491 000	5 854 028
Netto finansiell gjeld (NFG)		- 1 868 120	3 321 407	1 362 639	- 129 344

Stadion AS					
<i>Beløp i NOK 1000</i>					
Finansielle eiendeler	2015T	2014	2013	2012	2011
Finansielle anleggsmidler (FAM)		12 426	11 970	12 099	8 830
Finansielle omløpsmidler (FOM)		-	-	-	-
Totale finansielle eiendeler (FE)		12 426	11 970	12 099	8 830
Finansiell gjeld	2015T	2014	2013	2012	2011
Langsiktig finansiell gjeld (LFG)		5 000	250	750	1 250
Kortsiktig finansiell gjeld (KFG)		11 490	12 326	9 064	9 832
Total finansiell gjeld (FG)		16 490	12 576	9 814	11 082
Netto finansiell gjeld	2015T	2014	2013	2012	2011
Finansiell gjeld (FG)		16 490	12 576	9 814	11 082
Finansielle eiendeler (FE)		12 426	11 970	12 099	8 830
Netto finansiell gjeld (NFG)		4 064	606	- 2 285	2 252

Sport 1 Gruppen AS					
<i>Beløp i NOK 1000</i>					
Finansielle eiendeler	2015T	2014	2013	2012	2011
Finansielle anleggsmidler (FAM)		2 154	1 783	1 307	10 672
Finansielle omløpsmidler (FOM)		-	-	-	-
Totale finansielle eiendeler (FE)		2 154	1 783	1 307	10 672
Finansiell gjeld	2015T	2014	2013	2012	2011
Langsiktig finansiell gjeld (LFG)		-	870	1 810	1 600
Kortsiktig finansiell gjeld (KFG)		152 228	137 573	178 082	142 667
Total finansiell gjeld (FG)		152 228	138 443	179 892	144 267
Netto finansiell gjeld	2015T	2014	2013	2012	2011
Finansiell gjeld (FG)		152 228	138 443	179 892	144 267
Finansielle eiendeler (FE)		2 154	1 783	1 307	10 672
Netto finansiell gjeld (NFG)		150 074	136 660	178 585	133 595

Stadium Sweden AB					
<i>Valutakurs (SEK)</i>					
		0,9184	0,9022	0,8593	0,8631
<i>Beløp i NOK 1000</i>					
Finansielle eiendeler	2015T	2014	2013	2012	2011
Finansielle anleggsmidler (FAM)		15 761	14 945	2 857	3 727
Finansielle omløpsmidler (FOM)		69 062	92 363	215 976	293 052
Totale finansielle eiendeler (FE)		84 823	107 308	218 834	296 779
Finansiell gjeld	2015T	2014	2013	2012	2011
Langsiktig finansiell gjeld (LFG)		-	-	-	-
Kortsiktig finansiell gjeld (KFG)		-	11 605	12 063	25 492
Total finansiell gjeld (FG)		-	11 605	12 063	25 492
Netto finansiell gjeld	2015T	2014	2013	2012	2011
Finansiell gjeld (FG)		-	11 605	12 063	25 492
Finansielle eiendeler (FE)		84 823	107 308	218 834	296 779
Netto finansiell gjeld (NFG)		- 84 823	- 95 703	- 206 771	- 271 287

JD Sports Fashion Plc					
<i>Valutakurs (GBP)</i>					
		10,369	9,1968	9,2199	8,9841
<i>Beløp i NOK 1000</i>					
Finansielle eiendeler	2015T	2014	2013	2012	2011
Finansielle anleggsmidler (FAM)		335 976	218 902	189 635	152 505
Finansielle omløpsmidler (FOM)		1 012 460	520 548	346 558	466 517
Totale finansielle eiendeler (FE)		1 348 437	739 450	536 193	619 022
Finansiell gjeld	2015T	2014	2013	2012	2011
Langsiktig finansiell gjeld (LFG)		3 878	5 077	6 371	10 619
Kortsiktig finansiell gjeld (KFG)		380 677	284 825	65 987	49 835
Total finansiell gjeld (FG)		384 555	289 902	72 358	60 454
Netto finansiell gjeld	2015T	2014	2013	2012	2011
Finansiell gjeld (FG)		384 555	289 902	72 358	60 454
Finansielle eiendeler (FE)		1 348 437	739 450	536 193	619 022
Netto finansiell gjeld (NFG)		- 963 882	- 449 549	- 463 835	- 558 568

Sport Direct International Plc					
Valutakurs (GBP)		10,369	9,1968	9,2199	8,9841
Beløp i NOK 1000					
Finansielle eiendeler	2015T	2014	2013	2012	2011
Finansielle anleggsmidler (FAM)		1 459 903	1 071 464	439 282	418 965
Finansielle omløpsmidler (FOM)		1 164 211	852 966	1 065 839	435 801
Totale finansielle eiendeler (FE)		2 624 114	1 924 430	1 505 121	854 765
Finansiell gjeld	2015T	2014	2013	2012	2011
Langsiktig finansiell gjeld (LFG)		1 418 987	62 207	2 264 656	1 927 871
Kortsiktig finansiell gjeld (KFG)		70 851	3 447 798	514 037	97 684
Total finansiell gjeld (FG)		1 489 839	3 510 005	2 778 693	2 025 555
Netto finansiell gjeld	2015T	2014	2013	2012	2011
Finansiell gjeld (FG)		1 489 839	3 510 005	2 778 693	2 025 555
Finansielle eiendeler (FE)		2 624 114	1 924 430	1 505 121	854 765
Netto finansiell gjeld (NFG)		- 1 134 275	1 585 574	1 273 572	1 170 790

Dick's Sporting Goods Inc					
Valutakurs (USD)		6,302	5,877	5,821	5,607
Beløp i NOK 1000					
Finansielle eiendeler	2015T	2014	2013	2012	2011
Finansielle anleggsmidler (FAM)		439 968	385 302	860 949	484 299
Finansielle omløpsmidler (FOM)		469 959	308 231	1 351 246	3 527 190
Totale finansielle eiendeler (FE)		909 927	693 533	2 212 195	4 011 489
Finansiell gjeld	2015T	2014	2013	2012	2011
Langsiktig finansiell gjeld (LFG)		37 264	38 059	45 183	849 999
Kortsiktig finansiell gjeld (KFG)		3 384	5 283	49 554	41 638
Total finansiell gjeld (FG)		40 648	43 343	94 737	891 636
Netto finansiell gjeld	2015T	2014	2013	2012	2011
Finansiell gjeld (FG)		40 648	43 343	94 737	891 636
Finansielle eiendeler (FE)		909 927	693 533	2 212 195	4 011 489
Netto finansiell gjeld (NFG)		- 869 279	- 650 190	- 2 117 459	- 3 119 853

XXL ASA					
Beløp i NOK 1000					
Finansielle eiendeler	2015T	2014	2013	2012	2011
Finansielle anleggsmidler (FAM)	-	-	4 030	5 251	5 670
Finansielle omløpsmidler (FOM)	67 339	73 000	47 262	-	46 801
Totale finansielle eiendeler (FE)	67 339	73 000	51 292	5 251	52 471
Finansiell gjeld	2015T	2014	2013	2012	2011
Langsiktig finansiell gjeld (LFG)	1 104 000	1 097 000	2 706 506	2 634 415	2 511 198
Kortsiktig finansiell gjeld (KFG)	100 000	6 000	138 794	71 667	55 000
Total finansiell gjeld (FG)	1 204 000	1 103 000	2 845 300	2 706 082	2 566 198
Netto finansiell gjeld	2015T	2014	2013	2012	2011
Finansiell gjeld (FG)	1 204 000	1 103 000	2 845 300	2 706 082	2 566 198
Finansielle eiendeler (FE)	67 339	73 000	51 292	5 251	52 471
Netto finansiell gjeld (NFG)	1 136 661	1 030 000	2 794 008	2 700 831	2 513 727

Vedlegg 4: Gjennomsnittlige balanseførte verdier XXL ASA og bransjen

XXL ASA

Finansielle eiendeler						
	2015T	2014	2013	2012	2011	2010
Finansielle eiendeler	67 339	73 000	51 292	5 251	52 471	65 841
Netto finansinntekt	1 086	6 560	2 598	4 972	1 086	
Endring kapital (UB-IB)	- 5 661	21 708	46 041	- 47 220	- 13 370	
Gjennomsnittlig kapital	69 627	58 866	26 973	26 375	58 613	

Finansiell gjeld						
	2015T	2014	2013	2012	2011	2010
Finansiell gjeld	1 203 000	1 103 000	2 845 300	2 706 082	2 566 198	2 412 450
Netto finanskostnad	119 837	141 620	181 894	175 849	166 149	
Endring kapital (UB-IB)	100 000	- 1 742 300	139 218	139 884	153 748	
Gjennomsnittlig kapital	1 093 082	1 903 340	2 684 744	2 548 216	2 406 250	

Netto finansiell gjeld						
	2015T	2014	2013	2012	2011	2010
Netto finansiell gjeld	1 135 661	1 030 000	2 794 008	2 700 831	2 513 727	2 346 609
Netto FK - Netto FI	118 751	135 060	179 296	170 877	165 063	
Endring i kapital (UB-IB)	105 661	- 1 764 008	93 177	187 104	167 118	
Gjennomsnittlig kapital	1 023 455	1 844 474	2 657 772	2 521 841	2 347 637	

Fordeling FE						
	2015T	2014	2013	2012	2011	2010
Finansielle kontanter	67 339	73 000	47 262	-	46 801	65 811
Investeringer	-	-	4 030	5 251	5 670	30
Fordringer	-	-	-	-	-	-
= Finansielle eiendeler	67 339	73 000	51 292	5 251	52 471	65 841

Netto driftseiendeler						
	2015T	2014	2013	2012	2011	2010
Netto driftseiendeler	4 249 661	4 249 000	3 967 489	3 748 332	3 501 911	3 280 261
Netto driftsresultat	436 833	381 888	293 890	237 768	211 746	
Endring i kapital (UB-IB)	661	281 511	219 157	246 421	221 650	
Gjennomsnittlig kapital	4 030 914	3 917 301	3 710 966	3 506 238	3 285 213	

Netto driftskapital						
	2015T	2014	2013	2012	2011	2010
Netto driftskapital	4 249 661	4 249 000	3 967 489	3 748 332	3 501 911	3 280 261
Nettores. til EK + (Netto FK - Netto FI)	436 833	381 888	293 890	237 768	211 746	
Endring i kapital (UB-IB)	661	281 511	219 157	246 421	221 650	
Gjennomsnittlig kapital	4 030 914	3 917 301	3 710 966	3 506 238	3 285 213	

Sysselsatt kapital						
	2015T	2014	2013	2012	2011	2010
Sysselsatt kapital	4 317 000	4 322 000	4 018 781	3 753 583	3 554 382	3 346 102
Nettoresultat til sysselsatt kapital	437 919	388 448	296 488	242 740	212 832	
Endring i kapital (UB-IB)	- 5 000	303 219	265 198	199 201	208 280	
Gjennomsnittlig kapital	4 100 541	3 976 167	3 737 938	3 532 613	3 343 826	

Egenkapital						
	2015T	2014	2013	2012	2011	2010
Egenkapital	3 114 000	3 219 000	1 173 481	1 047 501	988 184	933 652
Nettoresultat til egenkapital	318 082	246 828	114 594	66 891	46 683	
Endring kapital (UB-IB)	- 105 000	2 045 519	125 980	59 317	54 532	
Gjennomsnittlig kapital	3 007 459	2 072 827	1 053 194	984 397	937 577	

Bransjen

Finansielle eiendeler					
	2014	2013	2012	2011	2010
Finansielle eiendeler	5 054 880	3 529 766	4 491 000	5 854 028	5 392 895
Endring i kapital (UB - IB)	1 525 114	- 961 233	- 1 363 029	461 133	
Netto finansinntekt	62 293	87 202	54 902	28 563	
Gjennomsnittlig kapital	4 261 177	3 966 782	5 145 063	5 609 180	

Finansiell gjeld					
	2014	2013	2012	2011	2010
Finansiell gjeld	3 186 760	6 851 173	5 853 639	5 724 684	5 485 068
Endring i kapital (UB - IB)	- 3 664 413	997 534	128 955	239 616	
Netto finanskostnad	235 036	263 199	262 321	271 574	
Gjennomsnittlig kapital	4 901 448	6 220 807	5 658 001	5 469 089	

Netto finansiell gjeld					
	2014	2013	2012	2011	2010
Netto finansiell gjeld	- 1 868 120	3 321 407	1 362 639	- 129 344	92 173
Endring i kapital (UB - IB)	- 5 189 527	1 958 767	1 491 983	- 221 517	
Netto FK - Netto FI	172 744	175 997	207 420	243 011	
Gjennomsnittlig kapital	640 271	2 254 025	512 938	- 140 091	

Minoritetsinteresser					
	2014	2013	2012	2011	2010
Minoritetsinteresser	110 865	87 701	126 128	119 731	13 767
Endring i kapital (UB-IB)	23 165	- 38 428	6 397	105 964	
Netto minoritetsresultat	23 330	6 401	23 206	17 384	
Gjennomsnittlig kapital	87 618	103 714	111 326	58 057	

Netto driftseiendeler					
	2014	2013	2012	2011	2010
Netto driftseiendeler	29 151 356	25 390 746	20 783 491	17 196 934	14 916 917
Endring i kapital (UB - IB)	3 760 610	4 607 255	3 586 557	2 280 017	
Netto driftsresultat	5 801 201	4 699 711	3 984 362	3 413 569	
Gjennomsnittlig kapital	24 370 450	20 737 263	16 998 032	14 350 141	

Netto driftskapital					
	2014	2013	2012	2011	2010
Netto driftskapital	29 151 356	25 390 746	20 783 491	17 196 934	14 916 917
Endring i kapital (UB - IB)	3 760 610	4 607 255	3 586 557	2 280 017	
Nettores. til EK + Minor. + Netto FK - Netto FI	5 801 201	4 699 711	3 984 362	3 413 569	
Gjennomsnittlig kapital	24 370 450	20 737 263	16 998 032	14 350 141	

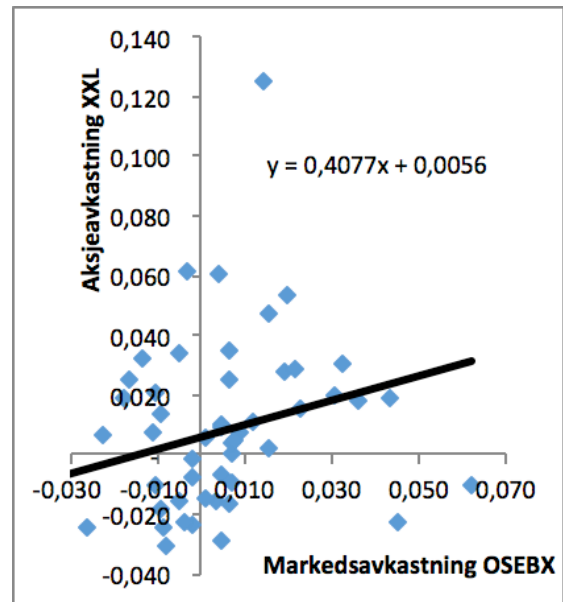
Sysselsatt kapital					
	2014	2013	2012	2011	2010
Sysselsatt kapital	34 206 235	28 920 512	25 274 491	23 050 961	20 309 812
Endring i kapital (UB - IB)	5 285 723	3 646 021	2 223 530	2 741 149	
Nettoresultat til sysselsatt kapital	5 863 494	4 786 913	4 039 263	3 442 132	
Gjennomsnittlig kapital	28 631 627	24 704 045	22 143 094	19 959 321	

Egenkapital					
	2014	2013	2012	2011	2010
Egenkapital	30 908 610	21 981 638	19 294 724	17 206 546	14 810 977
Endring kapital (UB-IB)	8 926 972	2 686 915	2 088 178	2 395 569	
Nettoresultat til egenkapital	5 605 128	4 517 314	3 753 735	3 153 174	
Gjennomsnittlig kapital	23 642 561	18 379 524	16 373 767	14 432 174	

Vedlegg 5: Analyse av avkastningskrav

Beregning av egenkapitalbeta XXL-aksjen					
År	Uke nr.	Aksjepriser (Adjusted Close)		Avkastning	
		XXL	OSEBX	XXL	OSEBX
2014	41	61,90	569,14		
2014	42	62,80	549,46	0,015	- 0,035
2014	43	64,70	567,40	0,030	0,033
2014	44	65,70	580,51	0,015	0,023
2014	45	67,35	584,15	0,025	0,006
2014	46	75,80	592,39	0,125	0,014
2014	47	75,95	601,70	0,002	0,016
2014	48	77,85	591,81	0,025	- 0,016
2014	49	79,30	569,20	0,019	- 0,038
2014	50	75,10	553,65	- 0,053	- 0,027
2014	51	72,90	556,36	- 0,029	0,005
2014	52	71,25	581,62	- 0,023	0,045
2015	1	73,67	578,70	0,034	- 0,005
2015	2	71,90	573,86	- 0,024	- 0,008
2015	3	71,95	578,01	0,001	0,007
2015	4	73,35	595,58	0,019	0,030
2015	5	74,10	598,55	0,010	0,005
2015	6	76,15	610,00	0,028	0,019
2015	7	75,65	612,85	- 0,007	0,005
2015	8	75,95	617,33	0,004	0,007
2015	9	75,85	616,13	- 0,001	- 0,002
2015	10	74,05	614,87	- 0,024	- 0,002
2015	11	71,80	610,05	- 0,030	- 0,008
2015	12	72,35	615,41	0,008	0,009
2015	13	71,25	617,54	- 0,015	0,003
2015	14	71,92	620,30	0,009	0,004
2015	15	73,31	647,24	0,019	0,043
2015	16	76,75	657,15	0,047	0,015
2015	17	75,35	650,98	- 0,018	- 0,009
2015	18	77,75	642,12	0,032	- 0,014
2015	19	80,45	646,38	0,035	0,007
2015	20	81,31	654,29	0,011	0,012
2015	21	86,30	652,10	0,061	- 0,003
2015	22	85,38	645,21	- 0,011	- 0,011
2015	23	85,75	650,08	0,004	0,008
2015	24	86,90	644,29	0,013	- 0,009
2015	25	87,45	629,69	0,006	- 0,023
2015	26	89,95	643,27	0,029	0,022
2015	27	86,30	630,13	- 0,041	- 0,020
2015	28	86,95	623,13	0,008	- 0,011
2015	29	88,50	645,67	0,018	0,036
2015	30	89,00	646,29	0,006	0,001
2015	31	90,70	634,86	0,019	- 0,018
2015	32	89,20	638,83	- 0,017	0,006
2015	33	87,05	622,25	- 0,024	- 0,026
2015	34	84,35	602,59	- 0,031	- 0,032
2015	35	81,25	576,24	- 0,037	- 0,044
2015	36	85,60	587,65	0,054	0,020
2015	37	84,95	586,38	- 0,008	- 0,002
2015	38	83,65	583,63	- 0,015	- 0,005
2015	39	85,35	577,69	0,020	- 0,010
2015	40	84,10	578,24	- 0,015	0,001
2015	41	83,25	614,15	- 0,010	0,062
2015	42	81,35	611,97	- 0,023	- 0,004
2015	43	80,60	616,27	- 0,009	0,007
2015	44	85,45	618,61	0,060	0,004

Beregning av egenkapitalbeta XXL-aksjen		
Metode 1	0,40773708	COVARIANCE.P(E7:E61,F7:F61)/VAR.P(F7:F61)
Metode 2	0,40773708	SLOPE(E7:E61,F7:F61)
Metode 3	Se figuren	



STD	0,150
-----	-------

Vedlegg 6: Fremtidig finansiell eiendelsbeta og –gjeldsbeta

Finansiell eiendelsbeta	M											Steady state		
	2											2026	2027	
	1	2	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Kontantbeta	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
* Kontantvekt	1,000	0,978	0,956	0,933	0,911	0,889	0,867	0,844	0,822	0,800	0,800	0,800	0,800	0,800
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	-	0,022	0,044	0,067	0,089	0,111	0,133	0,156	0,178	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200
= Finansiell eiendelsbeta	-	0,022	0,044	0,067	0,089	0,111	0,133	0,156	0,178	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200

Finansiell gjeldsbeta	M											Steady state		
	2											2026	2027	
	1	2	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Syntetisk rating	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Lang kreditrisikopremie	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012
/ Markedspremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
= Finansiell gjeldsbeta når mrd = 1	0,240	0,240	0,240	0,240	0,240	0,240	0,240	0,240	0,240	0,240	0,240	0,240	0,240	0,240
* Markedsrisikodel	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400
= Finansiell gjeldsbeta	0,096	0,096	0,096	0,096	0,096	0,096	0,096	0,096	0,096	0,096	0,096	0,096	0,096	0,096

Vedlegg 7: Egenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden

Egenkapitalmetoden:

Utbyttmodellen (NBU) og Fri kontantstrøm-modellen (FKE)	2016		2017		2018		2019		2020		2021		2022		2023		2024		2025		2026		2027		Steady state			
	1		2		1		2		1		2		1		2		1		2		1		2		1		2	
	2015T	2016	2016	2017	2017	2018	2018	2019	2019	2020	2020	2021	2021	2022	2022	2023	2023	2024	2024	2025	2025	2026	2026	2027	2027	2027	2027	
NBU	426 231	1 21 505	1 111 403	1 168 382	235 519	70 264	-	89 750	-	20 659	-	20 659	-	20 659	-	89 750	-	176 246	-	286 866	-	391 101	-	410 656	-	410 656	-	
/ Diskonteringsfaktor	1,044	1,092	1,146	1,205	1,269	1,340																						
= Nåverdien fra 1 til T+1	1 194 729	408 300	1 111 221	97 209	139 763	185 560	52 435	-	14 570	-	59 703	-	110 355	-	168 732	-	15 838 376	-	15 838 376	-	15 838 376	-	15 838 376	-	15 838 376	-	15 838 376	-
+ Nåverdi horisontverdien	15 838 376																											
= Verdien av EK	17 033 105																											
/ Utestående aksjer	138 512																											
► VERDIESTIMAT (pr. aksje)	122,97																											

Superprofittmodellen (SPE)	2016		2017		2018		2019		2020		2021		2022		2023		2024		2025		2026		2027		Steady state			
	1		2		1		2		1		2		1		2		1		2		1		2		1		2	
	2015T	2016	2016	2017	2017	2018	2018	2019	2019	2020	2020	2021	2021	2022	2022	2023	2023	2024	2024	2025	2025	2026	2026	2027	2027	2027	2027	
Balansført egenkapital	3 114 000																											
+ Superprofitt til EK	346 497	383 843	407 506	423 672	430 962	428 317	403 705	368 032	319 139	255 010	267 726	281 113	295 168															
/ Diskonteringsfaktor	1,044	1,092	1,146	1,205	1,269	1,340																						
= Nåverdien 1 - T+1	3 077 020	331 921	351 355	355 583	351 664	319 631	284 725	244 818	199 827	149 994	147 956	145 964	143 999															
+ Horisontverdien fra T+2	10 842 086																											
= Verdien av EK	17 033 105																											
/ Utestående aksjer	138 512																											
► VERDIESTIMAT (pr. aksje)	122,97																											

Superprofittvekstmodellen (Δ SPE)	2016		2017		2018		2019		2020		2021		2022		2023		2024		2025		2026		2027		Steady state			
	1		2		1		2		1		2		1		2		1		2		1		2		1		2	
	2015T	2016	2016	2017	2017	2018	2018	2019	2019	2020	2020	2021	2021	2022	2022	2023	2023	2024	2024	2025	2025	2026	2026	2027	2027	2027	2027	
Nettoreultat i år 1	483 251																											
Kapitalisert verdi	11 004 042																											
Superprofittvekst til EK	36 396	21 678	13 208	3 365	-	7 461	-	30 019	-	41 339	-	54 442	-	69 067	-	7 581	-	7 995	-	8 395	-	8 395	-	8 395	-	8 395	-	
/ Diskonteringsfaktor	1,044	1,092	1,146	1,205	1,269	1,340																						
= Nåverdien år 2 til T+2	34 865	19 843	11 525	2 793	-	5 878	-	22 402	-	29 155	-	36 215	-	43 246	-	4 459	-	4 418	-	4 359	-	4 359	-	4 359	-	4 359	-	
Kapitalisert verdi	-	1 343 334																										
Horisontverdien																												
+ Kapitalisert verdi	7 372 397																											
= Verdien av egenkapital	17 033 105																											
/ Utestående aksjer	138 512																											
► VERDIESTIMAT (pr. aksje)	122,97																											

Netto driftskapitalmetoden:

Netto driftskapitalmetoden														
Fri kontantstrøm-modellen (FKD)														
	1		2		M								Steady state	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
Fri kontantstrøm fra drift	355 589	75 859	19 547	54 200	145 197	83 290	139 307	209 342	296 772	355 345	373 112	391 768		
/ Diskonteringsfaktor	1,039	1,081	1,127	1,179	1,235	1,297	1,365	1,439	1,521	1,611	1,706	1,807		
= Nåverdi fra 2016 til 2026	342 406	70 185	17 339	45 988	117 586	64 237	102 093	145 470	195 120	220 577	218 666	216 771		
+ Nåverdi av horisontverdien												25 011 706		
= Verdi av netto driftskapital														
- Netto finansiell gjeld														
= Verdi av egenkapital														
/ Utstående aksjer														
= Verdiestimat per aksje														

Netto driftskapitalmetoden														
Superprofittmodellen (SPD)														
	1		2		M								Steady state	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
Balanseført netto driftskapital	4 249 661													
+ Superprofitt fra netto driftskapital	346 497	383 843	407 506	423 672	430 962	428 317	403 705	368 032	319 139	255 010	267 726	281 113	295 168	
/ Diskonteringsfaktor	1,039	1,081	1,127	1,179	1,235	1,297	1,365	1,439	1,521	1,611	1,706	1,807	1,914	
= Nåverdi fra 2016 til 2026	333 651	355 136	361 461	359 481	349 011	330 336	295 859	255 742	209 826	158 295	156 903	155 543	154 195	
+ Nåverdi av horisontverdien												17 947 123		
= Verdi av netto driftskapital														
- Netto finansiell gjeld														
= Verdi av egenkapital														
/ Utstående aksjer														
= Verdiestimat per aksje														

Netto driftskapitalmetoden														
Superprofittvekselmodellen (Δ SPD)														
	1		2		M								Steady state	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
Nettoreultat fra netto driftseideler	510 123													
Kapitalisert netto driftsresultat i år 2016														
Superprofittveksel netto driftskapital		36 513	21 878	13 373	3 498	7 354	29 933	41 304	54 451	69 106	7 490	7 899	8 294	
/ Diskonteringsfaktor		1,039	1,081	1,127	1,179	1,235	1,297	1,365	1,439	1,521	1,611	1,706	1,807	
= Nåverdi fra 2017 til 2027		35 159	20 242	11 862	2 968	5 956	23 086	30 270	37 837	45 436	4 649	4 629	4 589	
+ Kapitalisert verdi endring superprofitt netto driftskapital														
Horisontverdien fra 2028												529 488		
+ Kapitalisert horisont														
= Verdi av netto driftskapital														
- Netto finansiell gjeld														
= Verdi av egenkapital														
/ Utstående aksjer														
= Verdiestimat per aksje														

Vedlegg 8: Verdikonvergens

STEG 1 - Verdbudsjett	M										Steady state		
	2015T	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Verdi netto driftskapital (VNDK)	23 640 190	24 194 821	25 256 909	26 364 288	27 506 930	28 674 420	30 192 799	31 913 406	33 866 531	36 090 605	37 870 982	39 739 061	41 699 037
Verdi egenkapital (VEK)	22 504 529	22 961 647	23 794 317	24 729 079	25 707 050	26 724 459	28 020 117	29 540 207	31 279 540	33 275 179	35 000 886	36 725 461	38 534 757
Verdi netto finansiell gjeld (NFG)	1 135 661	1 233 174	1 462 592	1 635 213	1 799 880	1 949 961	2 172 682	2 373 199	2 586 991	2 815 427	2 870 095	3 013 600	3 164 280
Verdi netto driftsresultat (VNDR)		910 221	986 229	1 087 832	1 196 842	1 312 686	1 435 089	1 581 299	1 743 783	1 927 303	2 135 721	2 241 192	2 351 744
- ending, VNDK		554 632	1 062 088	1 107 379	1 142 642	1 167 490	1 518 379	1 720 607	1 953 125	2 224 074	1 780 376	1 868 079	1 959 976
= Fri kontantstrøm fra drift		355 589	75 859	19 547	54 200	145 197	69 167	139 307	209 342	296 772	355 345	373 112	391 768
- VNFK - VNFJ		2 687	32 053	41 670	50 486	59 759	69 167	81 868	94 200	107 910	123 147	125 516	131 792
+ ending, NFG		97 513	229 417	172 621	164 667	150 081	222 721	200 517	213 792	228 436	54 668	143 505	150 680
= FKE = NBU		426 231	121 505	111 403	168 382	235 519	70 264	20 659	89 750	176 246	286 866	391 101	410 656
Verdi sysselsatt kapital (VSSK)	23 707 529	24 282 905	25 408 212	26 577 577	27 791 122	29 036 602	30 658 374	32 414 172	34 403 454	36 664 624	38 445 001	40 341 781	42 331 893
Verdi egenkapital (VEK)	22 504 529	22 961 647	23 794 317	24 729 079	25 707 050	26 724 459	28 020 117	29 540 207	31 279 540	33 275 179	35 000 886	36 725 461	38 534 757
Verdi finansiell gjeld (FG)	1 203 000	1 321 258	1 613 894	1 848 501	2 084 072	2 312 343	2 638 257	2 873 965	3 123 913	3 389 446	3 444 114	3 616 320	3 797 136

STEG 1 - Oppdaterte krav	M										Steady state		
	2015T	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Egenkapitalbeta	0,456	0,448	0,449	0,452	0,453	0,455	0,456	0,458	0,459	0,460	0,461	0,461	0,461
* Vekt egenkapital	0,933	0,952	0,949	0,942	0,938	0,935	0,932	0,928	0,926	0,924	0,922	0,924	0,924
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,094	0,102	0,101	0,101	0,100	0,097	0,093	0,088	0,083	0,079	0,075	0,075	0,075
* Vekt netto finansiell gjeld	0,067	0,048	0,051	0,058	0,062	0,065	0,068	0,072	0,074	0,076	0,078	0,076	0,076
= Netto driftsbeta	0,431	0,431	0,431	0,431	0,431	0,431	0,431	0,431	0,431	0,431	0,431	0,431	0,431
Risikofri rente		0,011	0,013	0,015	0,018	0,020	0,022	0,025	0,027	0,029	0,031	0,031	0,031
* Egenkapitalbeta		0,448	0,449	0,452	0,453	0,455	0,456	0,458	0,459	0,460	0,461	0,461	0,461
* Risikopremie		0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
+ Illikviditetspremie		0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
= Egenkapitalvekt		0,043	0,046	0,048	0,048	0,050	0,051	0,052	0,053	0,054	0,054	0,054	0,054
* Netto finansiell gjeldskrav		0,952	0,949	0,942	0,938	0,935	0,932	0,928	0,926	0,924	0,922	0,924	0,924
* Netto finansiell gjeldskrav		0,024	0,026	0,028	0,031	0,033	0,035	0,038	0,040	0,042	0,044	0,044	0,044
* Netto finansiell gjeldskrav		0,048	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051
= Netto driftskrav		0,042	0,045	0,047	0,049	0,051	0,054	0,056	0,058	0,061	0,063	0,063	0,063
Egenkapitalkrav		0,043	0,046	0,048	0,048	0,050	0,051	0,052	0,053	0,054	0,054	0,054	0,054
* VEK/VSSK		0,949	0,946	0,936	0,930	0,925	0,920	0,914	0,911	0,909	0,908	0,910	0,910
+ Finansiell gjeldskrav		0,023	0,025	0,027	0,030	0,032	0,034	0,037	0,039	0,041	0,043	0,043	0,043
* VFG/VSSK		0,051	0,054	0,064	0,064	0,070	0,080	0,086	0,089	0,091	0,092	0,090	0,090
= Krav til sysselsatt kapital		0,042	0,045	0,047	0,049	0,051	0,053	0,056	0,058	0,060	0,062	0,062	0,062

STEG 1 - Oppdaterte verdier

	VEK	Aksjepris
EK-metode	17 097 520	123,44
NDK-metode	16 468 933	118,90
SSK-metode	16 320 956	117,83
Gjennomsnitt	16 629 136	120,06