

NHH



NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, Høsten 2018

XXL ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

XXL

Adrian Ulleberg & Johan Fredrik Bygland

Veileder: Kjell Henry Knivsflå

Selvstendig arbeid - Masterstudiet i MRR og økonomisk styring.

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Formålet med masterutredningen var å verdsette egenkapitalen til XXL ASA den 30. November 2018, og finne tilhørende aksjekurs. Fundamental verdivurdering ble valgt som hovedmetode og ble supplert av en komparativ verdivurdering med fokus på multiplikatormodellen. Verdsettelsen baserer seg på offentlig tilgjengelig informasjon.

Ved å følge rammeverket for fundamental verdivurdering til professor Kjell Henry Knivsflå, startet vi innledningsvis med først å presentere XXL og sportsbransjen i kapittel 2. Målet med det var å gi innsikt i selskapet og sportsbransjen, som faktagrunnlag for den senere strategiske analysen. Generelt står varehandelen ovenfor en "Retail-apokalypse" som også rammer sportsbransjen. I kapittel 3 drøftet vi ulike verdsettelsesteknikker. Deretter gjennomførte vi i kapittel 4 en strategisk analyse med hensikt å belyse om XXL har en strategisk fordel, og å finne forklaringsfaktorer på hvorfor XXL kan ha det. Her konkluderte vi med at XXL hadde en *moderat* strategisk fordel over analyseperioden 2012-2018T.

I kapittel 5 gjennomførte vi en regnskapsanalyse for XXL og bransjen med den hensikt å få innsikt i underliggende økonomiske forhold. Både resultatregnskap, balansen og kontantstrømmen til XXL, Stadium, JD Sports, Sports Direct og Gresvig AS ble først omgruppert og deretter justert. Gjennom risikoanalysen i kapittel 6 fant vi at XXL fikk en BBB-rating. I kapittel 7 fant vi de nødvendige avkastningskravene som i kapittel 8 ble benyttet som en målestokk i vurderingen av lønnsomheten til XXL. I slutten av kapittel 8 fikk vi bekreftet forventningene våre om at XXL faktisk hadde en strategisk driftsfordel omtrent 4 prosent, bestående av en bransjefordel på 6,9 prosent og en ressursfordel på -2,88 prosent. Videre utarbeidet vi fremtidsregnskapet i kapittel 9 og fremtidskrav i kapittel 10. Basert på innsikten om fremtidig avkastningskrav og rentabiliteter fant vi at XXL forventes å ha en *liten* strategisk driftsfordel på 1,2 prosent i steady state. I kapittel 11 startet verdsettelsen av egenkapitalen til XXL, hvor vi i tillegg gjennomførte sensitivitetsanalyser i Crystal Ball, og justerte verdiestimatet for kortsiktig konkursrisiko. Her fant vi et verdiestimat for én aksje i XXL den 30. november 2018 på 55,52 kr. Den komparative verdivurdering i kapittel 13 ga oss et aksjeestimat på 47,36 kr. Etter å ha vektlagt det fundamentale verdiestimat med 80 prosent og estimatet fra den komparative verdivurderingen med 20 prosent, fikk vi vårt endelige verdiestimat på én aksje i XXL på 53,89 kr. Etersom aksjekursen på verdsettelsestidspunktet den 30.november 2018 var 43,50 kr, blir vår handlingsanbefaling **KJØP** av XXL-aksjen.

Forord

Denne oppgaven er gjennomført som en avsluttende del av masterstudiet økonomi og administrasjon, og regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole (NHH).

Motivasjonen for å benytte masteroppgaven til å gjennomføre en fundamental verdsettelse har i stor grad ligget i muligheten til å anvende en betydelig andel av de fagområdene som vi har blitt presentert for gjennom studiet ved NHH. Det har også vært til stor inspirasjon å kunne ta et dypdykk i et selskap og bransje vi personlig interesserer oss svært mye for.

Vi ønsker først og fremst å rette en stor takk til vår veileder, Kjell Henry Knivsflå, for gode råd og konstruktive tilbakemeldinger gjennom hele skriveprosessen. I tillegg til å utfordre våre synspunkter, har han også vist tålmodighet og vært en god støtte gjennom høsten. Videre ønsker vi spesielt å rette en takk til Morten Ulleberg og Emilie K. Hallerud, for innspill og støtte underveis.

Dette arbeidet er slutten på vår femårige utdanning ved NHH, og vi ønsker derfor å benytte muligheten til å takke medstudenter, forelesere og resten av NHH for en fantastisk studietid. Vi ønsker til slutt å rette en stor takk til våre respektive familier og venner for god støtte, ikke bare under skrivingen av masteroppgave, men gjennom hele studietiden.

Desember, 2018

Adrian Ulleberg

Johan F. Bygland

Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING	12
1.1	FORMÅL	12
1.2	VALG AV SELSKAP.....	12
1.3	AVGRENSNING	13
1.4	OPPGAVENS STRUKTUR	13
2	PRESENTASJON AV BRANSJEN OG XXL.....	16
2.1	RETAIL APOKALYPSE	16
2.2	PRESENTASJON AV SPORTSBRANSJEN	16
2.2.1	<i>Markedsavgrensning norsk sportsbransje.....</i>	<i>17</i>
2.2.2	<i>Struktur i bransjen.....</i>	<i>19</i>
2.2.3	<i>Generelle drivere for lønnsomhet i sportsbransjen.....</i>	<i>20</i>
2.3	PRESENTASJON AV XXL.....	22
2.4	SPORTSBRANSJEN I UTVALGTE LAND.....	27
2.4.1	<i>Sportsbransjen i Norge.....</i>	<i>27</i>
2.4.2	<i>Sverige.....</i>	<i>30</i>
2.4.3	<i>Finland.....</i>	<i>33</i>
2.4.4	<i>Østerrike.....</i>	<i>34</i>
2.4.5	<i>Danmark.....</i>	<i>35</i>
2.5	GENERELLE UTVIKLINGSTREKK SOM PREGER NORSK SPORTSBRANSJE	36
2.6	MAKROFORHOLD I SPORTSBRANSJEN.....	40
2.7	KOMPARATIVE SELSKAPER.....	42
2.8	HVORDAN SKILLER XXL SEG FRA ANDRE I SPORTSBRANSJEN?	44
2.9	OPPSUMMERING	47

3	VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK	48
3.1	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	48
3.1.1	<i>Egenkapitalmetoden.....</i>	<i>49</i>
3.1.2	<i>Selskapskapitalmetoden</i>	<i>49</i>
3.2	KOMPARATIV VERDIVURDERING	49
3.2.1	<i>Multiplikatormodellen.....</i>	<i>50</i>
3.2.2	<i>Substansverdimodellen.....</i>	<i>50</i>
3.3	OPSJONSBASERT VERDIVURDERING.....	51
3.4	VALG AV FUNDAMENTAL VERDSETTELSE SOM METODE.....	52
3.5	RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	53
4	STRATEGISK ANALYSE	55
4.1	EKSTERN ANALYSE.....	56
4.1.1	<i>PESTEL.....</i>	<i>57</i>
4.1.2	<i>Porters femkraftsmodell</i>	<i>72</i>
4.2	INTERN RESSURSBASERT ANALYSE.....	84
4.2.1	<i>VRIO-Analyse.....</i>	<i>85</i>
4.2.2	<i>Oppsummering av intern ressursbasert analyse</i>	<i>90</i>
4.3	OPPSUMMERING AV STRATEGISK ANALYSE	91
4.4	STRATEGISK RISIKO OG SWOT-ANALYSE	92
4.5	STRATEGISK VEKSTANALYSE	93
5	REGNSKAPSANALYSE.....	95
5.1	RAMMEVERKET.....	96
5.1.1	<i>Valg av analysenivå for oppgaven</i>	<i>97</i>
5.1.2	<i>Valg av analyseperiode</i>	<i>97</i>
5.1.3	<i>Komparativ bransje.....</i>	<i>98</i>

5.2	TRAILING	99
5.2.1	<i>Resultatregnskap</i>	100
5.2.2	<i>Balanse</i>	103
5.3	PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL.....	104
5.4	OMGRUPPERING	107
5.4.1	<i>Omgruppering av resultat</i>	108
5.4.2	<i>Omgruppering av balanse</i>	115
5.4.3	<i>Omgruppering av kontantstrøm</i>	121
5.5	ANALYSE AV MÅLEFEIL OG JUSTERING.....	122
5.5.2	<i>Oppsummering av justering av XXL</i>	127
5.6	PRESENTASJON OMGRUPPERT OG JUSTERT RESULTATREGNSKAP, BALANSE OG KONTANTSTRØM	128
5.6.1	<i>Presentasjon av omgrupperte og justert regnskapstall for bransjen</i>	129
5.7	RAMMEVERK – FORHOLDSTALLANALYSE	132
6	RISIKOANALYSE	134
6.1	ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO – LIKVIDITET	135
6.1.1	<i>Likviditetsgrad 1</i>	135
6.1.2	<i>Likviditetsgrad 2</i>	137
6.1.3	<i>Rentedekningsgrad</i>	138
6.1.4	<i>Kontantstrømanalyse</i>	139
6.1.5	<i>Gjeldsdekning i fremtiden – rente og avdrag</i>	140
6.2	ANALYSE AV LANGSIKTIG RISIKO – SOLIDITET	140
6.2.1	<i>Egenkapitalandel</i>	141
6.2.2	<i>Lønnsomhetsanalyse</i>	142
6.2.3	<i>Kapitalstruktur</i>	143

6.3	SYNTETISK RATING – OPPSUMMERING.....	144
7	HISTORISK AVKASTNINGSKRAV	147
7.1	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN	147
7.1.1	<i>Risikofri rente.....</i>	148
7.1.2	<i>Markedets risikopremie.....</i>	149
7.1.3	<i>Illikviditetspremie.....</i>	149
7.1.4	<i>Egenkapitalbeta.....</i>	150
7.1.5	<i>Estimert avkastningskrav til egenkapital over analyseperioden</i>	152
7.2	AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD	153
7.2.1	<i>Avkastningskrav til finansiell gjeld</i>	153
7.2.2	<i>Avkastningskrav på finansielle eiendeler</i>	154
7.2.3	<i>Estimert avkastningskrav til netto finansiell gjeld</i>	155
7.2.4	<i>Beta for finansielle eiendeler</i>	155
7.2.5	<i>Beta for finansiell gjeld.....</i>	156
7.2.6	<i>Beta for netto finansiell gjeld.....</i>	157
7.3	NETTO DRIFTSBETA OG ÅRLIG EGENKAPITALBETA	158
7.4	ÅRLIG AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN.....	159
7.5	AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL OG SYSSELSATT KAPITAL.....	159
7.6	OPPSUMMERING AV AVKASTNINGSKRAV FOR XXL OG BRANSJEN.....	161
8	LØNNSOMHETSANALYSE	163
8.1	STRATEGISK FORDEL.....	164
8.1.1	<i>Egenkapitalrentabilitet.....</i>	164
8.1.2	<i>Oppsummering av strategisk fordel.....</i>	167
8.2	RAMMEVERK - DEKOMPONERING AV STRATEGISK FORDEL (DRIFT) OG FINANSIERINGSFORDEL.....	168

8.2.1	<i>Driftsfordel</i>	169
8.2.2	<i>Ren driftsfordel</i>	169
8.2.3	<i>Bransjefordel drift</i>	170
8.2.4	<i>Ressursfordel drift</i>	170
8.2.5	<i>Rentekravfordel og rentabilitetsfordel – oppsummert</i>	171
8.2.6	<i>Margin- og omløpsfordel</i>	171
8.2.7	<i>Marginfordel</i>	171
8.2.8	<i>Omløpsfordel</i>	176
8.2.9	<i>Gearingfordel drift</i>	177
8.2.10	<i>Oppsummering driftsfordel</i>	178
8.3	FINANSIERINGSFORDEL	178
8.3.1	<i>Finansieringsfordel finansiell gjeld</i>	179
8.3.2	<i>Finansieringsfordel finansielle eiendeler</i>	180
8.3.3	<i>Finansieringsfordel netto finansiell gjeld</i>	181
8.3.4	<i>Oppsummering finansieringsfordel</i>	183
8.4	OPPSUMMERING STRATEGISK FORDEL	184
9	FREMTIDSREGNSKAPET	186
9.1	RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAPET	186
9.2	ANALYSE AV HISTORISK VEKST OG BUDSJETTHORISONT T	187
9.2.1	<i>Driftsinntektsvekst over analyseperioden</i>	187
9.2.2	<i>Egenkapitalvekst over analyseperioden</i>	189
9.2.3	<i>Valg av budsjetthorisont T</i>	191
9.3	BUDSJETTDRIVERE FRA ÅR 0 TIL T+1	193
9.3.1	<i>Driftsinntekter</i>	195

9.3.2	<i>Netto driftseiendeler</i>	197
9.3.3	<i>Netto driftsresultat</i>	199
9.3.4	<i>Netto finansiell gjeld</i>	201
9.3.5	<i>Netto finansinntekt, netto finanskostnad og netto finansresultat</i>	204
9.4	FREMTIDSREGNSKAP	205
9.4.1	<i>Fremtidsresultat</i>	206
9.4.2	<i>Fremtidsbalanse</i>	206
9.4.3	<i>Fremtidig kontantstrøm</i>	207
10	FREMTIDSKRAV	208
10.1	FREMTIDIG AVKASTNINGSKRAV FOR EGENKAPITAL	208
10.1.1	<i>Risikofri rente</i>	208
10.1.2	<i>Illikviditetspremie</i>	209
10.1.3	<i>Markedets risikopremie</i>	210
10.1.4	<i>Egenkapitalbeta</i>	210
10.1.5	<i>Fremtidig avkastningskrav for egenkapitalen</i>	210
10.2	FINANSIELLE AVKASTNINGSKRAV	211
10.2.1	<i>Syntetisk rating</i>	211
10.2.2	<i>Avkastningskrav til finansiell gjeld</i>	213
10.2.3	<i>Avkastningskrav til finansielle eiendeler</i>	213
10.2.4	<i>Avkastningskrav til netto finansiell gjeld</i>	214
10.2.5	<i>Beta for finansielle eiendeler, gjeld og netto finansiell gjeld</i>	215
10.3	SELKAPSKRAV	216
10.3.1	<i>Avkastningskrav til sysselsatt kapital</i>	216
10.3.2	<i>Avkastningskrav til netto driftskapital</i>	217

10.4	OPPSUMMERING AV FREMTIDSKRAV	217
10.5	STRATEGISK RENTABILITETSANALYSE	218
11	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	222
11.1	OVERSIKT OVER METODER OG MODELLER.....	223
11.2	EGENKAPITALMETODEN.....	223
11.2.1	<i>Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen (FKE-modellen).....</i>	223
11.2.2	<i>Superprofitt til egenkapitalmodellen (SPE-modellen).....</i>	224
11.2.3	<i>Superprofittvekst-modellen (ΔSPE-modellen).....</i>	225
11.3	SELKAPSKAPITALMETODEN.....	226
11.3.1	<i>Fri kontantstrøm fra drift-modellen (FKD-modellen).....</i>	227
11.3.2	<i>Superprofitt fra drift-metoden (SPD-modellen)</i>	228
11.3.3	<i>Superprofittvekst fra drift-modellen (ΔSPD-modellen).....</i>	228
11.3.4	<i>Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital-modellen (FKS-modellen).....</i>	229
11.3.5	<i>Superprofittvekst fra sysselkapital-modellen (SPS-modellen).....</i>	230
11.3.6	<i>Superprofittvekst fra sysselsatt kapital (ΔSPS-modellen).....</i>	231
11.4	FØRSTE VERDIESTIMAT OG KONVERGENSPROSESSES	232
11.4.1	<i>Oppsummering av første verdiestimat på egenkapitalen.....</i>	232
11.4.2	<i>Konvergering mot endelig verdiestimat av egenkapitalen</i>	233
11.4.3	<i>Egenkapitalkravet og netto driftskapitalkravet gjennom konvergensprosessen</i>	235
11.4.4	<i>Vurdering av verdiestimatet ved P/B og P/E.....</i>	236
11.5	USIKKERHET I VERDIESTIMATET	239
11.5.1	<i>Justering av verdiestimat for kortsiktig konkursrisiko</i>	239
11.5.2	<i>Simuleringsanalyse.....</i>	240
11.5.3	<i>Sensitivitetsanalyse for estimatet.....</i>	247

11.6	OPPSUMMERING AV VERDIESTIMAT OG USIKKERHET	251
12	KOMPARATIV VERDIVURDERING.....	254
12.1	VALG AV KOMPARATIVE SELSKAPER FOR VERDSETTELSEN.....	255
12.2	MULTIPLER	257
12.2.1	<i>Pris/Bok</i>	258
12.2.2	<i>Pris/fortjeneste</i>	260
12.2.3	<i>EV/salg</i>	260
12.2.4	<i>EV/EBITDA</i>	261
12.2.5	<i>EV/EBIT</i>	262
12.2.6	<i>Pris/fortjeneste- selskapsmetoden</i>	263
12.2.7	<i>Pris/bok- selskapskapitalmetoden</i>	265
12.3	KOMPARATIVT VERDIESTIMAT.....	266
13	KONKLUSJON OG HANDLINGSSTRATEGI.....	268
13.1	OPPSUMMERING AV HOVEDFUNN	268
13.2	ENDELIG VERDIESTIMAT PÅ XXL AKSJEN	269
13.3	HANDLINGSSTRATEGI	269
13.4	HENDELSER ETTER VERDSETTELSESTIDSPUNKTET	271
14	BIBLIOGRAFI	273

1 Innledning

Først ønsker vi å innlede masteroppgaven vår med å si litt om formålet med oppgaven, valg av selskap, avgrensninger vi har gjort, og litt om oppgavens struktur.

1.1 Formål

Formålet med oppgaven er å verdsette egenkapitalen og finne tilhørende aksjekurs til XXL ASA den 30. November 2018, som vi har valgt om verdsettelsestidspunkt. Verdsettelsen bygger på offentlig tilgjengelig regnskapsinformasjon fra kvartal- og årsrapporter. For å verdsette egenkapitalen har vi benyttet oss av fundamental verdsettelse og komparativ verdivurdering. Vi er sikre på at erfaringen fra å skrive en verdsettelsesoppgave vil være nyttig å ta med seg inn i arbeidslivet. Det skyldes at god strategisk forståelse og evne til å analysere store mengder tall vil være noe vi garantert vil eksponeres for i løpet av vår karriere. Til slutt i oppgaven kommer vi med en handlingsstrategi som innebærer en kjøp, hold eller salg anbefaling av XXL aksjen på verdsettelsestidspunktet. Det er viktig å understreke at det er stor usikkerhet til estimatet vårt på grunn av forutsetninger vi legger til grunn som følge av enten skjønn, eller mangel på tilgjengelig regnskapsinformasjon. Vi vil gjennom oppgaven løpende drøfte og gjøre det tydelig hvilke forutsetninger vi legger til grunn der det er nødvendig. Likevel mener vi at fremgangsmåten vår har vært god og at anbefalingen vi kommer med hviler på et grundig og omfattende arbeid.

1.2 Valg av selskap

I denne oppgaven vi valgt å verdsette sportskjeden XXL ASA. Det er flere årsaker til hvorfor valget falt på dette selskapet. For det første synes begge undertegnede at sport og friluftsliv er interessant. I tillegg har XXL også hatt et trøblete år på børsen siden januar 2018, og derfor har det vært spennende å kunne fordype oss i tall og se hvorvidt en slik dramatisk nedgang i aksjekursen skyldes underliggende økonomiske forhold eller ikke. For det tredje mener vi XXL står midt i "Retail Apokalypse" som rammer varehandelen generelt. Endret kundeatferd, økt aktivitet innen netthandelskanalen, og samspillet mellom teknologi og dens påvirkning på forretningsmodellene til store etablerte sportskjeder har vært interessert å få lære mer om.

1.3 Avgrensning

Masterutredningen vår har noen viktige avgrensninger som må redegjøres for. For det første vil vi forklare sportsbransjen med utgangspunkt i den norske sportsbransjen, ettersom faktagrunnlaget her er mer omfattende og tilgjengelig. Derimot vil vi i komparativ bransje velge noen selskaper som ikke direkte konkurrer med XXL i Norge (Sports Direct og JD Sports). Derimot er dette konkurrenter til XXL i utlandet. Bakgrunnen for at vi velger utenlandske børsnoterte selskaper i vår komparativ bransje, slik som Sports Direct og JD Sports, er at vi mener de i større grad er eksponert for den tilsvarende risikoen til XXL gjennom å være et børsnotert sportskjede med virksomhet i flere land. Vi mener at det blir feil å utelukkende sammenligne XXL kun med norsketablerte og ikke børsnoterte sportskjeder, fordi en slik sammenligning gjør at vi fort overvurderer verdien til XXL.

Den andre avgrensningen er at vi kun benytter fundamentale verdsettelsesmetoder, supplert med komparativ verdivurdering med multiplikatormodeller. Dette betyr at vi ikke foretar noen opsjonsbasert verdivurdering av XXL.

En tredje avgrensning er at vi av tidshensyn ikke hadde mulighet til å utvide vår bransje med flere komparative selskaper. Det skyldes at prosessen med å samle inn regnskapsinformasjon, omgruppere og justere regnskapene for samtlige selskaper, og analysere disse har vært svært tidkrevende. Det positive er at vi mener vi sitter igjen med god regnskapsinformasjon og innsikt i underliggende økonomiske forhold i selskapene vi tatt med.

En fjerde avgrensning er at verdsettelsestidspunktet er 30.november 2018, men informasjon som har endret seg underveis frem til verdsettelsestidspunktet har vi forsøkt å ta hensyn til så langt det har latt seg gjøre. Videre baserer vi oss på offentlig tilgjengelig regnskapsinformasjon, og trailingen av regnskapstall for XXL baserer seg på regnskapsinformasjonen fra tredje kvartalsrapport 2018.

1.4 Oppgavens struktur

Masterutredningen følger i stor grad Professor Kjell Henry Knivsflå sitt rammeverk for fundamental verdivurdering. Rammeverket er delt inn i flere deler, hvor del 1 omfatter kapitlene 2, 3 og 4. Del 2 omfatter kapittel 5, 6, 7, 8. Del 3 omfatter 9, 10 og del 4 omfatter kapitlene 11, 12 og 13. Rammeverket baserer seg på verdsettelseslitteratur fra Kaldestad og Møller (2016),

Damodaran (2012), Penman (2013) og Palepu et al (2004). I strategidelene av utredningen har vi bevisst benyttet oss av strategilitteratur fra Lien et al (2016), Porter (2008) og Barney (2011).

I del 1 av rammeverket til Knivsflå presenteres først XXL og bransjen i kapittel 2 som danner grunnlaget for den strategiske analysen som gjennomføres i slutten av del 1. Videre vil vi i kapittel 3 presentere ulike typer verdsettelsesteori og begrunne valget vårt av fundamental verdsettelse som hovedteknikk i denne utredningen. I kapittel 4 gjennomfører vi en strategisk analyse for å avdekke om XXL har en strategisk fordel. Her gjennomfører vi både intern og eksternanalyse for å avdekke eventuelle interne ressursfordeler og bransjefordeler som bidrar til strategisk fordel.

I del 2 gjennomfører vi en omfattende regnskapsanalyse av både XXL og selskaper i bransjen for analyseperioden 2012- 2018T. I kapittel 5 både omgrupperer vi og justerer regnskapene til XXL og de andre bransjen. I kapittel 6 analyserer vi risikoen ved likviditets- og soliditetsanalyse, anslår syntetisk rating og analyserer kapitalstrukturen til XXL og bransjen. Videre beregner vi en rekke avkastningskrav i kapittel 7 som benyttes som en målestokk til lønnsomhetsanalysen i kapittel 8. I lønnsomhetsanalysen søker vi å kvantifisere den strategiske fordelene vi fant i kapittel 4, hvor vi dekomponerer denne for å forklare hva som skaper opphavet til strategisk fordel. Del 2 danner grunnlaget for del 3.

I del 3 utarbeider vi fremtidsregnskap i kapittel 9, hvor vi budsjetterer resultatregnskap, balanse og kontantstrøm frem i tid for budsjettperioden 2019-2030. I kapittel 10 utarbeider vi fremtidskrav, altså avkastningskrav for fremtiden hvilket er budsjettperioden 2019-2030 og inn i steady state. Mye av teorigrunnet her tilsvarer det som ble presentert i kapittel 7. I tillegg summerer vi opp hvordan vi forventer den strategiske fordelene vil utvikle seg i fremtiden. Kapittel 9 og 10 er svært viktig for den fundamentale verdsettelsen som gjennomføres i kapittel 11.

I del 4 starter vi i kapittel 11 med å repetere de ulike verdsettelsesmodellene som ble presentert i kapittel 3. Videre i kapittel 11 verdsetter vi egenkapitalen til XXL ved egenkapital og selskapskapitalmetoden med deres underliggende modeller. Deretter gjennomfører vi en konvergensprosess for å finne et felles verdiestimat for de to ulike metodene. Til slutt gjennomføres en omfattende analyse av usikkerheten til verdiestimatet vårt ved ulike sensitivitetsanalyser og simuleringer i Crystal Ball. I kapittel 12 gjennomfører vi en komparativ verddivurdering med utgangspunkt i multiplikatormodeller innenfor egenkapital og

selskapskapitalmetoden. Dette gjøres for å skape mer innsikt, forståelse og vurdering av vårt fundamentale verdiestimat.

I kapittel 13 vil vi basert på innsikten vi har fått fra kapittel 1-12 komme med en handlingsstrategi for XXL-aksjen i form av en kjøp, hold eller salgsanbefaling. Spesielt er funnene fra kapittel 11 for fundamental verdsettelse og kapittel 12 for komparativ verdivurdering viktige for vår anbefaling. I slutten av kapittel 13 forteller vi også om noen viktige hendelser som har forekommet etter verdsettelsestidspunktet slik at leseren også kan ta hensyn til dette i sin vurdering av verdiestimatet vårt.

Gjennomgående i oppgaven har vi vektlagt at det skal være lett å finne frem i teksten ved å legge inn referanse til de ulike delene. Vi har vektlagt å ha en logisk rød tråd gjennom de ulike delene slik at leseren lett finner frem til relevant informasjon og diskusjoner.

God lesing.

2 Presentasjon av bransjen og XXL

En grundig innføring av sportsbransjen og XXL gir en bedre forståelse for hvordan aktørene i bransjen driver sin virksomhet, og på hvilke områder XXL er forskjellig fra sine komparative selskaper. Introduksjonen av XXL og sportsbransjen som presenteres nå vil skape et solid fundament for den strategiske analysen som gjennomføres under kapittel 4, som igjen underbygger regnskapsanalysen i kapittel 5. Først presenteres sportsbransjen og deretter XXL. Videre gis det en innføring i makroforhold som påvirker sportsbransjens lønnsomhet, samt hva som skiller XXL fra konkurrentene.

2.1 Retail Apokalypse

Det skjer store endringer i varehandelen. Nye teknologiplattformer skaper en omfattende kamp for å vinne kunder, og kundereisen har fått enda større betydning. Netthandelens tosifrede vekst, og utviklingen innen handelsteknologi, hvor Amazon er foregangseksempelen, er så omveltende at handelsorganisasjonen Virke har omtalt at norsk varehandel står ovenfor en "Retail Apokalypse" (Virke, 2018). Sportsbransjen, som en del av norsk varehandel, står overfor den samme utviklingen. Omveltningen av tradisjonell handel er et viktig bakteppe å ha med seg inn i presentasjonen av bransjen og XXL, ettersom den vil påvirke både bransjer og selskaper. I 2017 gikk for eksempel sportskjeden MX-Sport konkurs. Derimot har en ny aktør ved navn Sport Outlet posisjonert seg som en utfordrer blant de tradisjonelle sportskjedegigantene, med en årlig gjennomsnittlig omsetningsvekst på 89 prosent siden 2013.

2.2 Presentasjon av sportsbransjen

I påfølgende avsnitt gjennomføres først en markedsavgrensing for å definere hva som menes med sportsbransjen. Markedsavgrensingen har til hensikt å øke presisjonsnivået knyttet til den strategiske og regnskapsmessige analysen. Her vil også konkurrentene til XXL og komparative virksomheter identifiseres. Norsk sportsbransje er hovedfokuset, men sportsbransjen i Sverige, Finland, Østerrike og Danmark vil raskt introduseres ettersom XXL opererer i alle disse landene.

2.2.1 Markedsavgrensning norsk sportsbransje

En bransje er definert av hvor smal eller bred bransjeavgrensningen settes. Dersom en smal bransjeavgrensning benyttes, vil det bety færre rivaler innad i bransjen, men flere substitutter til bransjen, eller omvendt (Porter M. , 1980). Bakgrunnen for hvorfor en markedsavgrensning gjennomføres for den norske sportsbransjen er ønsket om å sette grensene for bransjen som skal analyseres i oppgaven. For å oppnå en god strategisk og regnskapsmessig analyse er det essensielt å forstå markedet (bransjen) XXL opererer i. Derfor er det viktig å redegjøre for hva denne oppgaven anser som aktører i bransjen, altså konkurrentene til XXL. Leseren vil se at analysene og resultatene senere i oppgaven vil basere seg på markedsavgrensningen (bransjeavgrensningen).

I markedsavgrensningen defineres først aktørene som anses å være innenfor markedet (bransjen). Disse kalles typisk for rivaler. Deretter defineres de aktørene som anses å være utenfor markedet som substitutter. utfordringen er å sette grensen for det som skiller rivalene fra substituttene. Ifølge Lien (2016) vil det å følge substituerbarhetsprinsippet være et godt utgangspunkt for markedsavgrensningen.

I denne oppgaven defineres rivalene i sportsbransjen som sportskjedene som selger sportsartikler innenfor alle sportssegmenter, hvilket omfatter sykkel, klær, sko, jakt & friluft, sport & ballspill og trening. Vi kommer til å bruke sportsartikler og sportsutstyr om hverandre. Rivalene er dermed fullsortimentskjedene. XXL vil derfor ha relativt få rivaler, men mange substitutter. Bakgrunnen for denne avgrensningen er basert på hvor gode alternativer aktørene er i forhold til XXL. Eksempelvis anses ikke nisjebutikker som kun selger fiskeutstyr eller sykler som rivaler. Det skyldes at de ikke er et tilstrekkelig alternativ som fullsortimentskonseptet til XXL. En nisjebutikk vil være en konkurrent til XXLs ulike segmenter, men ikke en direkte rival sammenlignet med de store sportskjedene, og de vil heller ikke benyttes som komparative selskap senere i verdsettelsen.

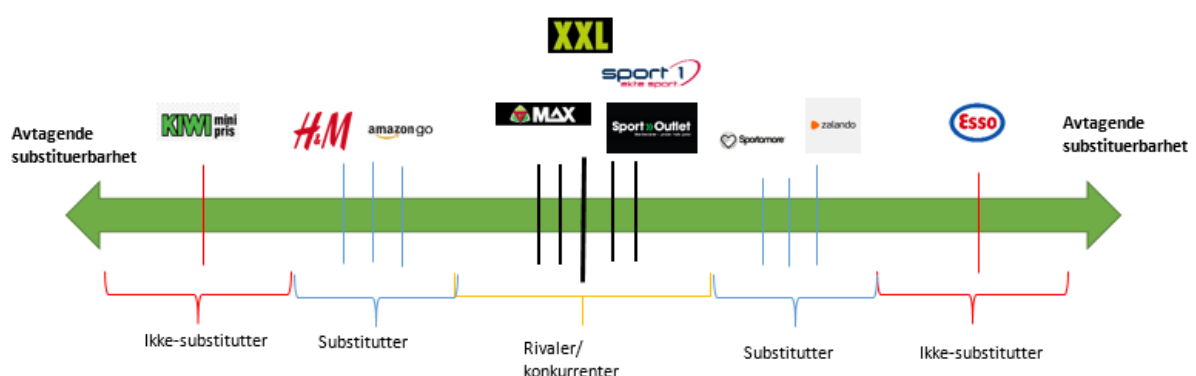
Markedsavgrensningen legger grunnlaget for oppgavens videre analyser. Nå som markedsavgrensningen er gjort, blir prosessen videre å finne «brudd i kjeden av substitutter» (Lien, Eirik, & Tor, 2016). Hensikten er å undersøke hvilke av aktørene som regnes som rivaler og substitutter. Denne prosessen er vist i figur 2-1, hvor substituerbarhetsaksen tar utgangspunkt i XXL. XXL plasseres i midten av substituerbarhetsaksen. De andre aktørene plasseres utover aksens avhengig av deres substituerbarhet. En plassering nærmere XXL betyr at aktøren har høyere substituerbarhet, hvilket tilsier at aktøren dermed et bedre alternativ. Figuren viser

skillet mellom hvilke aktører som anses som rivaler, substitutter, og ikke-substitutter. Skillene mellom aktørene er foretatt etter en kvalitativ vurdering forankret i det oppgaven anser som det relevante markedet.

G-Max, Sport 1 og Stadium defineres som rivaler til XXL. Det vil oppstå et skille til aktører som ikke er fullsortiments sportskjeder. Zalando og Biltema selger for eksempel begge produkter innenfor noen sportssegmenter. Zalando selger noe sportsklær og Biltema selger sykler og friluftsutstyr, men anses likevel som substitutt. Opptrekkingen av grensene basert på substituerbarhet gjør det enklere å skille rivalene fra substituttene.

Ved feil grensesetting kan markedsanalysen gi et ukorrekt bilde av lønnsomheten i markedet. Det kan skje dersom enkelte aktører blir definert som ikke-substitutt, men burde ha vært definert som enten substitutt eller rivaler. Dette kan overestimere den strategiske fordelene som utregnes i den strategiske analysen i kapittel 4, ved at man ikke har inkludert nok aktører. Motsatt kan skje dersom for mange aktører inkluderes. Konsekvensen for begge scenarioene er et lønnsomhetsbilde som er misvisende. Kjennetegnet for ikke-substitutter er at de ikke anses som et reelt alternativ til XXL. Dette er typisk matbutikker (ikke hypermarked) eller bensinstasjoner, som kun sporadisk selger noen sportsartikler, men i langt mindre omfang.

Markedsavgrænsingen satt for denne oppgaven samsvarer med hvem XXL mener er deres største rivaler i sportsbransjen (XXL ASA, 2018a). Videre vil avgrænsingen gjøre det enklere å analysere den strategiske fordelene XXL eventuelt har ovenfor sine rivaler.



Figur 2-1: Egenkomponert markedsavgrænsing av konkurransesituasjon til XXL

2.2.2 Struktur i bransjen

I sportsbransjen har aktørene ulike forretningsstrukturer. Derfor er det hensiktsmessig å skille mellom de vanligste forretningsstrukturene, ettersom valg av struktur eksempelvis kan påvirke innkjøpsbetingelser eller stordriftsfordeler innen markedsføring eller distribusjonssystemer.

Primært kan forretningsstrukturene i sportsbransjen deles inn i: *Franchisestruktur*, *verdikjedestyrte*, *uavhengige og spesialbutikker*, *netthandel* og *hypermarked* (XXL ASA, 2018a).

Franchisestruktur er en av de vanligste forretningsstrukturene, hvor lokale kjøpmenn eier og driver sportsbutikken, men leier merkevarenavnet til en sportskjede med sentralisert hovedlager og markedsføringsfunksjon. Typiske bedrifter som har denne forretningsstrukturen er Intersport, G-Sport og Sport 1 i Norge, Team Sportia og Intersport i Sverige, og Intersport i Finland.

Verdikjedestyrte går ut på at hver sportsbutikk har en varehussjef ansatt av konsernet, hvor konsernet (eller kjeden) eier alle butikkene. Dermed vil butikknettverket være integrert i en felles verdikjede med høy fleksibilitet. Hvis behov for raske endringer oppstår kan disse gjøres effektivt på tvers av hele nettverket. Eksempler på verdikjedestyrte sportskjeder er XXL, svenske Stadium og G-Max.

Uavhengige- og spesialbutikker er enkeltbutikker som drives uten å være en del av en sentralstyrt sportskjede. Disse har ofte ikke et sentrallager slik som de verdikjedestyrte. Høyere innkjøpspriser og tøff konkurranse har gjort at antallet aktører med denne strukturen har avtatt. Derimot er det en tydelig trend at sportsutstyrslieferandører, slik som Norrøna, Nike og Stormberg, selv driver egne merkevarebutikker. Videre vil spesialbutikker, som for eksempel G-Nordby (en sykkelbutikk i Kristiansand) eller Skaugs Sport (skibutikk i Lardal), likevel kunne klare seg i markedet på grunn av spesialisering og lokal tilhørighet.

Hypermarked defineres ifølge (Skallerud, 2010) som en butikk med 30-40 prosent utsalg av fritids og husholdningsrelaterte klær. I denne kategorien finner vi COOP, som en av de største aktørene, med sitt kjedekonsept COOP OBS. I markedsavgrensingen faller COOP utenfor markedet, og anses ikke som en rival av XXL, men forblir et substitutt.

Netthandel er den siste forretningsstrukturen i sportsbransjen. I det nordiske sportsmarkedet har mange av aktørene både fysiske butikker og nettbutikk, men det er et begrenset antall aktører

som kun operer med nettbutikk. I det norske markedet finnes aktører som Sportamore, Amazon-Go og Zalando.

2.2.3 Generelle drivere for lønnsomhet i sportsbransjen

For sportsbransjen finnes det flere faktorer som påvirker lønnsomheten. I løpet av kapittel 2 vil flere av lønnsomhetsdriverne diskuteres, og i kapittel 4 vil også disse analyseres nærmere i lys av Porter's rammeverk. Før presentasjonen av sportsbransjen i ulike land er det spesielt to generelle drivere som skal presenteres for å gi leseren et innblikk i to faktorer som preger alle aktørene i bransjen.

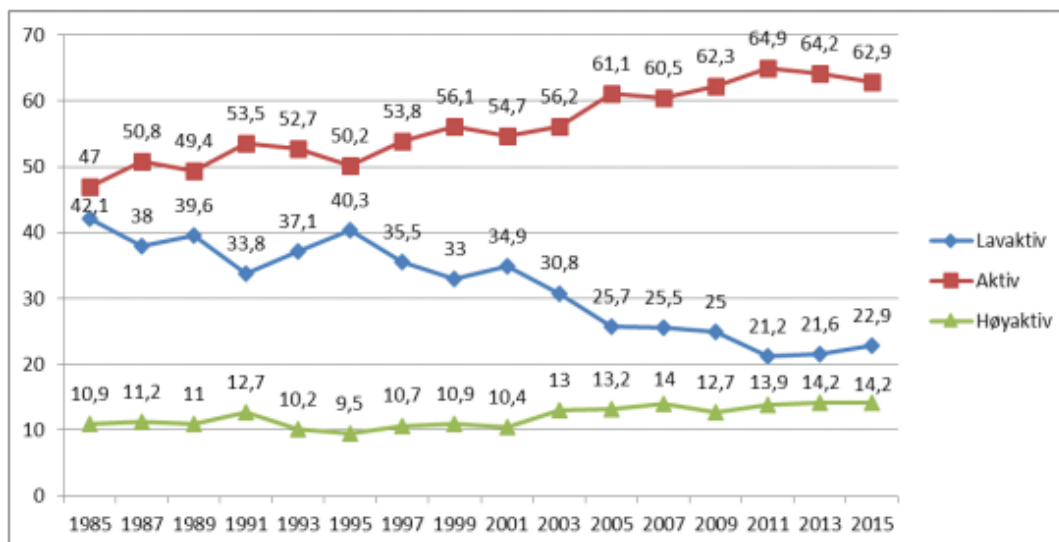
Væravhengighet

I sportsbransjen er været viktigere enn konjunktorendringene. Uten fire distinkte årstider vil sportsbransjen kunne oppleve mindre salg og høyere kapitalbinding (XXL ASA, 2018a). På grunn av frykt for høye kapitalbindinger har XXL kjøpt inn i mindre kvantum og har derfor mindre storinnkjøpsfordeler. Det betyr at været fører til høyere innkjøpspriser. De ulike årstidene skaper ulike interesser og preferanser for forbrukerne. For eksempel vil vintersesongen øke behovet for langrennsski, skøyter, slalåmski og vinterklær. I forbindelse med XXLs første kvartalsrapport for 2018 uttrykte tidligere toppsjef Fredrik Steenbuch at en god sesong er når vinteren varer i to måneder, og at påsken kommer i mars når folk kommer ned fra fjellet for å kjøpe sykler og vårklær (Hopland, E24, 2018a). En mer detaljert analyse av klimaendringer gjøres i kapittel 4.1, PESTEL-analysen.

Helse og aktivitetsnivå

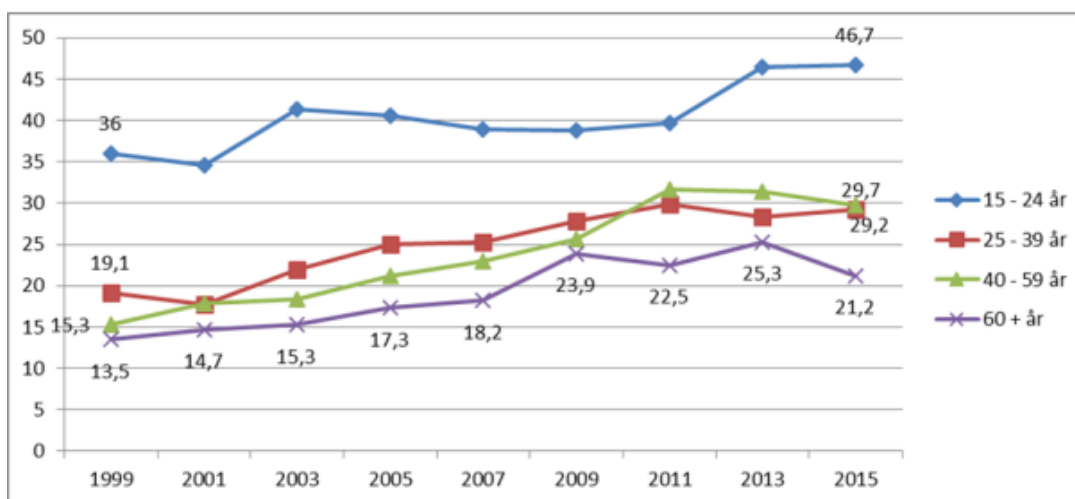
Ifølge helsedirektoratet oppfyller 32 prosent av voksne personer i Norge minimumskravet for fysisk aktivitet (Helsedirektoratet, 2016). Minimumskravet innebærer minst 150 minutter moderat trening, eller mer intenst i 75 minutter per uke (Helsedirektoratet, 2016). Antallet som oppfyller minimumskravet økte med fire prosent fra 2008 til 2016. Økt fokus på helse og fysisk aktivitet kan skape økt etterspørsel etter sportsartikler.

Unge nordmenn har fått sansen for skog og mark, og turistforeningen rapporterer om høy pågang i fjellet, noe som underbygges av en spørreundersøkelse gjennomført av TNS Gallup. Resultatet fra undersøkelsen viste at to millioner nordmenn ønsket seg en tur på fjellet sommeren 2017 (Aura Avis, 2017). Det er naturlig å anta at økt aktivitet ute i naturen vil øke etterspørselen etter sportsutstyr.



Figur 2-2 Viser andel lavaktiv, aktiv og høyaktiv mellom 1985–2015 (Helsedirektoratet, 2017), Y-akse i prosent

I en rapport fra helsedirektoratet (Helsedirektoratet, 2017) har det blitt undersøkt hvor ofte nordmenn driver med fysisk aktivitet. De har benyttet tre kategorier for fysisk aktivitet; «lavaktiv», «aktiv» og «høyaktiv». Av figur 2-2 fremkommer det at flere har havnet i kategorien «aktiv», mens det er en nedgang i «lavaktiv». Tendensen er derfor at den norske befolkningen har fått økt aktivitetsnivå. Andelen «høyaktive» har holdt seg stabilt. Spørreundersøkelsen har også målt intensitet per treningsøkt, kategorisert i lav, middel og høy intensitet. Kategorien aktiv utgjør cirka 63 prosent av befolkningen, og denne gruppen trener 1-4 ganger i uken. Økningen fra 47 prosent til 63 prosent kan bety at flere nordmenn trenger sportsartikler.



Figur 2-3: ACSM-kriteriet (Helsedirektoratet - NIH, 2017), Y-akse i prosent

I USA har foreningen American College of Sports Medicine (heretter: ACSM) laget et alternativt aktivitetskriterium for å måle aktivitetsnivå (Helsedirektoratet, 2017). Kort fortalt innebærer aktivitetskriteriet 30 minutter med moderat intensitet fem dager i uken, eller tre dager i uken med høyere intensitet i 20 minutter (Haskell mfl, 2007). Kun 30 prosent av befolkningen i Norge tilfredsstiller ACSM-kriteriet, men som det fremkommer i figur 2-3 tilfredsstiller halvparten av aldersgruppen mellom 15-24 år ACSM-kriteriet. I kapittel 4.1 under PESTEL-analysen vil oppgaven drøfte mulige årsaker til økningen i aktivitetsnivået, og hvilke eventuelle konsekvenser dette har for sportsbransjen.

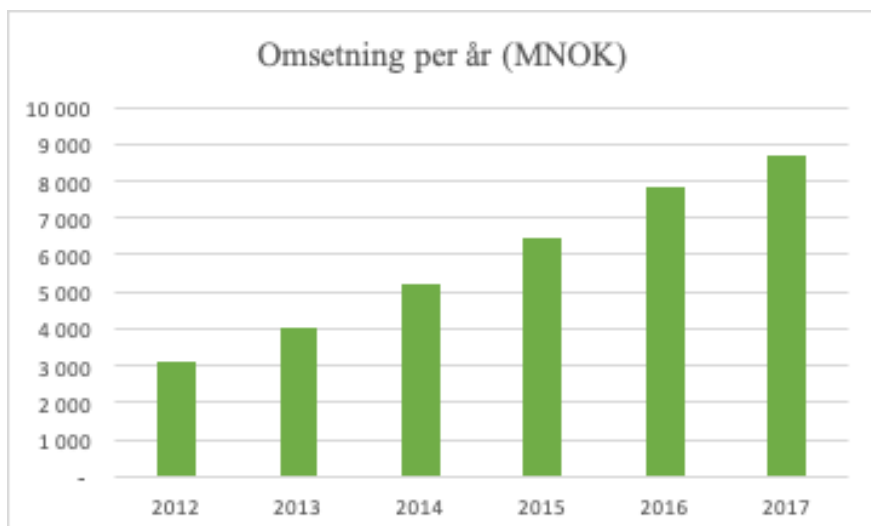
2.3 Presentasjon av XXL

Historie og utvikling

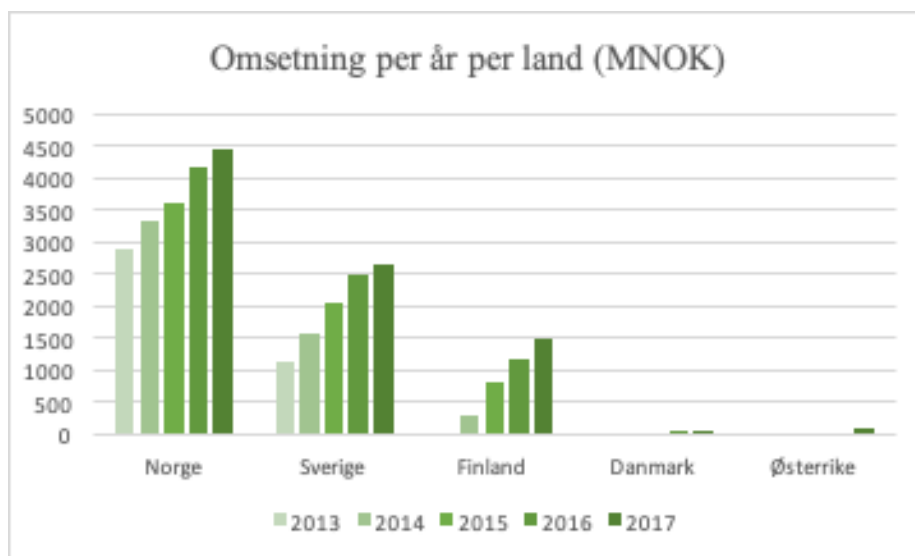
XXL ble grunnlagt i 2000 av den norske investoren og forretningsmannen Øyvind Tidemanden. Fra begynnelsen av har visjonen til XXL vært: *“alt sportsentusiastene, den treningsglade og friluftsmennesket trenger under samme tak, fra de beste merkene, og til de beste prisene”*. I dag opererer de i følgende fem land: Norge, Sverige, Danmark, Finland og Østerrike, og det er varslet om at Sveits blir det neste landet XXL vil ekspandere til (XXL ASA, 2018a). Det første varehuset i Norge ble åpnet i 2001, og nettbutikken deres ble lansert i 2002. I 2010 åpnet de tre første varehusene i Sverige, og i 2014 åpnet XXL sitt første varehus i Finland. Nettbutikkene i Sverige og Finland kom henholdsvis i 2012 og 2014. August 2017 åpnet de sitt første varehus i Østerrike. Per 1. November 2018 har XXL totalt 35 varehus i Norge og 81 varehus totalt i alle land, og er i dag den største sportsforhandleren i Norden målt etter omsetning (XXL ASA, 2018a). Slik som presentert under 2.1 har XXL siden etablering i Norge, Sverige og Finland økt sine markedsandeler jevnt over årene.

Figur 2-4 viser at omsetningen til XXL har økt i perioden 2012 til 2017. Det har vært en gjennomsnittlig vekst på 26 prosent i løpet av analyseperioden. Veksten har de siste årene stabilisert seg. En forklaring på det kan blant annet være at veksten foregående år har vært høy, og at markedet er blitt mettet. Som det fremkommer i 2.4.1 er ikke økningen stor i omsetning for sportsmarkedet i Norge fra 2016 til 2017. XXL ønsker å ekspandere videre utenfor Norden, og vil derfor kunne få en økt omsetningsvekst i fremtiden. Videre viser figur 2-5 at omsetningen i de respektive landene også har hatt god vekst i omsetningen fra år til år. Omsetningen i Danmark og Østerrike er fremdeles beskjedne sammenlignet med Norge, Sverige og Finland. Videre har utviklingen i antall varehus i perioden 2012 til 2018(Q3) vært stigende. Figur 2-6

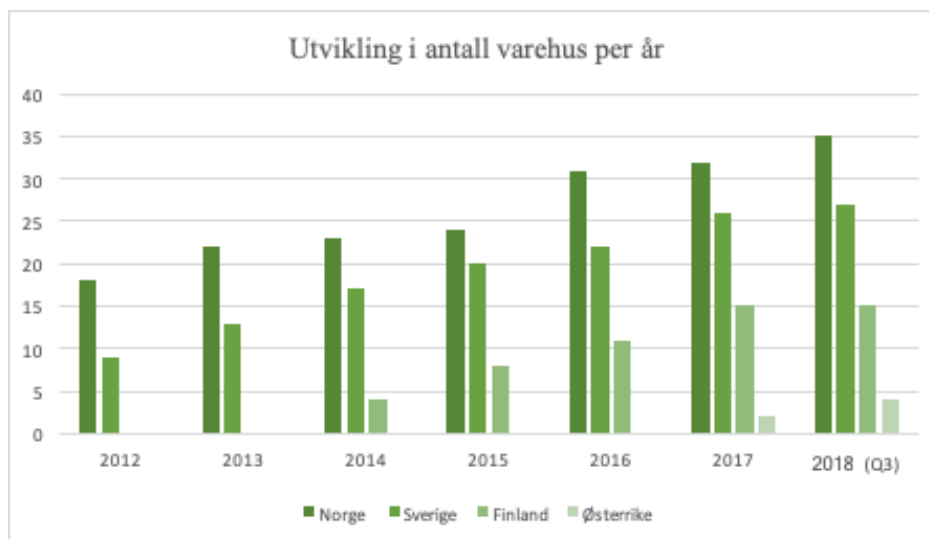
viser utviklingen i antall varehus per år per land. XXL har i dag 81 varehus representert i fire land. Det er flest varehus i Norge og Sverige, og her er også omsetningen naturligvis størst.



Figur 2-4 Omsetningen til XXL per år



Figur 2-5 Omsetningen til XXL per år fordelt på land



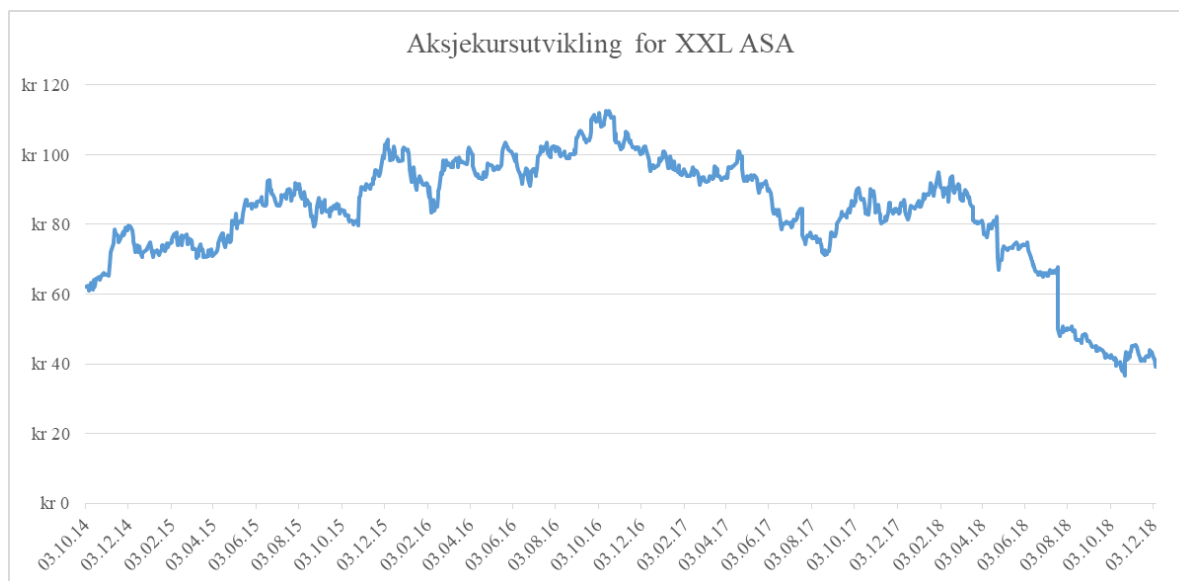
Figur 2-6 Utvikling i antall XXL-varehus per år

Ledelse

Fredrik Steenbuch har vært konsernsjef i XXL siden 2007, men valgte gå av etter presentasjonen av tredje kvartalsrapport den 24.10.2018 (E24, 2018). Ny konsernsjef i XXL er tidligere konsernsjef i Swix, Ulf Bjerknæs. Bjerknæs har vært operasjonell sjef i XXL siden februar 2018, og har vektlagt at XXL må ha en offensiv strategi og forretningsmodell (Langrenn, 2018). I løpet av 2018 har også salgs- og markedsføringssjef i XXL, Jarle Bråten, gått av, og blitt erstatt av tidligere innkjøpsdirektør i XXL, Tom Erik Kjørnø (E24, 2018).

XXL på børs

XXL ble børsnotert 3. oktober 2014 til en kurs på NOK 62.00 per aksje. Bakgrunnen for børsnoteringen er ønsket om å få flere investorer med på XXLs ekspansjonsplaner i de øvrige landene. Høyeste registrerte kurs siden børsnoteringen var NOK 112.25 den 18. oktober 2016. Siden denne datoen og frem til 26. oktober 2018 har kursen falt med omtrent 63 prosent, til 41.05 NOK. Bare siden Januar 2018 har aksjen falt med 53 prosent, frem til 7. november. Analytikerne forklarer at mye av nedgangen siden januar skyldes at XXL har levert svakere på sine kvartalsrapporter enn forventet av investorene, og har blitt straffet hardt for det (Solem, Dagens Næringsliv, 2018d). Markedsverdien til XXL på OSEX var 6,2 milliarder NOK den 7. november 2018. Av figur 2-7 sees aksjekursutviklingen fra børsnoteringen i oktober 2014 frem til i dag. Etter at Fredrik Steenbuch gikk av som konsernsjef steg aksjekursen til XXL med 13 prosent (DN, 2018).



Figur 2-7 Aksjekursutvikling XXL ASA per 4.12.2018 (Oslo Børs, 2018)

Butikkonsept

XXLs butikkonsept er å leie store lokaler, i størrelsesordenen 3000m² - 5300 m², med god beliggenhet. Av totalt 81 varehus er gjennomsnittsstørrelsen 3900 m², dvs. omtrent halvparten av en ordinær fotballbane. Alle varehusene eies av XXL-konsernet, noe som betyr at det ikke er noen form for franchisevirksomhet. Det er høy grad av overlapp mellom de ulike varehusenes utforming, design og produktutvalg, samtidig som produktutvalget til en viss grad er tilpasset landet butikken er i og de lokale omgivelsene (XXL ASA, 2018a). Alle varehusene er fullsortiment, hvilket innebærer at de selger produkter innen følgende kategorier: Helse og fitness, sko, sportsbekledning, utendørs, ski & sykkel, jakt og sportsteknologi. I figur 2-8 vises et bilde av hvordan standardutformingen til et XXL varehus ser ut. Ettersom netthandel utgjør en større del av driften til XXL har ønsket om antall fysiske butikker blitt noe nedjustert (XXL ASA, 2018d).



Figur 2-8 Direkte hentet fra årsrapport XXL ASA 2017 (XXL ASA, 2018a)

Omnikanaler

XXL har multikanalstrategi. Dette innebærer å være tilgjengelig og synlig på både fysiske og ikke fysiske plattformer, slik som fysiske butikker og sosiale medier. Det finnes ulike definisjoner på omnikanal, men det handler om å være tilstede i flere kanaler, hvor markedsføring, kundeservice og salg kan gjennomføres sømløs og i samtid (Fredriksen & Sørebo, 2018). Markedsføringen innenfor ulike kanaler har bidratt til at XXL sin merkevare har blitt godt kjent blant forbrukere i Norden. Omnikanalsatsingen forklarer også mye av veksten XXL har opplevd i netthandelen (XXL ASA, 2018a). Mellom 2015 og 2017 var CAGR i netthandelsomsetningen 54 prosent, og i 2017 sto netthandelen for 1,1 milliarder kroner av omsetningen (Virke, 2018). XXL ønsker å bygge en sterk merkevaregjenkjennelse og kundelojalitet gjennom å markedsføre seg i ulike kanaler, i tråd med omnikanalstrategien (XXL ASA, 2018a). Reklame og markedsføring er blant annet å finne på TV, annonser på sosiale medier og internett, egne brukerprofiler på sosiale medier og gjennom sponning av idrettslag.

Effektive innkjøp, logistikk og distribusjonssystemer

For å levere på prisløftet om å tilby lavest pris på produktene forsøker XXL å redusere kostnader gjennom effektiv styring av varehusene, logistikk og distribusjonssystemer og hovedkontoret. Ved å kutte kostnader og optimalisere driften kan de sette en lavere pris ut til kunden (XXL ASA, 2018a). Hensikten med store butikker er å oppnå stordriftsfordeler gjennom å sentralisere innkjøpene (typisk er ordemottakelse fra varehusene og utsendelse) og minimere overheadkostnader for konsernet. XXL har to sentralvarehus, lokalisert ved Gardemoen i Norge og Örebro i Sverige. Varer bestilt på nett blir sendt ut fra disse sentralvarehusene, og varehusene får også lagerbeholdningen fylt på fra sentralvarehusene.

Ansatte og ledelsen

Ifølge (XXL ASA, 2018a) har de en prestasjonsbasert kultur som preger organisasjonen, hvor kulturen dreier seg om kundetilfredshet og kostnadsbevissthet. Ansatte som jobber i de fysiske utsalgsstedene har fått opplæring innenfor det sportssegmentet de arbeider i, og ledelsen i XXL består av personer med lang erfaring fra varehandelen. Internt i XXL tilbyr de opplæringsprogram og talentutviklingsprogram. Selv om det har vært flere endringer i ledelsen i løpet av 2018, består fremdeles disse av personer med lang erfaring fra sportsbransjen.

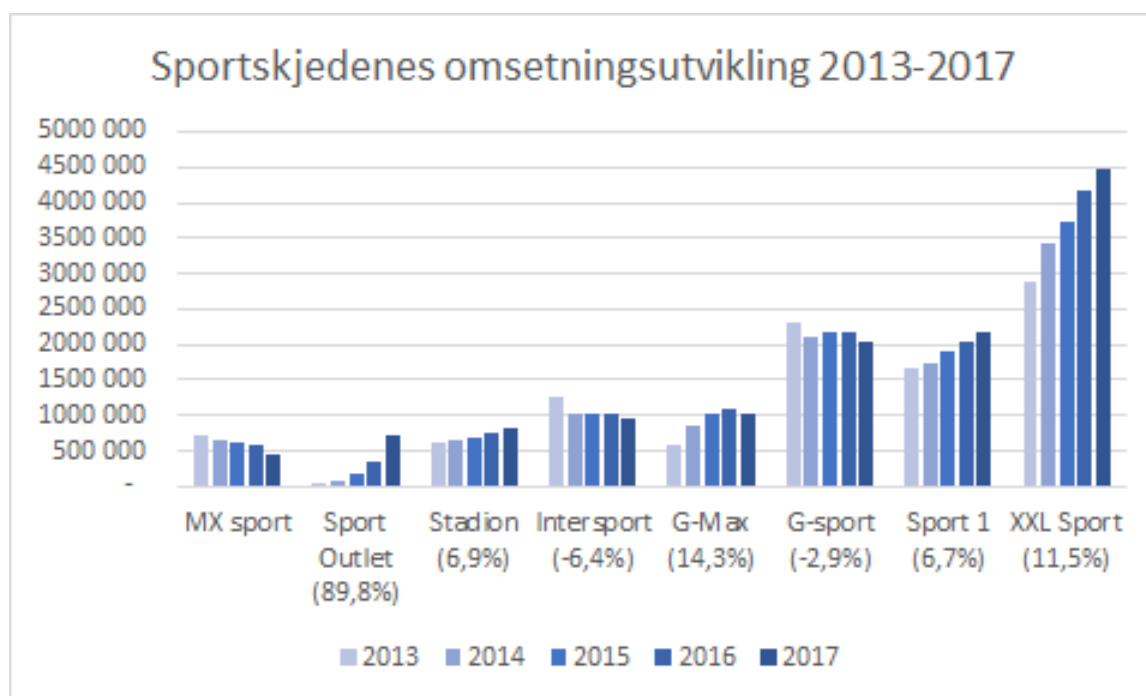
2.4 Sportsbransjen i utvalgte land

Nå som markedsavgrensingen, forretningsstrukturene og generelle lønnsomhetsdrivere i sportsbransjen er redegjort for, vil følgende avsnitt ta for seg sportsbransjen i Norge, Sverige, Finland, Danmark og Østerrike. Bakgrunnen for at nettopp disse landene velges er at XXL driver virksomhet i alle landene. Forbruk på sportsutstyr per innbygger i disse landene varierer. Ifølge (SPORT Juni, 2018) er snittet for Europa 145 euro. Nordmenn bruker mest på sportsutstyr per innbygger, men Danmark minst blant landene XXL driver virksomhet i.

2.4.1 Sportsbransjen i Norge

Ifølge tall som de norske sportskjedene innrapporter til Norsk Sportsbransjeforening, ble det omsatt for totalt 13,7 milliarder kroner i 2017, mens det i 2016 ble omsatt for 13,6 milliarder (Sportsbransjeforening, Norsk, 2017). Dette er tall utenom frittstående og uavhengige butikker, som tidligere ble nevnt som en av forretningsstrukturene. Norsk sportsbransje er i endring, og flere nye aktører tar markedsandeler fra det tradisjonelle salget i fysiske butikker (Dahl, Sportsbransjen, 2018b).

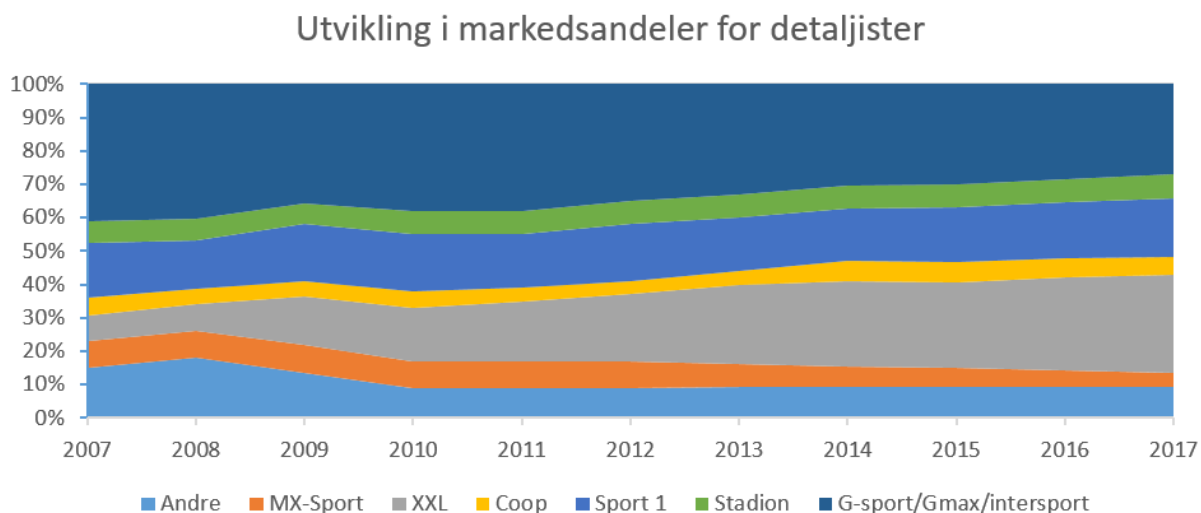
Historisk har norsk sportsbransje vært dominert av de store sportskjedene XXL, G-Max, G-Sport, Intersport og Sport 1. Som nevnt i markedsavgrensingen finnes også flere andre aktører, som COOP, Biltema, Sportamore og Sport Outlet, som operer i bransjen. I tillegg finnes det et stort utvalg av sportsutstysleverandører (merkevarebutikker) som både selger direkte til kunden gjennom egne utsalgssteder og over nett. Leverandørene selger også produktene sine til sportskjedene.



Figur 2-9 Omsetningsutvikling for sportskjedene over tid (Virke, 2018), tall i 1000.

Av figur 2-9 kommer det frem at XXL er sportskjeden med høyest omsetning, i tillegg til å ha en solid omsetningsvekst per år. Årlig gjennomsnittlig omsetningsvekst for XXL i perioden 2013-2017 (CAGR) er 11,5 prosent, men betraktelig mindre enn Sport Outlet med CAGR på 88,9 prosent (Virke, 2018). Intersport, G-Max og G-Sport fikk en liten nedgang i omsetningen for 2017, sammenliknet med 2016, men øvrige selskaper har hatt omsetningsvekst. Tallene er basert på handelsdata fra handelsorganisasjonen Virke, som har samlet inn omsetningstall fra sportskjedene basert på faktisk korttransaksjoner, hentet fra SSB (Virke, 2018).

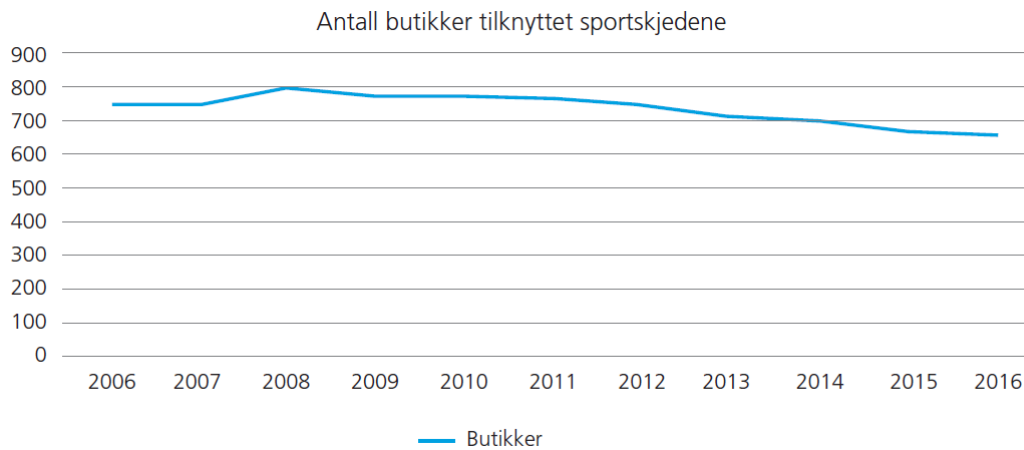
I norsk sportsbransje har markedsandelene mellom sportskjedene og andre aktører endret seg mye over tid. I figur 2-10 vises utviklingen i markedsandeler fra 2007 frem til 2017, basert på tall fra Norsk Sportsbransjeforening.



Figur 2-10 Egenkomponert utvikling av markedsandeler for detaljister (Sportsbransjeforening, Norsk, 2017)

Gresvigkonsernet, som eier G-Sport, G-Max og Intersport, har mistet markedsandeler i løpet av de ti siste årene, fra 40 prosent til omtrent 30 prosent i 2017. Derimot har XXL økt sine markedsandeler fra 7,6 prosent i 2007 til 32 prosent i 2017. Markedsandelene for Stadion, COOP, Sport 1 og "andre" har vært mer stabile. I posten, "andre", antar vi at Sport Outlet inkluderes, men vi stiller oss noe kritisk til at "andre" har vært stabil i så mange år, og ikke blitt påvirket av veksten til Sport Outlet. Sport Outlet vil på sikt være med som en egen aktør blant sportskjedene, og bli større enn MX-Sport. MX-Sport har tapt markedsandeler over tid, og sommeren 2018 gikk sportskjeden konkurs. Selv om sportskjeden gikk konkurs vil butikkene fortsatt være operative, men ikke lengre ha anledning til å benytte seg av støttefunksjoner som felles innkjøpsavtaler og markedsføring (Solem, Dagens Næringsliv, 2018c). Hovedsakelig har XXL vunnet betydelige markedsandeler fra Gresvig, og er per 2018 den største aktøren i sportsbransjen.

En trend for sportsbransjen er at netthandelens inntog bidrar til færre fysiske butikker. Trenden underbygges av at antall butikker tilknyttet sportskjedene har falt de siste årene (SPORT Juni, 2018). Figur 2-11 viser nedgangen i antall fysiske butikker siden 2006. Netthandel utgjør en stadig større andel av sportsbransjens totale omsetning, noe som kan gjøre det vanskelig for enkelte butikker å tjene nok til å drifte den fysiske butikken. Denne trenden er forventet å fortsette ifølge sjefsøkonom i Virke, Lars Haartveit (SPORT Juni, 2018).



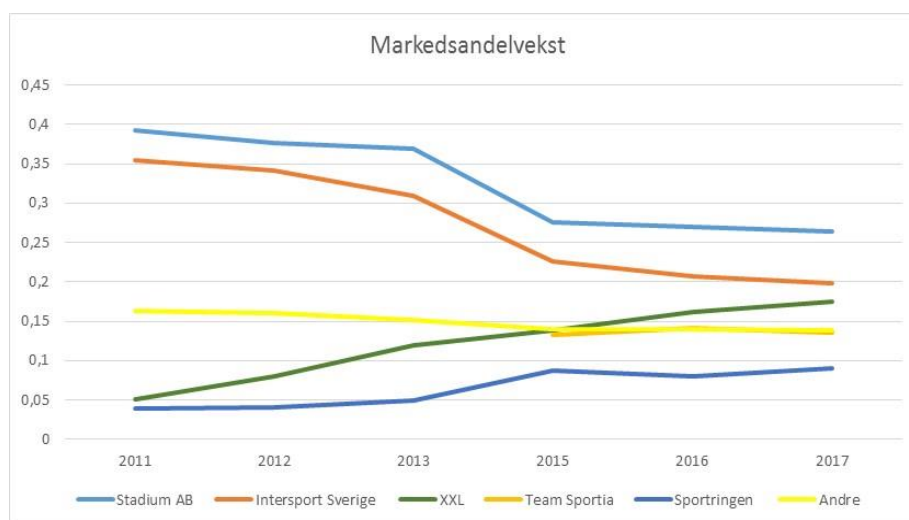
Figur 2-11 Egenkomponert antall butikker tilknyttet sportskjedene

Sportskjedene står for øyeblikket i en omstilling, der det forventes at mer av den totale omsetningen genereres gjennom netthandelen. Dette vil medføre at ressurser internt flyttes over til utviklingen av bedre plattformsløsninger for å skape gode kundereiser, logistikk og distribusjonsløsninger, fremfor utbygging av fysiske butikker. Likevel vil noen sportskjeder fortsatt velge å åpne butikker. Eksempelvis så hadde XXL i utgangen av 2017, 32 varehus i Norge. Etter tredje kvartal i 2018 har XXL åpnet ytterligere tre varehus, og har nå 35 varehus i Norge (XXL ASA, 2018d).

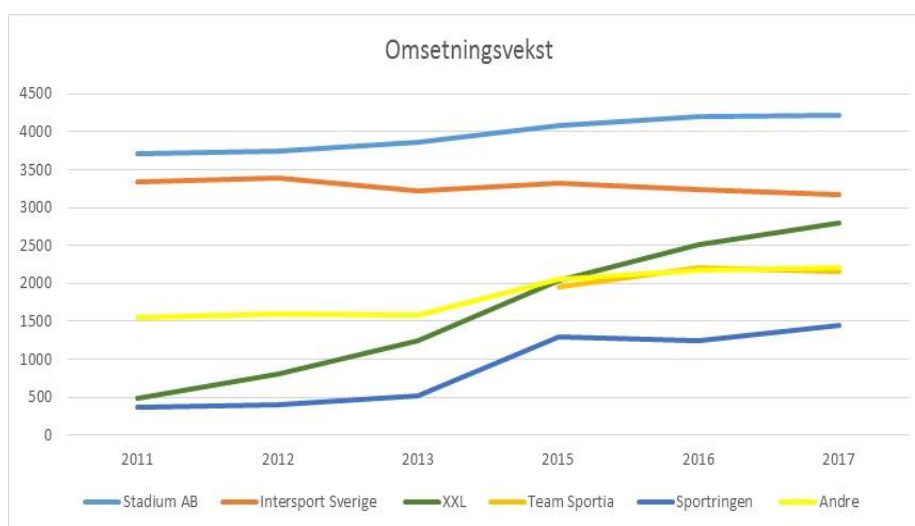
Videre vil veksten i norsk sportsbransje også avhenge av den økonomiske situasjonen til husholdninger. I Norge er arbeidsledigheten fire prosent, og forventes å ligge på samme nivå i fremtiden (Tradingeconomics, 2018a). Lav arbeidsledighet og generelt høyt inntektsnivå sammenlignet med andre land i Europa, bidrar til at Norge ligger på toppen i forbruket av sportsutstyr per innbygger med 406 euro (SPORT Januar, 2018).

2.4.2 Sverige

Sportsbransjen i Sverige omsatte for 16 milliarder SEK i 2017. I 2011 ble det omsatt for 9,4 milliarder (Sportsfack April, 2018). Dette tilsvarer en sammensatt årlig vekst (CAGR) på 11,1 prosent. De tre selskapene som er størst i markedet er Stadium AB, Intersport Sverige og XXL. I figur 2-12 er den tilhørende markedsandelutviklingen oppgitt. I figur 2-13 fremkommer utviklingen i omsetningen fra 2011 til 2017. Samleposten "andre", som inneholder mindre aktører, har hatt en stabil markedsandel siden 2011. Trenden er at XXL over denne perioden har økt markedsandelene sine på bekostning av Stadium AB og Intersport.



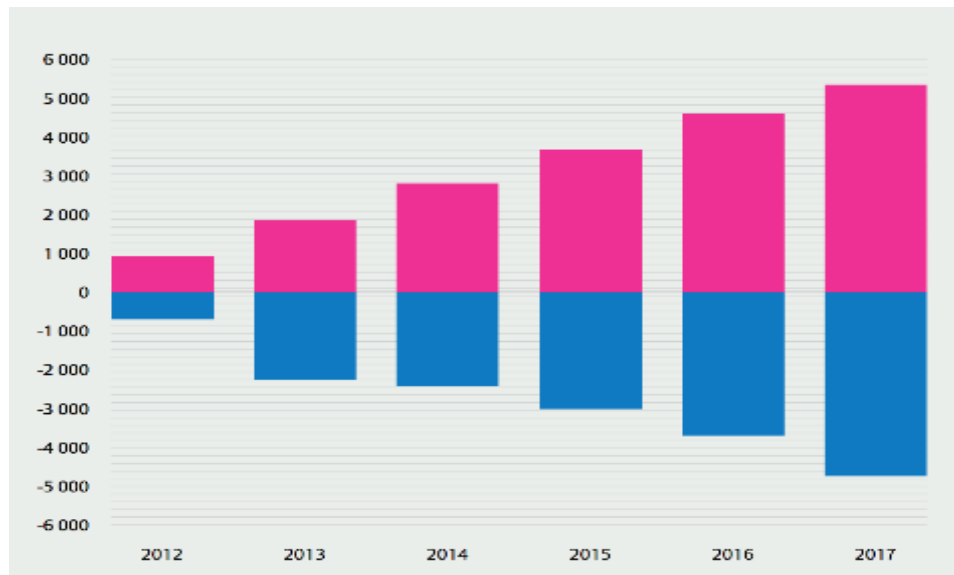
Figur 2-12 Egenkomponert markedsandelvekst (Sportsfack April, 2018)



Figur 2-13 Egenkomponert omsetningsvekst (Sportsfack April, 2018)

Ifølge (Svensk Handel, 2018) har det i Sverige blitt lagt ned 5000 butikker i varehandelen de siste seks årene. Innenfor kategorien sport og fritid har hver sjettede butikk blitt lagt ned i samme periode. Bakgrunnen for reduksjonen i antall sportsbutikker skyldes blant annet økt netthandel, noe som sammenfaller med utviklingen i Norge. Videre er Sverige et av landene i Europa som er lengst fremme når det kommer til netthandel, hvor mellom 75 til 100 prosent av befolkningen benyttet seg av dette i løpet av 2017. Dette er også likt for Norge og Finland. I 2017 vokste netthandelen med 94 prosent sammenlignet med 2016, mens veksten i fysiske butikker var 6 prosent. I perioden 2005 til 2016 har markedsandelen mellom fysiske butikker og nettbutikker endret seg. Fysiske butikker har gått ned 14 prosent, og nettbutikkene har økt med 7 prosent (Svensk Handel, 2018). I Sverige utgjør sport og fritid 10 prosent av all omsetning generert fra

netthandel. I 2025 er det forventet at netthandel skal øke til mellom 22 og 33 prosent av all svensk detaljhandel. Figur 2-14 viser økningen i netthandelsbutikker (rosa farge) og nedgangen i antall fysiske detaljhandelsbutikker (blå farge) mellom 2012 og 2017. Denne trenden er også gjeldende for sportsbutikker i svensk sportsbransje.



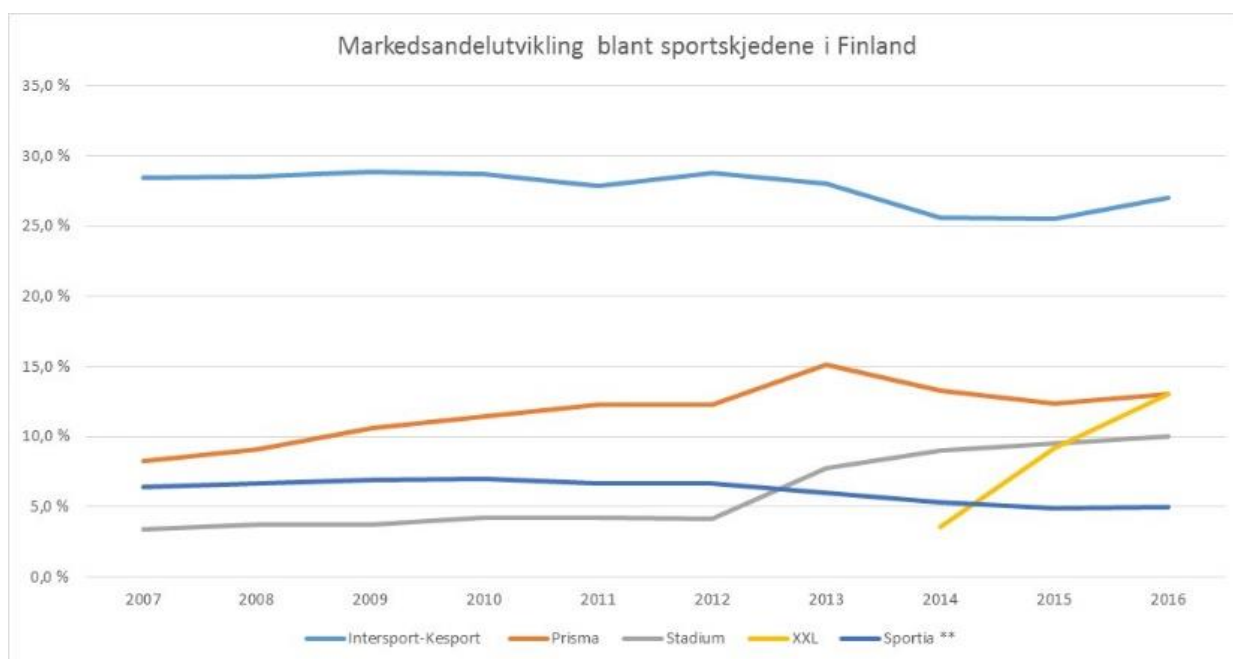
Figur 2-14 Direkte hentet fra svenskehandel-rapport, endring antall fysisk butikk versus nettbutikk

I 2017 omsatte XXL for 2,6 milliarder NOK i Sverige, sammenlignet med 2,4 milliarder NOK i 2016 (XXL ASA, 2018a). Antallet XXL-butikker økte fra 22 til 26 mellom 2016 og 2017, og etter tredje kvartal 2018 er antallet 27 (XXL ASA, 2018d). I løpet av de første kvartalene i 2017 slet XXL med mange tilbudskampanjer som gikk hardt utover marginene, samt en kort vinter som påvirket salget av vinterutstyr. Tredje kvartal 2017 var en god periode hvor XXL hadde høyere vekst enn andre aktører i sportsmarkedet, men i fjerde kvartal presterte XXL dårligere. Ifølge HUI Research økte det svenske sportsmarkedet med 0,7 prosent i 2017 sammenlignet med 2016, mens XXLs omsetning økte med 8,7 prosent i samme periode (XXL ASA, 2018a). XXL omsatte for 1,99 milliarder NOK i løpet av de tre første kvartalene i 2018 (XXL ASA, 2018d).

Per oktober 2018 er arbeidsledigheten i Sverige 6 prosent, noe som er nedgang fra 2017. Utviklingen i arbeidsledigheten tilsier at denne skal nedover (Tradingeconomics, 2018e). Industrien i Sverige er optimistiske, med hjelp fra stimulerende pengepolitikk som har vedvart over en lengre periode (Bing, 2017). Denne positive utviklingen anses å kunne påvirke forbruket av sportsutstyr positivt. I 2017 brukte svenskene 367 euro på sportsutstyr per innbygger (SPORT Januar, 2018).

2.4.3 Finland

Det finske markedet omsatte for 1,24 milliarder euro inkludert moms i 2016 (Sporttimyyjä April, 2016), og det er en økning på 28,6 prosent fra 2007. Omsetningen i det finske sportsmarkedet har vokst jevnt fra 2007 til 2015 med en CAGR på 2,9 prosent. I 2016 hadde Intersport-Kesport en markedsandelprosent på 27 prosent, Prisma 13 prosent, XXL 13 prosent og Stadium 10 prosent. Figur 2-15 viser utviklingen i markedsandelene blant sportskjedene i Finland i perioden 2007 til 2016.



Figur 2-15 Egenkomponert markedsandelutvikling i Finland (Sporttimyyjä April, 2016)

I 2014 åpnet XXL sin første butikk i Finland. Etter tredje kvartal 2018 har XXL 15 varehus i Finland. I 2017 omsatte XXL for 1,5 milliarder NOK, sammenlignet med 1,16 milliarder NOK i 2016 (XXL ASA, 2018a). I 2017 hadde XXL rundt 15 prosent markedsandel i Finland. Finske forbrukere er spesielt prisbevisste, og XXL har derfor tjent på denne trenden ved at de er konkurransedyktige på pris, noe som har ført til at de har klart å øke sine markedsandeler betraktelig over de tre siste årene. XXL omsatte for 1,2 milliarder NOK i løpet av de tre første kvartalene i 2018 (XXL ASA, 2018d).

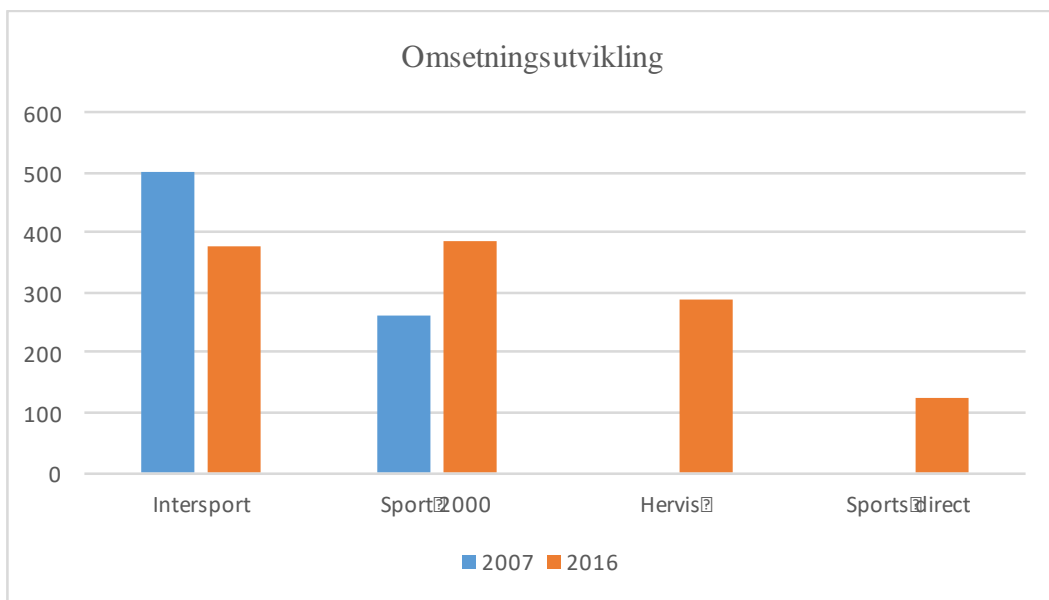
Andre kjennetegn ved Finland er blant annet at den vanlige forretningsstrukturen er franchise. Videre er værforholdene lik som Norge og Sverige, med fire distinkte årstider. (XXL ASA, 2018a). Per oktober 2018 er arbeidsledigheten i Finland rundt 7,1 prosent, som er betydelig høyere enn i Norge og Sverige. Forventet arbeidsledighet i fremtiden er 4 prosent

(Tradingeconomics, 2018c). Redusert arbeidsledighet er forventet å kunne påvirke forbruket av sportsutstyr positivt (XXL ASA, 2018a). Forbruket av sportsutstyr per innbygger i Finland var 216 euro i 2016. Dette er lavere enn både Norge og Sverige (SPORT Januar, 2018).

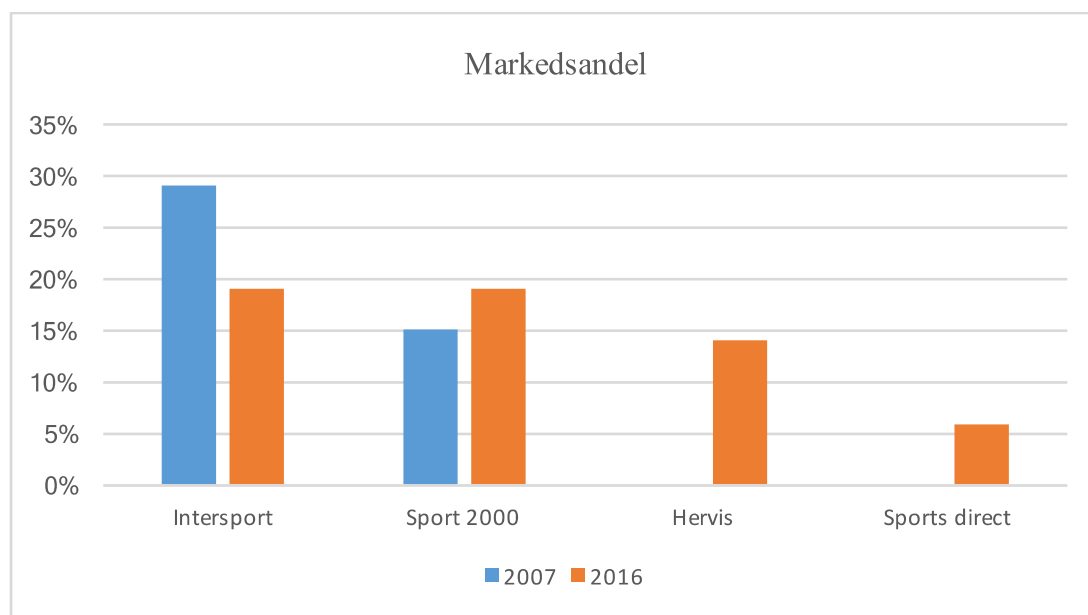
2.4.4 Østerrike

Det østerrikske sportsmarkedet utgjorde i 2017 omtrent 2 milliarder euro i omsetning (XXL ASA, 2018a). De fire største aktørene, Intersport, Sport 2000, Hervis og Sports Direct omsatte til sammen totalt 1,12 milliarder euro i 2017. I figur 2-16 vises utviklingen i omsetningen fra 2007 til 2016 for sportskjedene i den østerrikske sportsbransjen. I 2016 var markedsandelprosentene til henholdsvis Intersport, Sport 2000, Hervis og Sports Direct 19, 19, 14 og 6 prosent. Markedsandelutviklingen er vist i figur 2-17.

XXL åpnet i 2017 sitt første varehus i Østerrike. Per oktober 2018 har XXL fire butikker, og de ønsker å åpne ti nye i løpet av de neste årene. En av årsakene til at Østerrike er attraktivt er at de har fire distinktive årstider, samt merkevarebevisste kunder (XXL ASA, 2018d). I 2017 omsatte XXL for totalt 98 millioner kroner. Tilsammen omsatte XXL-butikkene i Østerrike for 241 millioner kroner de tre første kvartalene i 2018 (XXL ASA, 2018d). Det har derfor vært en sterk økning i omsetning i Østerrike.



Figur 2-16: Egenkomponert Omsetningsutvikling Østerrike (edm-publication)



Figur 2-17: Egenkomponert markedsandel Østerrike (edm-publication)

Forretningsstrukturen i Østerrike kjennetegnes ved mange små butikker organisert som franchise, eller med en felles innkjøpsordning (XXL ASA, 2018a). Per oktober 2018 er arbeidsledigheten i Østerrike 7 prosent, men forventes å gå ned mot 5,5 prosent i fremtiden (Tradingeconomics, 2018d). Forbruket per innbygger på sportsutstyr var 287 euro i 2016. Det er høyere enn forbruket i Finland, men mindre enn i Sverige og Norge (SPORT Januar, 2018).

2.4.5 Danmark

I Danmark omsatte en av de største sportskjedene, Sport 24, for over en milliard danske kroner i 2017 (Retail News, 2018). Kjeden er i stor vekst i Danmark, og skal vokse videre de neste årene, og vil antas å være en konkurrent for XXL dersom XXL starter opp med varehus i Danmark. Intersport omsatte for 1,5 milliarder DKK i 2017, men gikk med et underskudd på 31,2 millioner DKK (Holgensen, 2018).

XXL har ikke åpnet fysiske butikker i Danmark, men omsatte for 52 millioner NOK i 2017 og 27 millioner NOK i 2016 gjennom nettbutikken (XXL ASA, 2018a). På sikt ønsker XXL å åpne butikker i Danmark. Den danske sportsbransjen kjennetegnes som fragmentert, med mange ulike aktører, og relativt høyt bruk av netthandelsaktører (XXL ASA, 2018a). XXL omsatte for 51 millioner i løpet av de tre første kvartalene i 2018 (XXL ASA, 2018d). Arbeidsledigheten i Danmark ligger på 3,9 prosent per oktober 2018, og er fremover ventet å ligge stabilt rundt det nivået. Videre anses Danmark for å ha en sunn økonomi med en forventet jevn vekst i BNP de neste årene. (Tradingeconomics, 2018b). Forbruket på sportsutstyr per innbygger ligger på 180

euro, noe som er betydelig lavere enn i Norge, Sverige, Finland og Østerrike (SPORT Januar, 2018).

2.5 Generelle utviklingstrekk som preger norsk sportsbransje

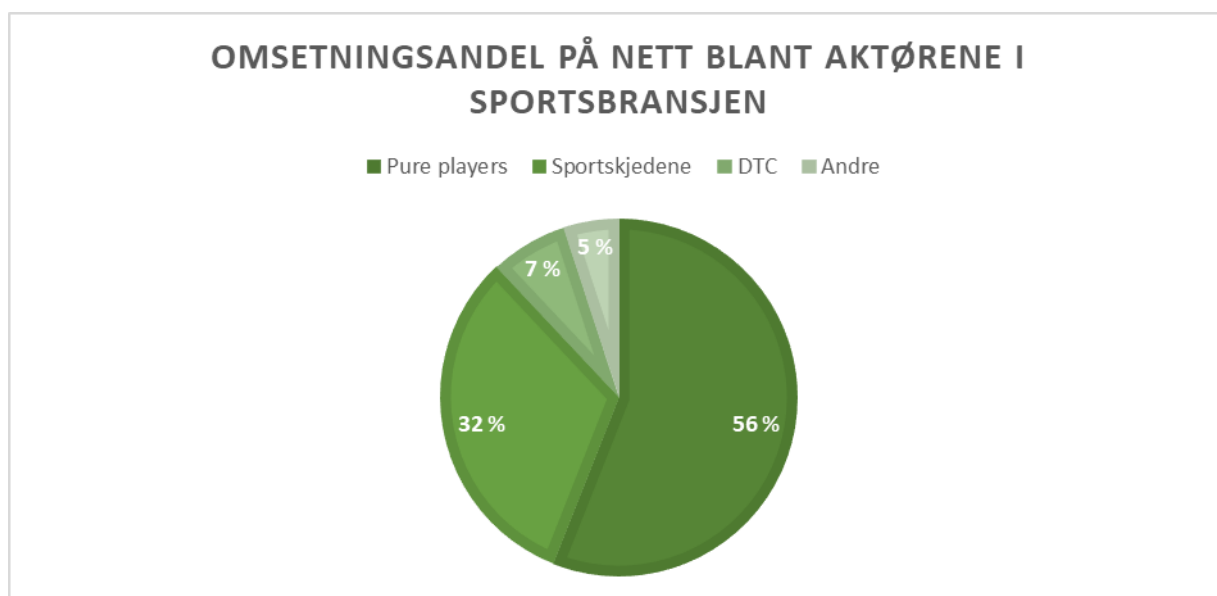
Hensikten med dette delkapittelet er å skissere et bilde av noen av de generelle utviklingstrekkene som preger sportsbransjen. Målet er å gi en pekepinn på hva som vil prege sportsbransjen fremover. Makroforhold som påvirker sportsbransjen vil diskuteres i 2.5 og 4.1 i PESTEL. I utarbeidelsen av fremtidsregnskap senere i oppgaven vil nettopp framtidsutsikter for bransjen være et viktig utgangspunkt for å øke relevansen av analysene. Kort fortalt endrer sportsbransjen seg i takt med kundens forbruksvaner, endringer i verdikjeden, konkurranseforhold, lengden på årstidene og teknologi. Nå vil noen av de mest relevante utviklingstrekkene som sportsbransjen står overfor trekkes frem.

Leverandørene får mer makt

En pågående diskusjon i sportsbransjen er om leverandørene til sportskjedene over tid har fått mer makt ovenfor sportskjedene. En leverandør vil typisk være virksomheten (for eksempel Norrøna, Nike, Puma osv.) som selger produktene sine til detaljisten (sportskjeder som XXL og Intersport), som videre selger til kunden. Leverandører har gjerne større kolleksjoner som promotes gjennom egne nettbutikker eller fysiske butikker. Sportskjedene plukker kun ut et utvalg av leverandørenes produktportefølje. Leverandørene ser helst at hele produktporteføljen blir solgt, noe som gjør at leverandørene finner andre måter å selge produktene sine på. Et scenario som kjedeleder i Stadion AS, Gisle J. Daviknes, tegner er at leverandørene kan bli konkurrenter til kjedene selv, noe som for sportskjedene ikke er ønskelig (SPORT Juni, 2018). Samtidig besitter sportskjedene stor makt ved at de tradisjonelt har vært den beste kanalen for leverandørene å selge produktene sine i, enten det er i butikk eller på nett. Dette støttes av tidligere administrerende direktør i XXL, Fredrik Steenbuch, som forteller at flertallet av kundene søker handlestedet fremfor merkevaren til produktet (SPORT Juni, 2018). Likevel bør sportsbransjen være oppmerksom på utviklingen som skjer innen netthandelen, hvor leverandørene lettere kan selge produktene sine til kunden, noe som potensielt kan redusere omsetningen til sportskjedene. For påminnelsens skyld blir leverandørene i denne oppgaven behandlet som substitutter, ettersom leverandørene ikke tilbyr et like bredt produktsortiment som fullsortimentssportskjedene.

Handelsteknologi

Videre vil handelsteknologi påvirke sportsbransjen fremover. Ifølge forsker Dag Slettebakk ved forskningsinstituttet SIFO og Oslo Met blir varehandelen mer digitalisert, noe som bidrar til at flere aktører kan starte å konkurrere i sportsbransjen (SPORT Januar, 2018). Digitaliseringen gjør at selskaper som tradisjonelt ikke har drevet med salg av sportsartikler kan gjøre dette gjennom forretningsmodeller bygget på bedre distribusjons- og logistikk-løsninger, og som utnytter kundeinformasjon bedre. Selskaper som kun opererer på internett, omtalt som "pure players", regnes som motsetningen til fysiske utsalgssteder. Kjente selskaper som betegnes som pure players er Amazon, Alibaba og Zalando. Disse selskapene er ledende innen handelsteknologi, og ifølge beregningene gjort av SPORT og Norsk Sportsbransjeforening sto pure players for 56 prosent av den totale omsetningen av sportsartikler på nett i 2016. De tradisjonelle sportskjedene utgjorde 32 prosent (SPORT Januar, 2018). Dette tallet viser at sportskjedene ikke dominerer netthandelskanalen. Figur 2-18 viser hvordan netthandlingsomsetningen av sportsartikler er fordelt mellom «pure players», sportskjedene og «direct to customer».



Figur 2-18 Egenkomponert andel omsetning på nett i Norge 2016 (SPORT Januar, 2018)

Omsetningsfordelingen, sett i sammenheng med den kraftige veksten innen netthandel, understreker hvor viktig det er å ha en god plattform for netthandel. Ifølge administrerende direktør i Norsk Sportsbransjeforening, Trond E. Hansen, burde sportskjeder som i øyeblikket har en dårlig netthandelsløsning skaffe seg dette raskest mulig, ettersom netthandel er ventet å

bli en enda større konkurranseplattform fremover (SPORT Juni, 2018). Senest i 2017 hadde eksempelvis Gresvigkonsernet store problemer med sin netthandelsplattform over en lengre periode, noe som gjorde at de mistet både kunder og omsetning for sine G-Sport og G-Max butikker (Solem, Dagens Næringsliv, 2018b). Dette ble pekt på som en av flere årsaker til hvorfor XXL tok over markedslederposisjonen til Gresvig i 2017. Pål H. Rasmussen, administrerende direktør i Gresvigkonsernet, poengterte selv i Dagens Næringsliv at en dårlig plattform for netthandel er problematisk, sett i lys av hvordan sportsbransjen og varehandelen har utviklet seg.

Nye forretningsmodeller i sportsbransjen

Aktører med nye forretningsmodeller har vist seg å utfordre den tradisjonelle forretningsmodellen til de store sportskjedene. Sportskjedene sin forretningsmodell har tradisjonelt vært at kundene handler i en fysisk butikk, hvor sportsbutikken kjøper produktene sine fra grossist, leverandør eller produserer varene selv. Ettersom netthandelen vokser raskt blir bransjen tvunget til å revurdere sine eksisterende forretningsmodeller opp mot endrede kundebehov. Netthandelen bidrar til lavere transaksjonskostnader gjennom at søkekostnader, forhandlingskostnader og gjendrivningskostnader reduseres (Gramstad, Helland, & Saebi, 2017). Dette er en av årsakene til hvorfor Amazon og andre plattformsselskaper utfordrer de tradisjonelle sportskjedene, ettersom de kan konkurrere på pris og tilby kunden en god kundereise (kjøpsopplevelse). Derfor forventes det at de eksisterende forretningsmodellene i varehandelen blir utfordret, noe som også er en tydelig trend i sportsbransjen.

Omsetningen for netthandel i sportsbransjen vokser med tosifrede tall, hvilket ikke er tilfellet for de fysiske sportsbutikkene (Virke, 2018). Professor Tor W. Andreassen ved Norges Handelshøyskole trekker frem at utviklingen i varehandelen generelt, noe som er gjeldende for sportsbransjen også, er at bransjen i øyeblikket står i konkurranse mot rene nettbutikker. Selv om netthandel per 2017 utgjør kun 9 prosent av totale omsetning i sportsbransjen, er sportskjedene nødt til å befeste posisjonen sin innenfor netthandelen (SPORT Juni, 2018). På sikt kan de rene nettaktørene selv åpne egne fysiske butikker, noe som vil tilspisse konkurransen enda mer. Eksempelvis har Amazon lansert Amazon GO, som er fysiske dagligvarebutikker uten betjening, noe som på sikt vil kunne konkurrere med dagligvarebransjen. På kort sikt vil nok et slikt konsept ikke utfordre sportsbransjen, men trusselen fra en stor internasjonal aktør som raskt øker sin netthandelsomsetning innenfor sportssegmentene kan sees på som en trussel.

Fysiske butikker vil likevel utgjøre en viktig konkurranseplattform fremover, men selv her kommer aktører med nye forretningsmodeller opp som utfordrere i sportsbransjen. Sport Outlet i Norge er et godt eksempel. Konseptet deres er å kjøpe inn billige varepartier fra sine leverandører, som kan være sportskjedene eller utstyrproducenter. Disse selger Sport Outlet til sine kunder for en lav pris. Produktene som selges er ofte mindre kjente merkevarer, eller tidligere årsmodeller. Selv om Sport Outlet ikke er en fullsortiments sportskjede har omsetningsveksten vært enorm (Virke, 2018). I 2013 var omsetningen på rundt NOK 54,5 millioner og i 2017 var den 707 millioner NOK, hvilket tilsvarer en CAGR på 89,8 prosent for perioden. Selv med et lavpriskonsept har de en helt annen tilnærming til vareflyt sammenlignet med hva som er vanlig i bransjen (Sport Outlet, 2018). Sport Outlet illustrerer dermed noe av den spennende utviklingen som skjer i norsk sportsbransje, men som for de etablerte aktørene anses som en trussel.

Både Sport Outlet og Amazon utfordrer dermed den typiske verdikjeden til de tradisjonelle sportskjedene. Verdikjeden til de tradisjonelle sportskjedene består av leverandør, detaljisten og sluttbrukeren. Sport Outlet sitt konsept gir større fleksibilitet ved innkjøp. De kan i større grad velge de produktene som gir høyere marginer, noe som har gjort dem konkurransedyktige. (Solem, Dagens Næringsliv, 2018a)

Bærekraft i sportsbransjen

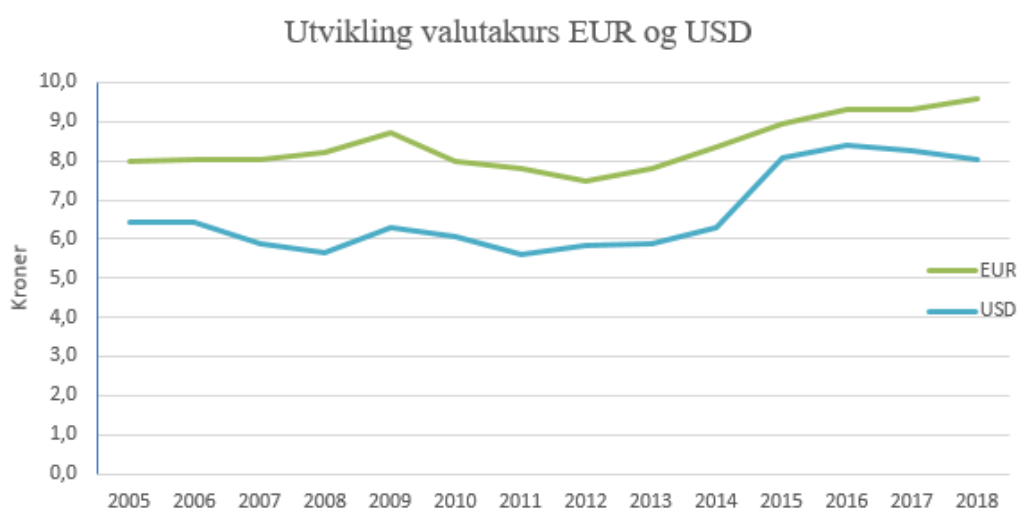
Bærekraft er et utviklingstrekk som vil prege sportsbransjen fremover. *Bærekraftig utvikling* defineres som en utvikling som tilfredsstillende dagens behov uten å ødelegge fremtidige generasjoners muligheter til å tilfredsstille sine behov (FN, 2008). Bakgrunnen for hvorfor bærekraft nevnes i oppgaven er at sportskjedene vier mer oppmerksomhet til dette området enn tidligere, som følge av mer bevisste forbrukere. Å ta samfunnsansvar kan være et konkurransefortrinn i kampen om kunden, noe som analyseres i VRIO-analysen i kapittel 4.3. I den norske sportsbransjen har det skjedd konkrete tiltak, der eksempelvis Initiativ for Etisk Handel (IEH) høsten 2017 opprettet et bransjeforum for sportsbransjen, hvor medlemmene kan møtes for å diskutere utfordringer innen klima, HMS, bærekraft og etisk handel (SPORT Juni, 2018).

2.6 Makroforhold i Sportsbransjen

Makroforhold kan påvirke sportsbransjen i positiv og negativ retning, avhengig av hvilke makroforhold som gjør seg gjeldende. På overordnet nivå er det flere makrofaktorer som påvirker lønnsomheten i sportsbransjen. Disse presenteres her før flere av de samme elementene vil analyseres nærmere i PESTEL-analysen under den eksterne bransjeorienterte analysen i kapittel 4.1.

Valuta

Valutasvingninger påvirker sportskjedene ved at sportskjedene er nødt til å betale mer eller mindre for produktene de kjøper fra leverandørene sine. Dette skyldes at sportskjedenes leverandører får innkjøpskostnader som kan øke eller synke avhengig av endringer i valutakursen. Leverandørens innkjøpskostnader er nødt til å dekkes inn, og vil påvirke prisen de setter til sportskjeden (SPORT Mars, 2015). Mange leverandører handler med sine underleverandører i dollar. Dersom kronekursen svekkes (dollaren styrkes), vil leverandørene være nødt til å betale mer for varene. Dette vil så føre til økte priser når leverandøren selger disse videre til sportskjedene, siden leverandørene er nødt til å sikre sine marginer. Dermed vil økte innkjøpskostnader for leverandøren øke prisen på produktet videre inn i verdikjeden. På en annen side vil eksempelvis svekket kronekurs gjøre at flere kroner legges igjen i norske fremfor utenlandske sportsbutikker. For å få mer forutsigbarhet har flere av sportskjedene og leverandørene sikret seg mot valutasvingninger (SPORT Mars, 2015).



Figur 2-19 egenkomponert oversikt over valutautvikling EUR og USD

Tilsvarende vil en styrket kronekurs føre til lavere priser på sportsutstyr som følge av at detaljistene kan kjøpe inn produktene fra leverandørene til en lavere pris, dersom deres innkjøpskostnader reduseres med valutautviklingen. Ifølge intervjuer gjort med en rekke ledere i ulike sportskjeder ble det eksempelvis i 2015 forventet lavere marginer som følge av svekket kronekurs, og dermed høyere innkjøpspriser (SPORT Mars, 2015). I figur 2-19 ser vi at spesielt dollaren styrket seg mellom 2014 og 2015. Dette førte til at sportskjedene på sin side var nødt til å redusere kostnadene sine andre steder i verdikjeden for å tåle økningen i innkjøpskostnadene (SPORT Mars, 2015).

Toll og moms

Ifølge Virke (2018) er dagens 350 kroners grense for avgiftsfri netthandel en stor ulempe for norsk varehandel. Dette gjelder også for sportsbransjen hvor konkurransen fra utenlandske aktører på nett øker. Regelen er konkurransevridende i negativ forstand for norske sportskjeder i konkurranse mot utenlandske aktører. Avgiftsfritaket er upopulært blant aktørene i sportsbransjen, og det rammer sportsbransjen spesielt hardt ettersom produktene i denne prisklassen omfatter de produktene sportskjedene har høyest marginer på. Olav Nils Sunde, eier i Gresvigkonsernet, forteller at det ikke er de dyre produktene, slik som sykler eller ski, butikken tjener mest på, men varer under 400 kroner (Dahl, Sportsbransjen, 2017). I tillegg er det varer i denne prisklassen sportskjeden selger mest av.

Økte produksjonskostnader i utlandet

Videre produserer mange av leverandørene til sportskjedene produktene sine i lavkostland, slik som Kina. Kina på sin side har opplevd betydelig økonomisk vekst, noe som fører til at arbeidskraft også blir dyrere. Økte lønninger til ansatte på fabrikker i produksjonsland vil føre til økte kostnader for leverandørene. Leverandørene, som allerede operer med lave marginer, kan dermed oppleve at marginen skvises ytterligere, noe som gjør dem nødt til å selge produktene dyrere til for eksempel sportskjedene eller andre detaljister. Stormberg uttalte i 2017 at produksjonskostnadene deres hadde økt som følge av lønnsveksten hos arbeidere ved produksjonsanlegg i Kina (Hegnar, 2017).

Utvikling realinntekt

Husholdningenes disponible realinntekt vil kunne påvirke lønnsomheten i sportsbransjen, ettersom den forteller noe om hvilken inntekt husholdningene sitter igjen med etter skatt. Dette er inntekt som blant annet kan brukes på sportsutstyr. Dersom realinntekten reduseres fra ett år

til et annet, betyr det at husholdningene får mindre penger å bruke. I 2016 falt realinntekten til husholdningene med 1,7 prosent (SSB, 2018). Derimot økte omsetningen i sportsbransjen med 7,1 prosent i 2016 sammenlignet med året før. Dette er et argument for at sportsbransjen er lite avhengig av realinntekten. Andre økonomiske forhold utdypes nærmere i PESTEL-analysen i kapittel 4.1.

2.7 Komparative selskaper

I dette kapittelet presenteres de selskapene som anses å være komparative til XXL. Disse selskapene vil være sentrale i analysen av XXL senere i denne masterutredningen. Valg av komparative selskaper baserer seg hovedsakelig på størrelse, og om virksomheten driver innenfor samme segmenter som XXL. Her er det ikke satt et krav om at de komparative selskapene må være børsnoterte, slik som XXL. Det er valgt ut fire komparative selskaper, som alle er sportskjeder med virksomhet i Norden og Europa. Disse vil nå presenteres før det redegjøres for hvordan XXL skiller seg fra konkurrentene i 2.9. Selskaper som er unoterte bruker ofte et annet regnskapsspråk enn IFRS, som XXL benytter. Dette kan skape utfordringer i fremtidig sammenligning.

Gresvig AS

Gresvig AS ble opprettet i 1901 av den norske syklisten Aksel Gresvig. I dag eier og driver Gresvigkonsernet sportskjedene G-Sport, G-Max og Intersport, som samlet utgjør 218 butikker i Norge. Administrasjonen for selskapet ligger på Helsefyr i Oslo. Totalt er 3500 ansatt, og selskapet hadde en omsetning på 4,0 milliarder kroner i 2017 (Gresvig, 2017). I september 2017 varslet administrerende direktør Pål Rasmussen at 40 av G-Sport butikkene blir omprofilert til Intersport butikker. Bakgrunnen for omprofileringen er at dette tillater butikker med sterk lokal forankring til å spisse butikkene sine i større grad (Sportsbransjen, 2017). Alle de tre sportskjedene har egne nettbutikker, og forretningsstrukturen er både franchisedrevet og egeneide, slik at i noen tilfeller eies sportsbutikken av en kjøpmann. Gresvig har sitt sentrallager i Askim som supplerer de ulike G-Sport, G-Max og Intersportbutikkene med produkter nasjonalt. Gresvig er et fullsortiments sportskjedekonsept som tilbyr produkter i alle segmentene. Verken Gresvig AS eller de underliggende sportskjedene er børsnotert, noe som gjør arbeidet med å finne regnskapstall mer utfordrende. Slik som nevnt innledningsvis hadde Gresvigkonsernet en markedsandel på rundt 30 prosent i 2017. Bakgrunnen for at Intersport

ikke inkluderes skyldes at det er kun G-max og G-sport som er relevant i senere regnskapsanalyse.

	Driftsinnteker(MNOK)	EBITDA-margin	EK-andel	Antall butikker
	2 675	3,2 %	11,1 %	104 (egeneide)

Tabell 2-1 Oversikt over G-sport og G-max sine nøkkeltall

JD sports

JD sports ble grunnlagt i 1981. Sportskjeden har hatt en enorm vekst siden 1981, og har i dag 2400 butikker på verdensbasis. De har både kjente og egne merkevarer. Kjeden har ekspandert til Europa og Asia, i tillegg til nyoppstartete butikker i USA. Kjeden selger mest sportsklær og treningssko, men andre sportsartikler dekkes gjennom JD Sports og datterselskaper. JD sports økte sin omsetning med 32 prosent fra 2016 til 2017 til 3,7 milliarder pund. 65 prosent av omsetningen kommer fra Storbritannia, 35 prosent fra Europa og 5 prosent fra resten av verden. De har 32 000 ansatte. Kjeden har også mange datterselskaper, og vil derfor være representert i mange forretningsområder.

Stadium AB

Stadium AB ble grunnlagt av Brødrene Ulf og Bo Eklöf i 1974. I 2017 hadde stadium 170 butikker, og 4,2 milliarder SEK i omsetning, noe som tilsvarte en markedsandel på 26 prosent i den svenske sportsbransjen (Sportsfack April, 2018). De er et fullintegret selskap der kjøpmennene for de ulike butikkene er ansatt av konsernet, tilsvarende forretningsstrukturen til XXL. De er også en fullsortimentskjede, men som Intersport AB og Gresvig er de heller ikke børsnoterte. I 2000 startet Stadium AB virksomhet i København, som var første gang de ekspanderte utenfor Sverige. Året etter entret de det finske markedet, hvor de i 2002 gjennomførte et oppkjøp av blant annet Ikano, eid av Kamprad-familien (IKEA). I 2014 åpnet de sin første butikk i Tyskland. Stadium AB er den største sportskjeden i Sverige (Stadium, 2018).

	Driftsinnteker(MNOK)	EBITDA-margin	EK-andel	Antall butikker
	5 049	3,36 %	47,5 %	170

Tabell 2-2 Oversikt over Stadium sine nøkkeltall

Sports Direct

Sports Direct ble grunnlagt i 1982 av Mike Ashley. Sports Direct har blitt en av Storbritannias største sportskjeder, og er et fullsortimentskonsept, slik som de ovennevnte selskapene. Frem til i dag har Sports Direct foretatt mange oppkjøp av selskaper som en del av ekspansjonsstrategien i utlandet. Sports Direct ble børsnotert på London Stock Exchange i 2007, og ble i 2009 Storbritannias største sportskjede målt etter omsetning. Totalt har de 700 sportsbutikker i Storbritannia, Europa og Asia. 65 prosent av omsetningen genereres i Storbritannia, og 19 prosent i Europa forøvrig. Resten av omsetningen kommer fra andre deler av verden. Butikkene deres finnes i 19 land. Mellom 29. April 2017 og 29. April 2018 genererte Sports Direct-kjeden totalt 3,3 milliarder pund i omsetning (omtrent 36,23 milliarder NOK til en kurs på 10,98 NOK) og hadde 29 000 ansatte. Sports Direct driver fire strategiske forretningsområder kalt *UK Sports Retail*, *International Sports Retail*, *Brands* and *Premium Lifestyle*. Ved en slik strategi treffer de flest mulig kunder (Sports Direct, 2018). Dette innebærer at Sports Direct har tydeligere strategi enn Intersport AB, Gresvig, Stadium AB og XXL innen luksus og high-end segmentet gjennom deres Premium Lifestyle-segment.

	Driftsinnteker(MNOK)	EBITDA-margin	EK-andel	Antall butikker
	36 893	6,46 %	42,6 %	700

Tabell 2-3 Oversikt over Sports Direct sine nøkkeltall

2.8 Hvordan skiller XXL seg fra andre i sportsbransjen?

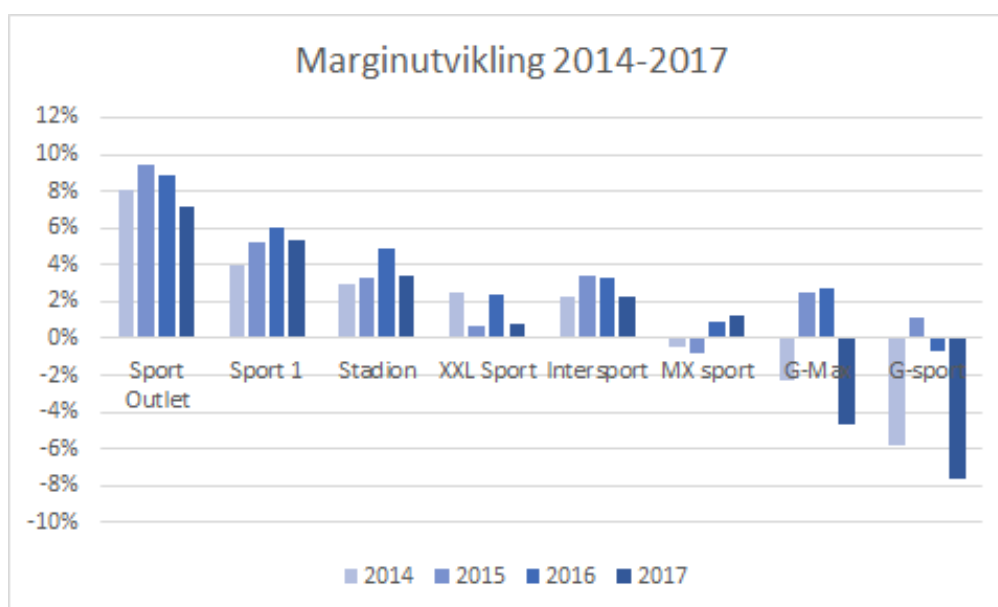
De kommende avsnittene søker å forklare hvordan XXL skiller seg ut fra de andre konkurrentene i sportsbransjen. Her vil fokuset kun være på aktørene i den norske sportsbransjen. Denne presentasjonen vil danne grunnlaget for den senere interne ressursbaserte analysen i 4.2. Først sammenlignes sportskjedenes marginutvikling, deretter identifiseres totalt tre arenaer hvor XXL skiller seg fra sine konkurrenter. Disse tre arenaene kan være med å forklare noe av hvorfor XXL sin marginutvikling er ulik de andre sportskjedene.

Marginutvikling

I figur 2-20 vises marginutviklingen til sportskjedene i perioden 2014 til 2017. Marginen er

regnet ut ved følgende formel: $Margin = \frac{Driftsresultat}{Sum\ Salgsinntekter} \times 100$

Dette nøkkeltallet viser hvor mye resultat sportskjedene sitter igjen med av driftsinntektene, også kalt margin. Dersom marginen er 10 prosent, betyr det at sportskjeden sitter igjen med 10 kroner i driftsresultat per 100 kr i salgssinntekter. I 2017 hadde Sport Outlet de høyeste marginene, og G-Sport de laveste med $-7,6$ prosent margin, hvilket innebærer at for hver 100 kroner generert i driftsinntekter tapte G-Sport nærmere 8 kroner. Utenom Sport Outlet bærer sportsbransjen preg av lave marginer. Derfor kreves det store salgssinntekter for å sitte igjen med et høyest mulig overskudd. XXL, G-Max og G-Sport opererer med lave marginer, hvilket kan forklares av den harde konkurransen mellom sportskjedene, hvor prisene og marginene presses ned. Konkurransen i sportsbransjen utdypes nærmere i Porteranalysen i kapittel 4.2. XXL skiller seg fra de største konkurrentene ved at de relativt sett har bedre margin, noe som innebærer at de tjener penger på driften, men det klarte ikke G-Max og G-Sport i 2017.



Figur 2-20 Egenkomponert marginutvikling i sportsbransjen (Virke, 2018)

Forretningsstrukturer

I sportsbransjen er det primært to ulike forretningsstrukturer. Den vanligste forretningsstrukturen er franchise, hvor kjøpmannen både styrer og eier butikken, mens sportskjeden eier merkevaren, og kan utarbeide retningslinjer for franchisen (XXL ASA, 2018a). Typiske eksempler i Norge er G-Sport, Intersport og Sport 1. Selskapene som har franchisestruktur har til en viss grad også enkelte butikker som drives av sportskjeden. Her skiller XXL seg fra konkurrentenes kjedestruktur, ved å ha en verdikjedestyrte forretningsstruktur. I XXL er kjøpmannen for hvert varehus ansatt av konsernet, og er derfor

ikke eier av varehuset personlig. Denne type organisering gir fordeler ved at XXL får en mer integrert verdikjede, hvor planlegging av logistikk og distribusjon skjer på et overordnet og koordinert nivå over hele varehusnettverket (XXL ASA, 2018a).

Integrert verdikjede

Ettersom XXLs varehus eies av konsernet betyr det at verdikjeden for de ulike varehusene følger like retningslinjer. Konsernet har alltid kontroll over alle leddene i verdikjeden, og det gir økt fleksibilitet dersom det er behov for samstemte operasjonelle endringer ved hvert varehus. Konsekvensen av en fullintegrert verdikjede er at eksempelvis logistikk og distribusjonsleddet optimaliseres, ved at innkjøp av produkter og leveringer samkjøres på tvers av varehusene (XXL ASA, 2018a). Videre vil markedsføring, salg og serviceleddet i verdikjeden både utføres på nasjonalt nivå hvor konsernet utfører aktivitetene, samtidig som disse utføres i mindre utstrekning ved de ulike varehusene. Sentraliseringen av disse aktivitetene gir samlet sett lavere kostnader når kampanjer lanseres og XXL promoterer i ulike markedsføringskanaler som TV og på nett (XXL ASA, 2018a). Her skiller XXL seg fra flere av konkurrentene sine i Norge, ettersom mange av kjedene ikke har like høy grad av fleksibilitet og kontroll over verdikjeden.

Store butikker og varehusnettverk

XXL skiller seg ut fra konkurrentene sine ved at de har varehus som er betydelig større i areal. Et gjennomsnittlig XXL varehus er 3900m², og i Norge er det kun G-Max som har tilsvarende størrelse på varehus. Valg av lokasjon for varehus avhenger hovedsakelig av om det er nok kunder i området, og om det er fire tydelige definerte årstider. Disse prinsippene gjelder for alle land hvor XXL har virksomhet. Naturligvis tas det hensyn til lokasjon av egne varehus, slik at det ikke forekommer ustrakt kannibalisering ved bygging av nye varehus. Behovet for mange butikker er ikke like stort for XXL, siden størrelsen og lokasjon av store varehus favner store kundemasser. Gresvigkonsernet og Sport 1 har flere butikker i distriktene, ettersom forretningsstrategien har et større fokus på å være tilstede i distriktene. Andre eksempler på dette er blant annet Sport 1 med nesten 200 butikker, hvor de i større utstrekning finnes i sentrumskjernen eller i lokale tettsteder (Sport 1, 2018).

Omnikanaler

Omnikanalkonseptet går ut på å være tilstede i flere kanaler samtidig. Dette fører til økt salg og en bedre kundeopplevelse. Her skiller XXL seg ut fra konkurrentene i sportsbransjen med en

velutviklet omnikanalstrategi. Bakgrunnen for hvorfor sportskjedene ønsker å etablere seg i flere kanaler handler først og fremst om å få flere kunder til å handle i nettbutikken og den fysiske butikken. I februar 2018 ble ti av XXLs varehus brukt for å teste ut en ny omnikanalsatsing. Testen gikk ut på at fysiske lagre (varehus) og nettlagre (sentrallagrene ved Örebro og Gardemoen) i større grad skal smelte sammen, slik at når en bestilling legges inn over nett kan produktene også bli sendt fra varehusene, og ikke kun sentrallagrene (Skomakerstuen, 2018). Sentrallagrene har ikke alltid produktene kundene bestiller over nett på lager, og målet er at andre varehus som har varen på lager kan selge denne videre til kunden. Dette krever et system som gjør at de fysiske butikkene og sentrallagrene kommuniserer bedre med hverandre. Satsingen for å bli en godt etablert aktør i omnikanalen er noe som skiller XXL fra konkurrentene, og blir trukket frem som en styrke ved XXLs strategi (XXL ASA, 2018a). Det å være tilstede i mange kanaler øker effekten av markedsføringen deres, samt muligheten for både kryss-salg og oppsalg. Denne tilstedeværelsen bygger også opp XXL varemerket.

2.9 Oppsummering

I kapittel 2 har sportsbransjen og XXL blitt presentert. Fokuset har spesielt vært på den norske sportsbransjen, men makroforhold som påvirker bransjen har også blitt studert. Makroforholdene som påvirker lønnsomheten i sportsbransjen vil analyseres nærmere ved hjelp av PESTEL-rammeverket i kapittel 4.1. Deretter ble komparative selskaper presentert, før hovedforskjellene mellom XXL og konkurrentene i Norge ble redegjort for. Disse forskjellene vil analyseres i større utstrekning under den interne ressursbaserte analysen i kapittel 4.3, hvor målet er å se om XXL besitter ressurser som kan skape varige konkurransefordeler. Funnene fra kapittelet viser at norsk sportsbransje domineres hovedsakelig av XXL, Gresvigkonsernet og Sport 1, og at det er en bransje preget av høy konkurranse og lave marginer. Teknologi spiller samtidig en større rolle, ettersom det muliggjør effektivisering av prosesser eller verdikjeden. Samtidig slår momsfriftaket på 350 kroner negativt ut for hele sportsbransjen. Kapittel 2 danner et grunnlag for resten av oppgaven. Det å forstå XXL og sportsbransjen er nødvendig for å gjennomføre en god verdivurdering.

3 Valg av verdsettelsesteknikk

I dette kapitlet vil ulike verdsettelsesteknikker presenteres. Alle verdsettelsesteknikkene kan brukes til å estimere egenkapitalverdien til XXL. Ifølge Damodaran (2012) finnes det tre generelle tilnæringer til verdsettelse: *fundamental verdsettelse*, *komparativ verdivurdering* og *opsjonsbasert verdivurdering*. Disse blir presentert i dette kapitlet. Etter at disse tre tilnærmingene er belyst, vil det i slutten av kapitlet gjøres et valg for hvilken verdsettelsesteknikk som vil benyttes i verdsettelsen av XXL. Beslutningen vil basere seg på hva verdsettelseslitteraturen anbefaler med hensyn til hvilken type selskap XXL er, og bransjen den opererer i. Det bør nevnes at makroforholdene presentert i kapittel 2, som utdypes i PESTEL-analysen i kapittel 4, kan være faktorer som indirekte eller direkte kan påvirke bedriftens rammebetingelser eller variablene brukt i en verdsettelsesprosess (Kaldestad & Møller, 2016). Derfor må metodene brukes med et fornuftig og kritisk blikk. Hovedsakelig utgjør litteraturen til Kaldestad og Møller (2016), Damodaran (2012), Palepu et al (2004) samt Knivsflå det teoretiske grunnlaget for dette kapitlet.

3.1 Fundamental verdsettelse

Ifølge Damodaran (2012) danner diskonterte kontantstrømmer grunnlaget for de ulike verdsettelsesmetodene som finnes. For å benytte seg av komparativ verdivurdering eller opsjonsbasert verdivurdering er utgangspunktet ofte en diskontert kontantstrøm.

Fundamental verdsettelse går ut på å beregne nåverdien av fremtidige kontantstrømmer, og det eksisterer to hovedmetoder, egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Ifølge Damodaran (2012) skal begge metoder gi like resultater dersom metodene brukes korrekt og konsistent. Innenfor både egen- og selskapskapitalmetoden finnes det flere egne varianter.

Fundamental verdivurdering derimot, er ifølge Knivsflå (2018, F17) en mer omfattende prosess hvor det gjennomføres en strategisk analyse etterfulgt av regnskapsanalyse, med hensikt å få innsikt i underliggende økonomiske forhold. Den strategiske analysen og regnskapsanalysen danner grunnlaget for utarbeidelse av fremtidsregnskap. Til slutt beregnes et fundamentalt verdiestimat på verdien av egenkapitalen i dag, etter egenkapital- og selskapskapitalmetoden, basert på fremtidige kontantstrømmer. Robustheten til verdiestimatet vil også testes gjennom sensitivitetsanalyser i Crystal ball.

3.1.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden går ut på å estimere verdien på egenkapitalen til et selskap gjennom å ta kontantstrømmen til egenkapitalen og diskontere denne med et passende avkastningskrav på egenkapitalen. Denne måten å verdsette egenkapitalen kalles ifølge Knivsflå (2018, F17) for *direkte metode*. Ved å ta de fremtidige kontantstrømmene til egenkapitalen er det mulig å finne et verdiestimat på egenkapitalen i dag. Innenfor egenkapitalmetoden eksisterer fire ulike metoder. Disse er: Utbyttmodellen, fri kontantstrømmmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Bruken av disse fire metodene skal gi like verdiestimater så lenge bruken av dem er konsistent (Knivsflå, 2018, F17). Dette vil gjennomføres i kapittel 11.

3.1.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden går ut på å estimere verdien av selskapet (Enterprise Value) gjennom å diskontere fremtidige kontantstrømmer til selskapet med et avkastningskrav til selskapskapitalen. Deretter finnes verdien av egenkapitalen ved å trekke verdien av selskapets netto gjeld fra selskapskapitalen. Ifølge Knivsflå (2018, F18) finnes det tre ulike mål på selskapskapital. Disse er sysselsatt kapital, netto driftskapital og total kapital. Total kapital sett i lys av moderne verdsettelseslitteratur er noe utdatert (Knivsflå, 2018, F17). Derfor vil sysselsatt kapital og netto driftskapital være mer relevant å bruke.

3.2 Komparativ verdivurdering

Innen komparativ verdivurdering er målet å verdsette selskaper med utgangspunkt i hvordan sammenlignbare selskaper er priset i markedet. Det er en motsetning til fundamental verdsettelse, hvor verdien av selskapet blir beregnet basert på neddiskonterte kontantstrømmer (Kaldestad & Møller, 2016). Komparativ verdivurdering kan gjøres ved to ulike metoder, kalt multiplikatormodellen og substansverdimodellen. Felles for begge metodene er at prisene er standardiserte, og at det finnes sammenlignbare selskaper. Multiplikatormodellen og substansverdimodellen har tydelige svakheter og styrker, avhengig av hvilken type selskap som verdsettes (Kaldestad & Møller, 2016).

3.2.1 Multiplikatormodellen

Innen komparativ verdivurdering brukes *multipler*, som typisk er et forholdstall hentet fra resultatoppstillingen til selskapene (Kaldestad & Møller, 2016). Deretter blir multiplene multiplisert med en faktor, også omtalt som *basis* (Knivsflå, 2018, F23). Multiplikatormodellen kan følges etter egenkapitalmetoden som en direkte verdsettelse av egenkapitalen, eller selskapskapitalmetoden som er en indirekte verdsettelse av egenkapitalen.

Ettersom verdien til egenkapitalen etter direkte metoder utregnes ved å multiplisere multiplikatoren med faktoren, så må faktoren være positiv og konsistent med telleren. Noen av multiplikatormodellens fordeler er at den er rask og enkel å bruke. Det skyldes at det er ofte enkelt å finne frem hvilke multipler som kan brukes som benchmarks for ulike bransjer. Noen av ulempene er at metoden kan misbrukes ved å basere seg på multipler som eksempelvis priser et selskap for høyt i forhold til hva det faktisk skulle ha vært dersom man benyttet seg av riktig multipl. En annen vanlig utfordring er mangelen på komparative selskaper (Kaldestad & Møller, 2016). Med hensyn til eksempelvis XXL kan dette være utfordrende, ettersom XXL er den eneste børsnoterte sportskjeden i Norge. Ifølge Møller (2016) er de vanligste multiplene pris/fortjeneste, EV/salg og EV/EBITDA.

3.2.2 Substansverdimodellen

Ifølge Kaldestad og Møller (2016) går substansverdimodellen ut på å verdsette selskap til markedsverdien av selskapets netto eiendeler (eiendeler fratrukket skatt). I henhold til substansverdimodellen verdsettes selskapet til hva eiendelen kan selges for i markedet. Ettersom substansverdimodellen baserer verdiestimatet av selskapet på hva eiendeler kan omsettes for, vil det være flere situasjoner hvor metoden underdriver verdien av selskapet. Dette er en ulempe ved metoden, ettersom immaterielle eiendeler som blant annet humankapital (ansatte og erfaring osv.) eller relasjonskapital (kunder og leverandører osv.) kan være vanskelig å verdsette (Kaldestad & Møller, 2016). Dermed kan substansverdimodellen være mer utfordrende å bruke i selskaper som har betydelige immaterielle verdier, som eksempelvis et teknologiselskap i form av ansatte eller patenter. Fordelen er at metoden er enklere å bruke på selskaper som operer innen eksempelvis eiendom eller shipping, hvor det eksisterer et tydelig marked for eiendelen.

3.3 Opsjonsbasert verdivurdering

Opsjonsbasert verdivurdering tar utgangspunkt i opsjonsteorien for finansielle instrumenter, hvor det er mulig å verdsette rettigheten, men ikke plikten til å kjøpe eller selge en aksje til en avtalt pris (Kaldestad & Møller, 2016). Denne logikken kan relateres til realopsjoner, og ifølge Damodaran (2012) innebærer opsjonsbasert verdivurdering å ta utgangspunkt i realopsjoner for å estimere verdien av selskapets mulighet til å investere i et prosjekt. Verdivurderingen skal ta hensyn til selskapets fleksibilitet. Selskapets fleksibilitet handler hovedsakelig om selskapets mulighet til å *ekspandere*, *utsette prosjektet* eller *stoppe prosjektet* (Kaldestad & Møller, 2016). Ettersom diskonterte kontantstrømsanalyser ikke alltid tar fullt hensyn til verdien av denne fleksibiliteten, kan fundamental verdsettelse undervurdere verdien av selskapet. Det finnes selskaper hvor virksomheten avhenger av lisenser eller patenter. Dette kan være oljeselskaper som har fått lisens og konsesjon på utvinning, eller medisin- og farmasiselskaper som har produkter under utvikling (Kaldestad & Møller, 2016). Generelt er metoden god når selskapet operer i bransjer med høy volatilitet, i motsetning til stabile tradisjonelle virksomheter.

Dermed vil opsjonsbasert verdivurdering kunne være en god verdsettelsesteknikk å bruke som et supplement, siden den tar hensyn til verdier utover hva som kan forventes å genereres av kontantstrømmer for normal drift (Kaldestad & Møller, 2016).

Beregnes verdien av egenkapitalen etter opsjonsbasert metode vil denne utregnes etter formelen i ligning 3a:

$$3a: VEK = VEK^* + \text{nåverdien av fleksibilitet}$$

Der VEK = Verdien av egenkapitalen ved opsjonsbasert verdsettelse, VEK = Verdien av egenkapitalen i dag basert på fundamental verdsettelse, Nåverdien av fleksibilitet = verdien av ulike realopsjoner selskapet er i besittelse av.*

Her brukes ulike opsjonsprisindeksmetoder for å finne verdien av egenkapitalen i dag. Et faremoment med opsjonsbasert verdivurdering er muligheten for at det oppstår en dobbelregning som følge av at i beregningen av egenkapitalen etter fundamental metode blir ofte verdien av realopsjonen hensyntatt ved å øke vekstfaktoren. Dette vil øke verdien av egenkapitalen. Dermed kan det være hensiktsmessig å ikke medregne verdien av opsjonen i vekstfaktoren, og heller regne verdien av realopsjonen separat, for å unngå dobbeltregning (Knivsflå, 2018, F24).

3.4 Valg av fundamental verdsettelse som metode

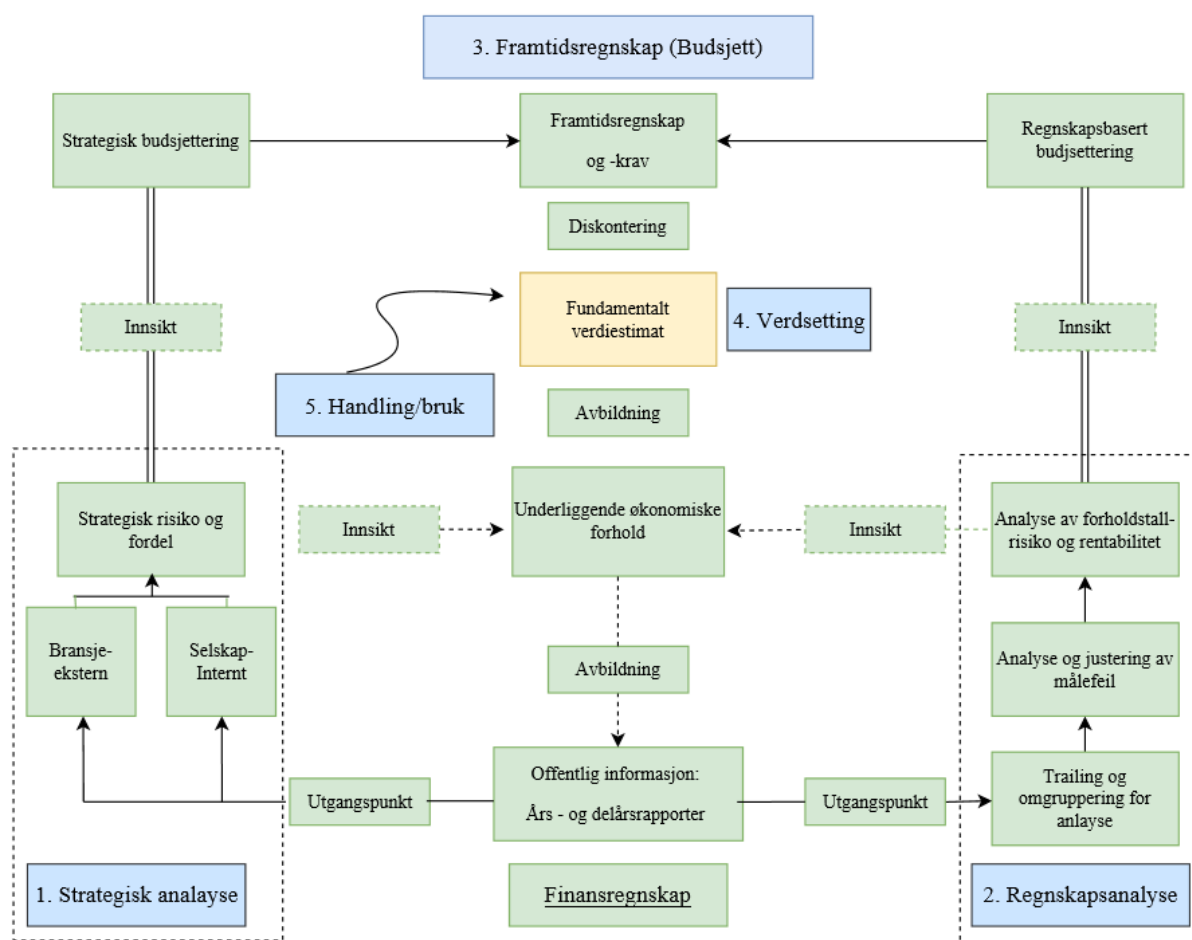
Nå som de tre generelle verdsettelsesmetodene er presentert, vil den metoden som vil være best å benytte i verdsettelsen av XXL avhenge av flere faktorer. I Kaldestad og Møller (2016) fremheves tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet som viktige faktorer. I denne oppgavens henseende ligger regnskapsinformasjonen om XXL offentlig tilgjengelig, men flere av komparative selskaper har regnskap som ikke er offentlig, noe som kan være utfordrende i verdsettelsen. På punktet om tid til disposisjon anses det ikke som et problem, og pålitelighetskravet går ut på at verdiesimatet ikke skal inneholder for stor usikkerhet.

Videre fremhever Kaldestad og Møller (2016) at valg av verdsettelsesteknikk avhenger av hvilken bransje selskapet operer i, og hvilken fase i livssyklusen det befinner seg i. Slik metodene er presentert ovenfor peker litteraturen på at substansverdimetoden er mer normal å bruke innen shipping og eiendom. Etersom XXL ikke operer i denne bransjen blir denne metoden mindre relevant. Derimot blir multiplikatormodellen relevant dersom det er mulig å lage multipler for selskapene i sportsbransjen. Dette anses som mulig med hensyn til de komparative selskapene presentert i kapittel 2. Opsjonsbasert verdivurdering passer som nevnt best i volatile bransjer, hvor patenter, teknologi og lisenser er viktig i bransjen (Kaldestad & Møller, 2016). Etersom XXL i mindre utstrekning benytter seg av patenter eller lignende, blir denne metoden mindre hensiktsmessig. Likevel kan det argumenteres for at det er mulig å finne XXLs verdi av muligheten til å kunne ekspandere virksomheten til nye land, samt muligheten til å legge ned varehus. Videre egner fundamental verdsettelse seg godt for selskaper som har vært stabile over flere år (Kaldestad & Møller, 2016).

På bakgrunn av teorien beskrevet ovenfor velges fundamental verdsettelse som hovedteknikk i verdsettelsen av XXL. Det vil derfor foretas en fundamental verdivurdering av egenkapitalen til XXL. Denne metoden vil utdypes under i 3.5, og strukturen videre i oppgaven bygger på at fundamental verdsettelse brukes som hovedteknikk. For å gjøre verdsettelsen best mulig vil komparativ verdivurdering også benyttes. Her vil multiplikatormodellen benyttes til å vurdere egenkapitalen til XXL ut ifra sammenlignbare selskaper i sportsbransjen.

3.5 Rammeverk for Fundamental verdsettelse

I denne masterutredningen vil rammeverket for fundamental verddivurdering benyttes slik som presentert i Knivsflå (2018, F1). I Palepu et al (2013) presenteres et oppsett for fundamental verdsettelse. Det er mange likheter mellom rammeverket presentert i Knivsflå (2018, F1) og Palepu et al (2013), og rammeverket består av fem steg som gjøres konsekutivt. Disse stegene er *strategisk analyse*, *regnskapsanalyse*, *framtidregnskap*, *verdsetting* og *handling*. Stegene gjennomføres i den presenterte rekkefølgen. Disse stegene bygger på hverandre, slik at arbeidet i ett steg danner et viktig utgangspunkt for det neste. Rammeverket for fundamental verddivurdering er i sin helhet presentert i Figur 3-1. Resten av dette delkapitlet vil gå til å gi en rask innføring i rammeverket, og hvordan det vil bli anvendt i denne masterutredningen.



Figur 3-1 Rammeverk for fundamental verddivurdering (Knivsflå, 2018, F1)

I steg 1 er formålet med den *strategiske analysen* å undersøke om det finnes en strategisk fordel for selskapet som verdsettes, hvilket i dette tilfellet er XXL. Her gjennomføres både en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursbasert analyse, med hensikt å avdekke om det finnes en bransjefordel og ressursfordel som sammen utgjør den strategiske fordelene (Knivsflå, 2018,

F1). Analysene er kvalitative, og hensikten er å få bedre innsikt i, og lære å forstå både bransjen og XXL.

Videre i steg 2 gjennomføres en kvantitativ regnskapsanalyse. Hensikten er å få dypere innsikt i underliggende økonomiske forhold for selskapet (Knivsflå, 2018, F1). Her vil trailing av tall for Q4 2018 gjennomføres, ettersom de tre første kvartalene for XXL i 2018 er kjent. Deretter vil regnskapstallene omgrupperes til slik at de blir mer investororienterte. Til slutt i regnskapsanalysen vil regnskapstallene justeres for målefeil, og en analyse av forholdstall, risiko og rentabilitet vil gjennomføres for XXL.

I steg 3 vil det utarbeides et fremtidsregnskap og fremtidskrav, som bygger på analysene gjort i den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Hensikten med å utarbeide et fremtidsregnskap er å predikere hvordan regnskapstallene er forventet å utvikle seg fremover, samt predikere hvordan kontantstrømmen vil se ut, noe som danner grunnlaget for neste steg i fundamental verdsettelse (Knivsflå, 2018, F1).

I fjerde steg skal verdien av egenkapitalen til XXL verdsettes. Slik som nevnt innledningsvis i kapittel 3 kan flere metoder brukes. I denne oppgaven vil neddiskonterte kontantstrømmer brukes til å finne verdien av egenkapitalen. Det finnes ulike metoder for å finne verdien av egenkapitalen, og i denne utredningen vil egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden benyttes. Alle verdsettelsesmetodene skal gi samme verdiestimat dersom bruken av dem er konsistent. For å få likt verdiestimat på egenkapitalen vil metodene konvergeres til et sammenfallende verdiestimat oppnås (Knivsflå, 2018, F1). Det vil også gjennomføres sensitivitetsanalyser og simuleringer for å ta hensyn til usikkerheten i verdiestimatet som utregnes. Helt til slutt vil det i kapittel 12 gjennomføres en komparativ verdivurdering for å supplere verdiestimatet på egenkapitalen for XXL. Dette vil være ved bruk av multipler.

Steg 5 i fundamental verdivurdering er *handling*. Her vil verdiestimatet danne grunnlaget for en kjøps- eller salgsanbefaling på XXL- aksjen for en investor (eksternt), og gi styringsinformasjon for XXL (internt). Hensikten med steg 5 er at alt arbeidet gjort i steg 1- 4 for å finne et verdiestimat på XXL faktisk kan brukes til noe formålstjenlig.

4 Strategisk analyse

Videre vil det i dette kapittelet gjennomføres en kvalitativ strategisk analyse av XXL. Hensikten er at den kan brukes til å vurdere kvaliteten på den kvantitative regnskapsanalysen i kapittel 5 (Knivsflå, 2018, F2). Dette kapittelet vil basere seg på strategilitteratur fra Porter (2008), Lien (2018) og Johnson (2017). Målet med kapittelet er å redegjøre for om XXL har en strategisk fordel, og hvor stor denne er. En strategisk fordel kan defineres som selskapets evne til å generere superrentabilitet, altså om selskapet har en rentabilitet høyere enn avkastningskravet. Strategisk fordel for et selskap kan uttrykkes ved:

$$\text{Strategisk fordel} = r - k$$

Der r er rentabilitet og k er avkastningskrav.

Videre kan strategisk fordel dekomponeres i to deler: En ekstern bransjefordel og en intern ressursfordel, hvilket kan uttrykkes på følgende måte:

$$\text{Strategisk fordel} = (r_b - k) + (r - r_b)$$

Hvor:

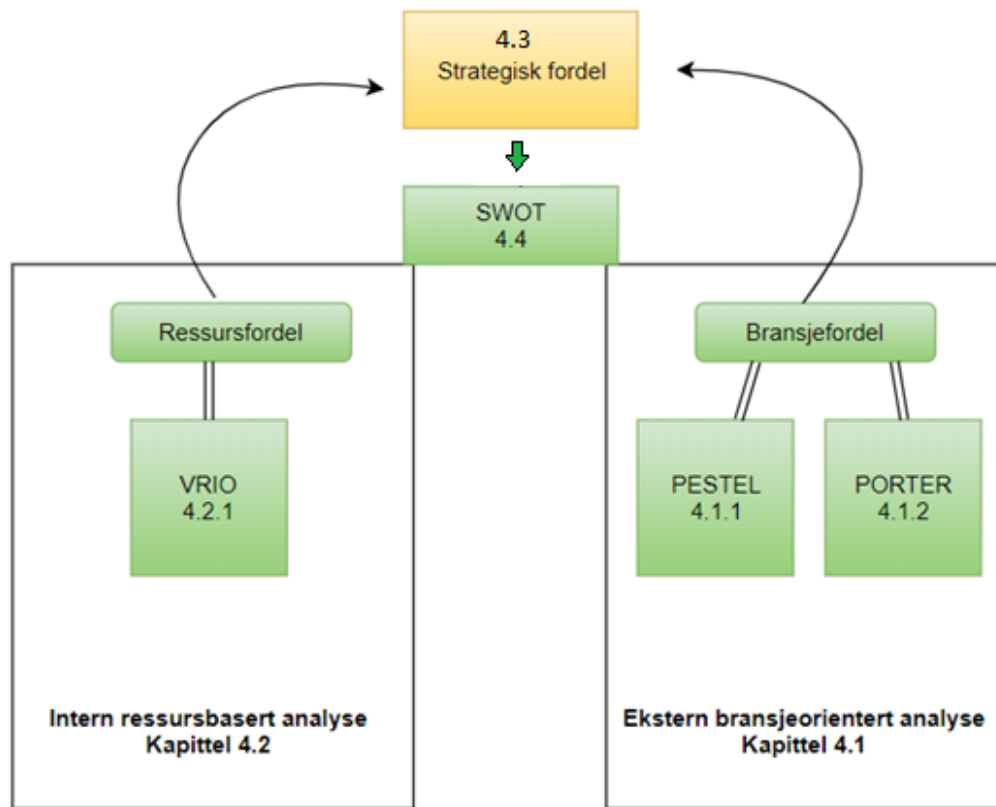
$$(r_b - k) > 0 = \text{Ekstern bransjefordel}$$

$$(r - r_b) > 0 = \text{Intern ressursfordel}$$

Ekstern bransjefordel innebærer at bransjen har en rentabilitet som er større enn avkastningskravet. Dersom det er tilfelle har bransjen en bransjefordel. Hvis bransjen har en rentabilitet mindre enn avkastningskravet har bransjen en bransjeulempe. Intern ressursfordel handler om selskapet har en større rentabilitet enn bransjen. Dersom det er tilfelle har selskapet en intern ressursfordel. Hvis ikke har selskapet en intern ressursulempe (Knivsflå, 2018, F2).

I dette kapittelet vil det derfor gjennomføres både en bransjeorientert analyse i 4.1 og en intern ressursbasert analyse i 4.2 for XXL. I den bransjeorienterte analysen (ekstern analyse) vil PESTEL og Michael Porters rammeverk benyttes. I den interne ressursbaserte analysen vil en VRIO analyse gjennomføres. Deretter brukes SWOT-rammeverket til å analysere truslene og mulighetene i omgivelsene til XXL. Til slutt i kapittel 4 vil det konkluderes hvorvidt XXL har en strategisk fordel eller ikke.

Ettersom de neste stegene i den fundamentale verdivurderingen avhenger av den strategiske analysen er det viktig med en solid strategisk analyse. Dersom det kommer frem i den strategiske analysen at XXL har en strategisk fordel, så bør det også komme frem i regnskapsanalysen.



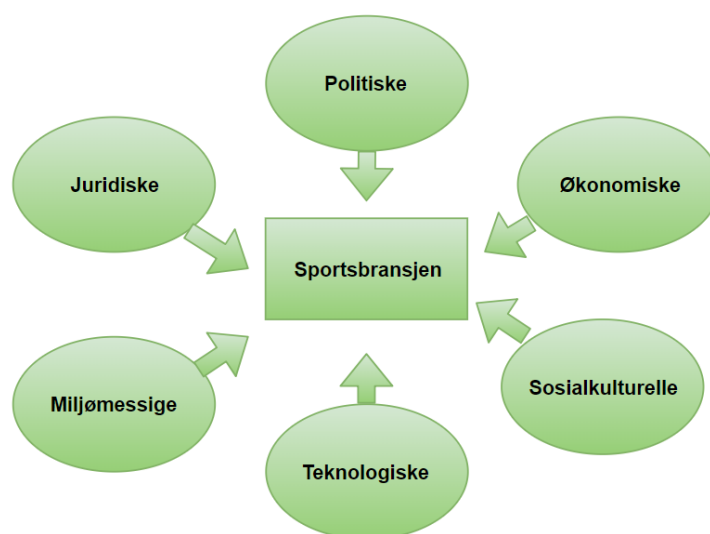
Figur 4-1 Egenkomponert rammeverk strategisk analyse. Inspirert av Knivsflå (2018; F2)

4.1 Ekstern analyse

XXL er i en bransje som påvirkes av mange faktorer. Hensikten med denne delen er å belyse eksterne faktorer som påvirker sportsbransjen. Det vil først gjennomføres en makroanalyse med utgangspunkt i PESTEL-rammeverket for å finne ut hvordan ytre elementer påvirker bransjen. Videre gjennomføres det en bransjeanalyse ved bruk av Michael Porter's femkraftsmodell. Målet er å avdekke om sportsbransjen har en bransjefordel, altså en høyere netto driftsrentabilitet enn netto driftskrav. Den eksterne analysen er med å danne grunnlaget for lønnsomhetsanalysen i kapittel 8.

4.1.1 PESTEL

Modellen skal kartlegge eksterne faktorer som knytter seg til makronivå. Formålet med modellen er å bruke den som et nøkkelverktøy for å analysere makrofaktorer som påvirker sportsbransjen. Det er seks generelle faktorer modellen tar for seg: *politisk, økonomisk, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige* og *juridiske* (Johnson mfl., 2017). Etter hver faktor vil denne rangeres på en skala for å uttrykke hvorvidt faktoren påvirker sportsbransjen i negativt eller positiv retning. Skalaen som benyttes er *veldig negativ, negativ, nøytral, positiv* og *veldig positiv*. Figur 4-2 viser de ulike faktorene som påvirker bransjen.



Figur 4-2 Egenkomponert PESTEL-rammeverk for Sportsbransjen

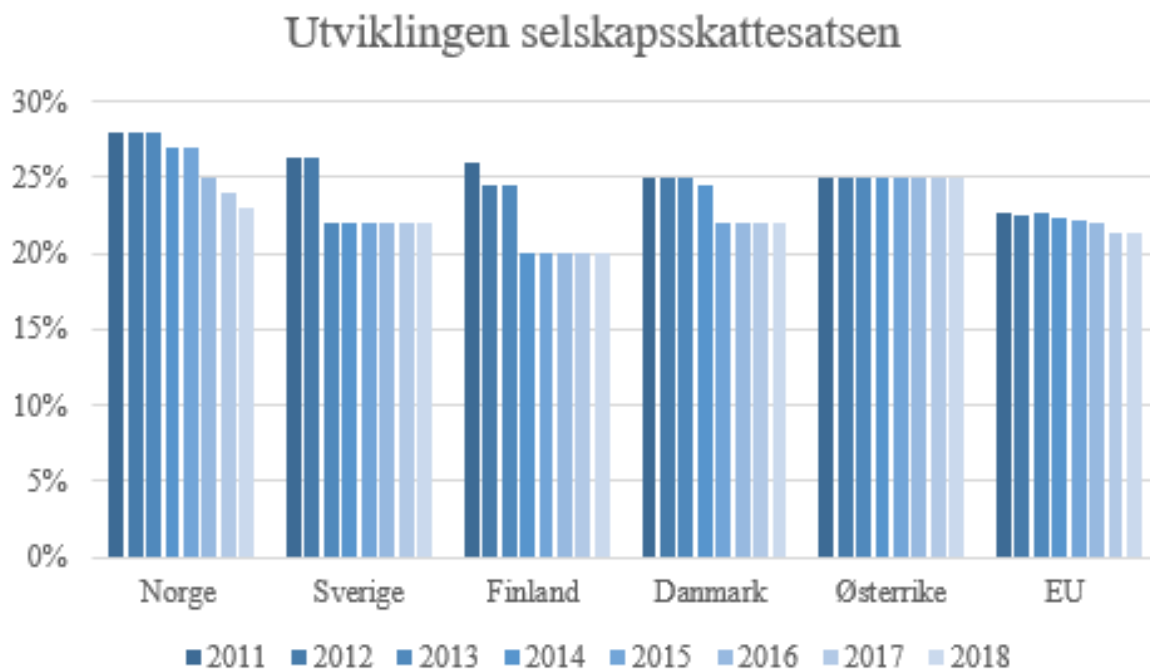
4.1.1.1 Politiske forhold

Denne faktoren handler om hvordan staten eller andre politiske organer påvirker bransjen gjennom blant annet skattepolitikk, konsesjoner, tollbarrierer, helsepolitikk og statlig reguleringer. De kan være en kunde, eier eller reguleringsansvarlig (Johnson mfl, 2017). Nordiske land har en politisk stabilitet som skaper gode rammevilkår for lønnsomheten til en bransje. Generelt for sportsbransjen er det ingen politiske barrierer for å etablere seg, noe det for eksempel er i fiskeoppdrett, der krav om konsesjon er nødvendig for å drive fiskeoppdrett (Fiskeridirektoratet, 2017).

I Norge er skattesatsen 23 prosent, men den var tidligere 28 prosent over en lengre periode. I 2013 startet en planlagt nedgang i selskapsskatten. Scheel-utvalget ble utnevnt for å utforme en skattereform i Norge for å forbedre konkurransevnen mot utenlandske aktører, og for at ressursene skulle utnyttes mer samfunnsøkonomisk effektivt (Regjeringen, 2014). Mange av

landene i Europa har endret skattereglene sine, og stadig flere land senker skattesatsene sine for å unngå skattetilpasninger som kan skape kapitalflukt. En annen ønsket effekt med lavere skattesats er å gi bedrifter økte insentiver til å investere, noe som igjen skaper flere arbeidsplasser. Ved en lavere skattesats i Norge vil det være mer lukrativt å beholde kapitalen i landet, sammenlignet med å flytte den til utlandet.

Figur 4-3 viser utviklingen i skattesatsen fra 2011 til 2018 for flere land. Norge har den høyeste skattesatsen sammenliknet med de andre landene unntatt Østerrike i 2016 til 2018. I 2018 er skattesatsen for Norge, Sverige, Finland, Danmark og Østerrike hhv 23, 22, 20, 22 og 25 prosent (KPMG, 2018). Ettersom Scheel-utvalget ønsker en skattesats ned mot 20 prosent kan Norge på sikt komme under eller være lik de nordiske landene. For EU ligger snittet på rundt 21,30 prosent. En lavere skattesats vil føre til en høyere lønnsomhet for sportsbransjen innad i de ulike landene. Sånn sett kan det argumenteres for at norsk sportsbransje har noen marginale ulemper som følge av høyere skattesats sammenlignet med andre land.



Figur 4-3: Utviklingen i selskapsskattesatsen for ulike land. Egenkomponert (KPMG, 2018)

Norge er en liten åpen økonomi som er tjent med få handelsbarrierer mellom land. Frihandel skal gi en mest mulig effektiv allokering av ressurser, og bidra til høyere verdiskapning (Ulltveit Moe, 2010). Slik som nevnt i kapittel 2 ble det i Norge innført en avgiftsfri grense på handel fra utlandet på 350 kroner inkludert frakt (ehandel, 2016). Dette betyr at privatpersoner kan kjøpe sportsartikler fra utlandet uten å betale moms eller toll i Norge, så lenge varer ikke overstiger 350 kroner. Handelsorganisasjonen Virke er sterkt uenig i innføringen, og mener den

subsidierer nettselskaper i utlandet og går utover norske arbeidsplasser. Sportsbransjen i Norge påvirkes negativt lønnsomhetsmessig, ettersom sportsbransjen er den femte største næringen som er representert i utenlandske nettbutikker (Skjerven, Sportsbransjen, 2018a). Trond Evald Hansen, administrerende direktør i norsk sportsbransjeforening, mener regelen er ødeleggende og gir utenlandske aktører konkurransefortrinn. Siden 2016 har det vært en økning på tre ganger i konsum av sportsartikler i utenlandske nettbutikker, og mye av grunnen skyldes fritaket av toll og moms (Skjerven, Sportsbransjen, 2018a). EU innførte moms på netthandel fra utlandet 1.12.2016, noe som betyr at land som Sverige, Danmark og Finland må betale toll på varer fra Norge, mens nordmenn kan handle momsfritt fra land i EU (Virke, 2016). Virke anslår at Norge i 2016 tapte 2,9 milliarder i skatte- og avgiftsinntekter på grunn av momsfritaket. I Norge viser tall fra PostNord at det ble kjøpt varer for 7,3 milliarder på nett, og prognosene er at dette tallet skal øke (PostNord, 2018). Nordmenn som handler på nett fra utenlandske aktører er negativt for norsk sportsbransje.

Det ble bestemt på stortinget at 350-kronersgrensen skal fjernes fra 2020 (Forsland, 2018). Denne nyheten kom sent i vår analyse, men det vil påvirke bransjen positivt at det blir like konkurransevilkår.

Videre viser studier i Norge at hver femte kvinne og hver fjerde mann har en kroppsmasseindeks over 30, noe som kategoriseres som fedme (Haakon E. Meyer, 2017). En rapport fra Verdens Helseorganisasjon viser at personer fra Europa lever lengre, men det trekkes frem at det er fare for mye fedme. I Europa er omtrent 60 prosent overvektige, mens i Norge er det stadig flere som utvikler fedme og diabetes. Norge ligger rundt Europa-snittet med 56,4 prosent overvektige, mens de andre nordiske landene ligger mellom 56 og 58 prosent (WHO, 2018b). Det er omtrent 245 000 personer i Norge som har diabetes, hvorav 28 000 med type 1 og 216 000 med type 2 (Folkehelseinstituttet, 2017). Diabetes type 2 utvikles blant annet av fedme, og det betyr at antallet med type 2 diabetes vil øke i fremtiden. På verdensbasis brukes totalt tolv prosent av verdens helseutgifter på diabetes (Folkehelseinstituttet, 2017). Det betyr at fedme og diabetes utgjør en stor kostnad for et land. Fedme og fysisk inaktivitet kan føre til produksjonstap og sykefravær (Myklebust, 2016). Hvert år er det omtrent 2400 som dør grunnet fedmelidelser (Garfjeld, 2018). Ettersom det er store kostnader knyttet til fedme vil offentlige tiltak som fremmer fysisk aktivitet, eksempelvis bedre sykkelstier og mer gymnastikk i skolen, være aktuelt (Helsedirektoratet, 2011). Disse tiltakene kan føre til positive effekter for sportsbransjen, ettersom det vil kreve noe sportsutstyr for å gjennomføre enkelte aktiviteter.

Konklusjon politiske faktorer

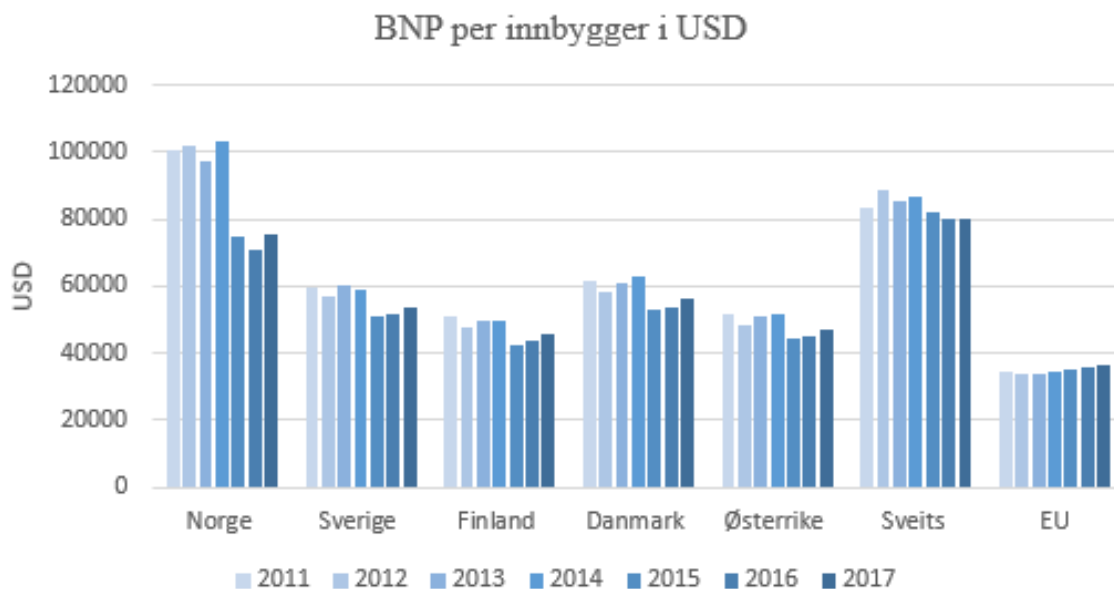
Norge og Europa har en relativt stabil politisk situasjon. Videre har skattesatsen i Norge blitt mye lavere i dag enn tilbake i 2013. Selskapsskatten i Europa nærmer seg derfor hverandre. Tollgrensen på 350 kroner avvikles fra 2020, og XXL vil derfor ha like vilkår som bransjen generelt. Statens økte fokus på fedme mener vi vil slå ut positivt på etterspørsel etter sportsutstyr. Samlet sett vil de politiske faktorene ha en *nøytral* effekt på sportsbransjen.

Faktorer	Veldig negativ	Negativ	Nøytral	Positiv	Veldig positiv
Politiske			x		

Tabell 4-1 Politiske faktorer og påvirkning på sportsbransjen

4.1.1.2 Økonomiske forhold

Økonomiske forhold knytter seg til faktorer som styringsrente, pengepolitikk, valuta og inflasjon. Disse faktorene påvirker BNP og hvordan disponibel husholdningsinntekt i et land utvikler seg (Johnson mfl., 2017). Disse økonomiske forholdene påvirker sportsbransjens lønnsomhet ettersom det påvirker konsumentenes etterspørsel.



Figur 4-4 Figur BNP per innbygger i perioden 2011-2017 (FN, 2018)

For å måle velstanden i et land er brutto nasjonalt produkt (BNP) per innbygger mye brukt. Norge ligger i Europa-toppene, kun overgått av Sveits og Luxembourg i 2017 (The World Bank, 2018). Snittet til EU er samlet sett lavere enn de nordiske landene. Det kan være naturlig å anta

at økt BNP bidrar til økt konsum av blant annet sportsutstyr. Figur 4-4 viser oversikten over utviklingen i BNP for et utvalg av land.

Norge erfarte en nedgang i BNP per innbygger fra 2014 til 2015 som følge av et stort oljeprisfall. Oljeprisfallet førte til at arbeidsledigheten økte, investeringer i oljerelatert næring falt og Norge opplevde en svakere vekst i BNP (Norges Bank, 2016). Norges Bank kommer med økonomiske rapporter om norsk økonomi ved hvert rentemøte. I inneværende år har det vært god vekst i økonomien, og sysselsettingen forventes å fortsette å stige ut 2018. Det forventes vekst i BNP for Fastlands-Norge i fremtiden, men veksten vil gradvis avta (Norges Bank, 2018b). Selv om det i Norge er igangsatt flere oljeprosjekter, og arbeidsledigheten er på vei ned, er fortsatt BNP per innbygger i 2018 på et lavere nivå enn toppåret i 2014. Dette ser ikke ut til å ha påvirket sportsbransjen i særlig grad, ettersom sportsbransjen har hatt en jevn omsetningsvekst siden 2014 frem til 2018.

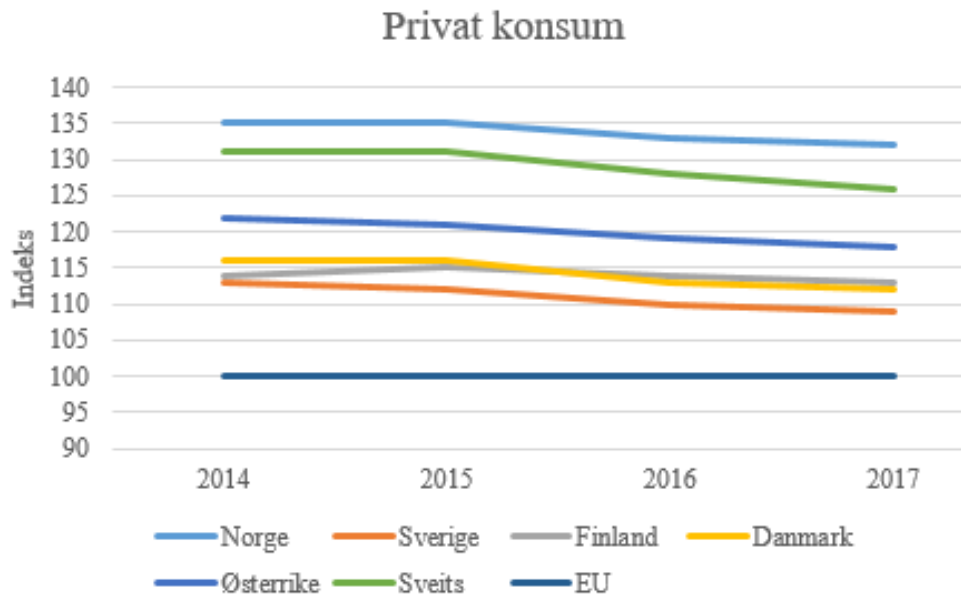
I siste kvartal i 2017 var veksten på 0,6 prosent i BNP for Fastlands-Norge, tilsvarende samme vekst for de andre kvartalene. Fra 2016 til 2017 var veksten totalt 1,8 prosent. Sportsbransjen hadde en vekst på under 1 prosent, mens XXLs omsetning vokste med 6 prosent i samme periode (Morten Dahl, 2018).

I Norge er det fastsatt et inflasjonsmål, og pengepolitikken brukes som et virkemiddel for å opprettholde en stabil inflasjon. Inflasjonsmålet skal ligge på to prosent. Poenget med et inflasjonsmål er å opprettholde høy sysselsetting og vedvarende produksjon i landet, og unngå finansielle ubalanser (Norges Bank, 2006).

Styringsrenten påvirker tre kanaler (Norges Bank, 2018a). Den første kanalen er etterspørselskanalen, som påvirker husholdningenes konsumbruk og investeringen til bedrifter. Arbeidsmarkedet blir påvirket av disse faktorene, og er et viktig moment som påvirker lønnsveksten og bedriftenes prissetting, som igjen påvirker inflasjonen.

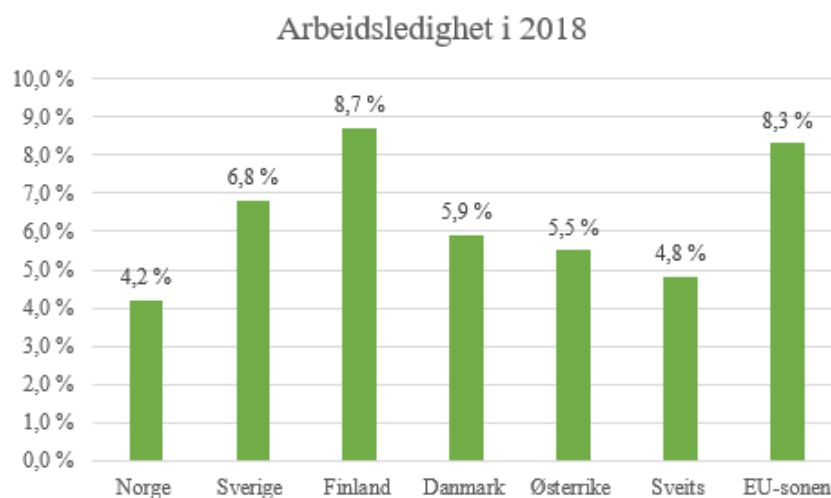
Den andre kanalen er forventningskanalen. Denne kanalen påvirker hvordan forventningene påvirker fremtidig stabilitet og prisvekst i økonomien. Ved en høyere rente vil det forventes lavere inflasjon, og dermed vil bedriftene kunne sette lavere priser.

Den siste kanalen er valutakurskanalen. Kronekursen påvirkes av hvor kapitalen internasjonalt plasseres. Rente påvirker derfor avkastningen til kapital. En økt rente vil kunne medføre til økt kapitalplassering i landet, og dermed en sterkere valuta, som igjen øker kjøpekraften mot utlandet, og gir lavere importpriser på varer sportskjedene handler fra utlandet.



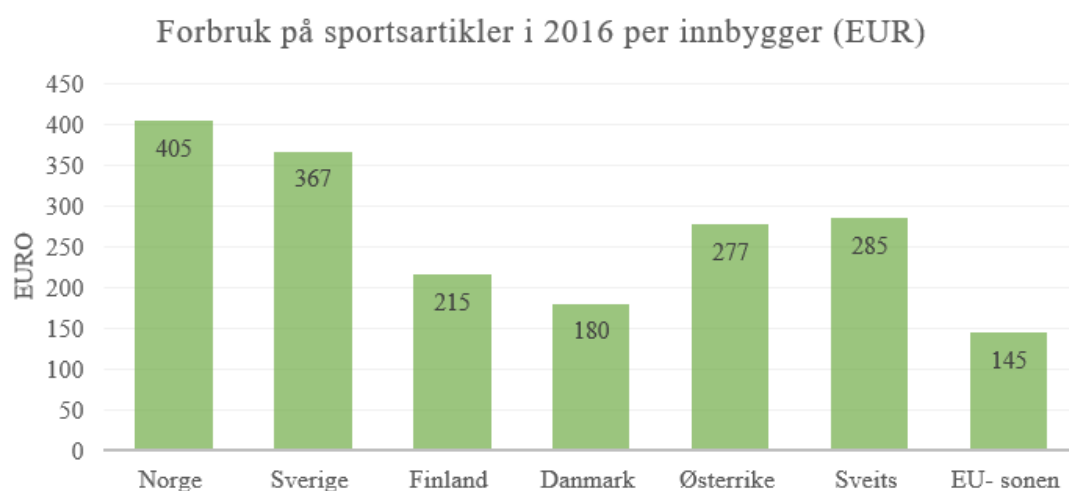
Figur 4-5 Egenkomponert oversikt over privat konsum i Europa (Eurostat, 2016)

I Norge er styringsrenten på 0,75 prosent, etter å ha blitt hevet fra 0,5 prosent. Prognosene fra Norges Bank viser at styringsrenten skal øke, og målet er 2 prosent i 2021 (Norges Bank, 2018c). Konsekvensen er at det kan bli billigere for aktører i sportsbransjen å importere varer hvis kronekursen er sterk sammenlignet med dollar eller euro, som mye av handelen gjøres i. Kronen per oktober 2018 er derimot svak, og importprisene blir relativt sett høyere for aktørene i sportsbransjen, som igjen kan føre til økte priser for forbrukeren dersom aktørene i bransjen ønsker å opprettholde marginene sine. Sportsbransjen vil også her påvirkes nøytralt, siden det er usikkert hvordan den svake kronen og en høyere styringsrenterente vil påvirke den norske økonomien, samt de ulike aktørenes evne til å tilpasse driften ved høyere kostnadsnivå.



Figur 4-6 Arbeidsledighet Europa

I figur 4-5 kommer det frem at privat konsum er 33 prosent høyere i Norge sammenlignet med EU-landene. De andre landene scorer også høyere en indeksen til EU(100), noe som betyr at det private konsumet i alle disse landene er relativt høyt. Figur 4-6 viser at arbeidsledigheten i de nordiske landene, samt Østerrike og Sveits, er lav sammenlignet med EU-sonen. Finland har fremdeles en høy arbeidsledighet, men den er gradvis på vei ned med økt industriproduksjon, hvor forventningen er at konsumet vil øke (XXL ASA, 2018a). Dette er positivt for sportsbransjen, siden et generelt høyt konsum kan føre til økt salg for aktørene i sportsbransjen.



Figur 4-7 Forbruk av sportsutstyr per innbygger. Egenkomponert. (SPORT Januar, 2018)

Oversikten over forbruk per innbygger i figur 4-7 viser at nordmenn i snitt bruker 405 euro på sportsutstyr. De andre landene har også generelt høyt forbruk, godt over Europasnittet. Dette er positivt for sportsbransjen (SPORT Januar, 2018).

Konklusjon økonomiske faktorer

De nordiske landene er preget av lav arbeidsledighet, jevn vekst i BNP og høyt privat konsum. Dette er positivt for sportsbransjen. I Europa er det også relativt stabil vekst. Samtidig vil uroen knyttet til handelskriger mellom USA og Kina påvirke bransjen eller BNP i negativ retning dersom den eskalerer. En ulik valutakurs for aktørene i sportsbransjen kan føre til enten dyrere eller billigere importvarer fra utenlandske leverandører. Det påvirker innkjøpsprisen, men nettoeffekten for aktørene i bransjen er usikre siden valuta endrer seg. På bakgrunn av dette vurderes de økonomiske faktorenes påvirkning på bransjen som *nøytral*.

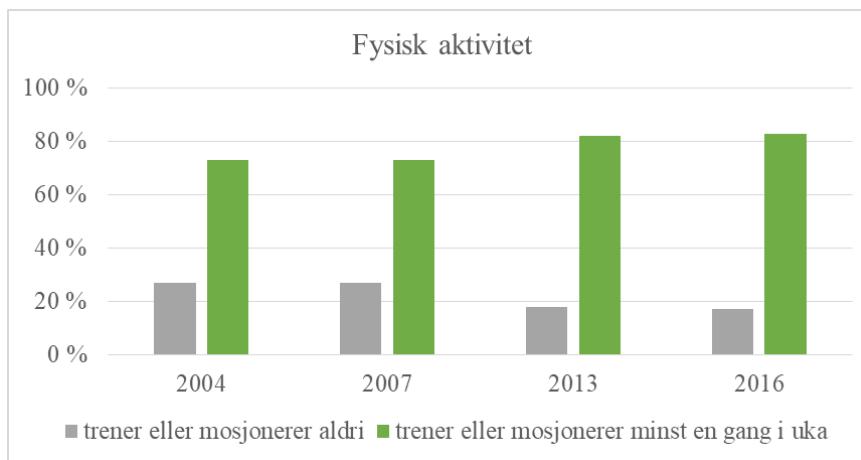
Faktorer	Veldig negativ	Negativ	Nøytral	Positiv	Veldig positiv
Økonomiske			x		

Tabell 4-2 Økonomiske faktorer og påvirkning på sportsbransjen

4.1.1.3 Sosialkulturelle faktorer

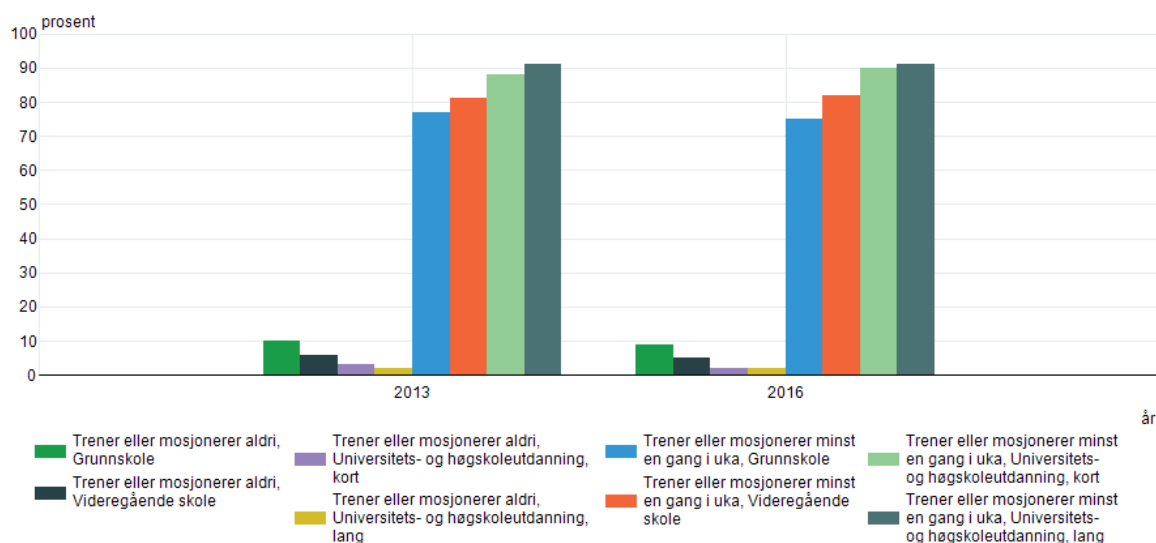
Denne delen omfatter faktorer som demografi, kultur, geografi, trender, og hvordan disse sosialkulturelle faktorene påvirker sportsbransjen. Disse er viktige faktorer å forstå ettersom de kan påvirke lønnsomheten i bransjer (Johnson mfl, 2017).

En spørreundersøkelse SSB gjennomførte i Norge knyttet til fysisk aktivitet for nordmenn i alderen 16-67 år i perioden 2004 – 2016 viser i figur 4-8 at det har vært en økning i antallet som trener minst en gang i uken. Dette er positivt for sportsbransjen fordi en økning i antall som trener kan øke salget av sportsutstyr. I 2016 var det 83 prosent som trente minst en gang i uken, mens i 2004, 2007 og 2013 henholdsvis 73, 73 og 82 prosent. Samtidig viser trenden at det også er færre som aldri trener, noe som også er bra for sportsbransjen.



Figur 4-8 Egenkomponert fysisk aktivitet blant nordmenn 16-67 (SSB, 2017)

Personer som i løpet av de siste 12 md. har deltatt på ulike treningsaktiviteter (prosent), etter trenings- og mosjonsaktivitet, utdanningsnivå, statistikkvariabel og år.



Figur 4-9 Treningsmengde og utdanning. Hentet fra SSB's statistikkbank (SSB, 2016)

Videre viser figur 4-9 en klar sammenheng mellom høyere utdanning og trening (SSB, 2016). Blant personer med høyere utdanning er det en større andel som trener minst en gang i uken. 75 prosent av personer med kun grunnskole trener minst en gang i uken, mens for personer med høyere utdanning (høyere enn fire år) utgjør denne andelen 91 prosent. Andelen som ikke trener er lavt representert blant personer med høyere utdanning, mens det er motsatt for personer med lav eller ingen utdanning.

Verdens helseorganisasjon (WHO) sin anbefaling knyttet til trening innebærer 150 minutter med moderat intensitet, eller 75 minutter med høyere intensitet, i løpet av en uke (WHO, 2018a). En undersøkelse av personer mellom 16-67 år utført av WHO viser at nordiske land har en relativt høy andel som trener sammenlignet med Eurosonen. I Sverige, Danmark og Finland er det henholdsvis 67, 72 og 60 prosent av befolkningen som er innenfor helsekravet til WHO. En annen rapport fra WHO, hvor personer mellom 11-17 år har blitt forsket på, viser at det er opp mot 80 prosent som ikke tilfredsstillter WHO's anbefalinger (Dahl, Sportsbransjen, 2018c). Generelt vil økt fokus på helse og aktivitet være positivt for lønnsomheten til XXL og sportsbransjen, ettersom dette kan stimulere til økt etterspørsel etter sportsutstyr.



Figur 4-10 Utviklingen antall treningssentre i Norge. Egenkomponert (Virke, 2017)

Videre viser figur 4-10 i en årlig treningssenterrapport fra Virke en økning i utviklingen av antall treningssentre. Det har vært en stor økning i antall treningssentre fra 2008 til 2015, men veksten har flatet ut etter 2015 (Virke, 2017). Rapporten forteller videre at nordmenn er i toppen av Europa i antall personer som benytter treningssentre, og at 92 prosent av befolkningen har tilgang på minst ett treningsstudio i nærområdet. Dette kan påvirke nordmenns muligheter til å bli mer aktive, og er derfor igjen positivt for sportsbransjen.

Treningsstrender blir også påvirket av sosiale kanaler. Sosiale medier har blitt en plattform som også påvirker folks treningsvaner (Mogstad, 2017). Et søk med emneknaggen «fitness» har 300 millioner treff på den sosiale medieplattformen, Instagram. I Norge kommer det 2,3 millioner ulike innlegg med søkeordet «trening». Bloggere og "influencere" (påvirkere) bruker sosiale medier for å fremme treningsprodukter og klær. I en artikkel fra NRK kommer det frem at sosiale medier påvirker kjøpevanene til turgåere, noe som fører til at flere kjøper dyre friluftslivsklær (Rostad, 2018). Et slik økt press kan være positivt for Sportsbransjen. En undersøkelse av brukt versus nyinnkjøpt sportsutstyr viser at 72 prosent ikke har kjøpt sportsutstyr brukt, og at 81 prosent ikke har solgt brukt utstyr. Dette kan vise at den norske befolkningen ønsker å kjøpe nytt, noe som er positivt for sportsbransjen (Røste, 2017).

Konklusjon sosialkulturelle faktorer:

Økende andel som trener mener vi vil føre til økt etterspørsel etter sportsartikler, og det er utelukkende positivt for sportsbransjen. Norge er i verdenstoppen i antall treningssentre relativt til antall innbyggere, men andelen treningssentre i Europa er høy. Dette vil også ha en positiv

effekt på sportsbransjen. Sosiale medier og treningstrender henger godt sammen, og det kan føre til økt press til å kjøpe sportsmerkevarer. På bakgrunn av dette vurderes de sosialkulturelle faktorenes påvirkning på bransjen som *positiv*.

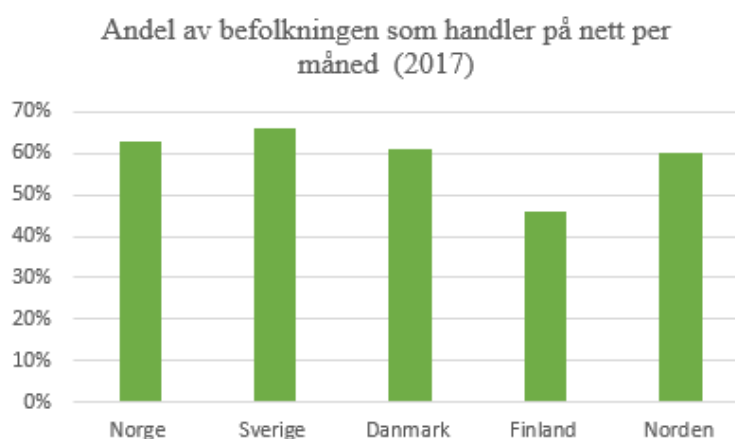
Faktorer	Veldig negativ	Negativ	Nøytral	Positiv	Veldig positiv
Sosialkulturelle				x	

Tabell 4-3 Egenkomponert sosialkulturelle faktorer og påvirkning på sportsbransjen

4.1.1.4 Teknologiske faktorer

Teknologiske faktorer har fått større betydning de siste tiårene, og omfatter blant annet internett, digitalisering og ny teknologi. Virksomheter påvirkes av nye omgivelser hvor kommunikasjonen med kunder har fått økt fokus, og hvo teknologiske vinninger påvirker alle deler av verdikjeden til bedriftene (Johnson mfl, 2017). Disse faktorene kan være med på å påvirke sportsbransjen.

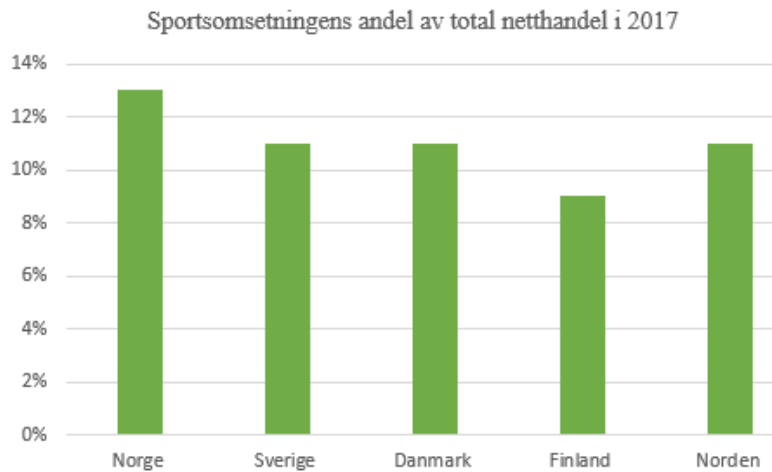
Netthandel er en sentral del av teknologiske faktorer. I en rapport fra PostNord blir det lagt vekt på at det er viktig for virksomheter å kartlegge kundereisen nøye, ettersom netthandel utgjør en stadig større del av totalomsetningen (PostNord, 2018). Tall fra rapporten viser at nordmenn er 19 prosent mer fleksible til å kjøpe sportsartikler på nettet sammenlignet med de andre nordiske landene i 2017 (PostNord, 2018). Videre viser rapporten at det ble omsatt for 202,8 milliarder norske kroner i netthandelen i Norden i løpet av 2017. Det skyldes at de nordiske landene har høy digital infrastruktur, og dermed er godt rustet for netthandelen.



Figur 4-11 Egenkomponert oversikt over sportsomsetningen andel av total netthandel (PostNord, 2018)

Figur 4-11 viser at Norge skiller seg delvis ut med høyest andel av netthandel som kommer fra sportsomsetning (PostNord, 2018). Videre viser figur 4-12 at Finland skiller seg ut med lavere andel som handler på nett. Forklaring på dette kan være at Finland har kommet kortere

i infrastrukturen knyttet til netthandel. De er generelt mer skeptiske til netthandel og trygghet knyttet til eksponering av kortopplysninger. Det ligger derimot et potensial i Finland som kan utnyttes i fremtiden (PostNord, 2018).



Figur 4-12 Sportsomsetningens andel av total netthandel i 2017. Egenkomponert (Virke, 2017)

Rapporten viser videre at bedrifter ønsker å være representert i en omnikanal. Det betyr at det i større grad satses på å lage bedre løsninger for netthandel og markedsføring, slik at aktørene kan nå ut til kunden i flere kanaler. Det betyr at aktøren møter kunden i alle salgskanaler (PostNord, 2018). Slik som nevnt i kapittel 2 ble XXL trukket frem som et selskap i sportsbransjen som legger stor vekt på sin omnikanalstrategi. De virksomhetene som tilrettelegger for en slik strategi vil derfor være bedre forberedt på å konkurrere på nett og i butikk. Det er videre slik at forbrukerne krever gode og enkle kjøpsopplevelser og rask levering, og derfor er det viktig at aktørene tilpasser seg kundenes forventinger (PostNord, 2018).

Konklusjon teknologiske faktorer

Veksten innen netthandel har økt kraftig, og for sportsbransjen er det viktig å være proaktive slik at de fortsatt holder seg konkurransedyktige. Bransjen har derfor startet med omnikanaler. Omnikanalen er en motpol mot pure players. Omnikanalen har positiv virkning for bransjen, siden det fører til at aktørene når ut til flere kunder på en effektiv måte. I tillegg har teknologien effektivisert lagerløsninger, noe som er kostnadsbesparende. På bakgrunn av dette vurderes de teknologiske faktorenes påvirkning på bransjen som *positiv*.

Faktorer	Veldig negativ	Negativ	Nøytral	Positiv	Veldig positiv
Teknologiske				x	

Tabell 4-4 Teknologiske faktorer og påvirkning på sportsbransjen

4.1.1.5 Miljømessige faktorer

Miljømessige faktorer omfatter blant annet bærekraft, klima, miljø og forurensning. Alle disse faktorene kan påvirke ulike bransjer, ettersom selskaper er nødt til å forholde seg til dem i driften av virksomheten (Johnson mfl, 2017). Sportsbransjen vil også kunne være påvirket av faktorene.

Klima og vær ble i kapittel 2 trukket frem som en av flere lønnsomhetsdrivere for sportsbransjen. Bakgrunnen for at nettopp dette er en viktig faktor er at sportsbransjen verdsetter fire distinkte årstider høyt. Salg av sportsartikler øker når det er flere årstider. Fremover er det forventet mer ustabil vær, hvor det er mindre snø og høyere temperaturer, noe som gjør at de fire årstidene vår, vinter, sommer og høst blir mindre distinkte i Norden. (Naturvernforbundet, 2016). Dette kan være negativt for sportsbransjen, og det ble tidligst i år trukket frem at både en for lang vinter og en for varm sommer førte til redusert omsetning for XXL.

Videre har svenske og norske bedrifter fått et større fokus på å gjøre blant annet innkjøp mer miljøvennlige (Visma, 2014). Fokus knyttet til bærekraft og et godt omdømme har blitt viktigere for en bedrift, og en undersøkelse gjennomført av Visma viser at over 60 prosent av bedrifter i Norge og Sverige ville valgt miljøvennlige produkter til rettferdig pris (Visma, 2014). For sportsbransjen vil det kunne slå positivt ut for aktørene dersom de er mer miljøbevisste i innkjøpsrutinene, og fremstår som miljøbevisste utad mot kundene. Eksempelvis legger XXL årlig ut en bærekraftsrapport, slik at forbrukeren kan sette seg inn i bærekraftsrutinene hos XXL knyttet til blant annet miljø, arbeidsforhold, etikk (XXL ASA, 2018a).

Tekstil og klær som selges i sportsbransjen er i all hovedsak importert fra utlandet (Miljødirektoratet, 2017). Asiatiske land utgjør den største delen av verdensproduksjonen knyttet til tekstil, og en del av disse landene reguleres ikke under like strenge regler knyttet til fargestoffer og kjemikalier som vestlige land. Det kan slå negativt ut for sportsbransjen dersom noen aktører ikke følger de retningslinjer og reguleringer som finnes for import. Dette vil drøftes nærmere under, i juridiske faktorer.

Utfordringer knyttet til bærekraft dukker jevnlig opp hos sportskjedene, ettersom leverandørkjeden ofte er internasjonal og kompleks. Leverandørene har igjen sine

underleverandører, som kan bruke ulike materialer i produktene sine, hvor tilvirkningen og materialer kan falle utenfor sportskjedenes kvalitetskrav (SPORT Juni, 2018). Dette skaper utfordringer i forhold til kvalitetskontroller for å sikre at tilvirkningen av produktet er i henhold til internasjonale standarder og sportskjedenes egne krav. Dette kan påvirke bransjen i negativ retning, ved at det er forbundet kostnader ved slik kontrollrutiner. Samtidig vil en kanskje ikke være helgardert mot at enkelte kvalitetskrav brytes, siden leverandørkjeden er så kompleks.

Videre vil det på generelt grunnlag være forbundet mye klimagassutslipp som følge av transportering av varer. I Norge kommer 70 prosent av utslippene fra biltransport, og derfor jobber eksempelvis Posten med å øke fyllingsgraden i bilene ved transport, i tillegg til å kjøpe klimakvoter (Postennorge, 2017). XXL benytter for eksempel klimanøytrale pakker i leveringen av sine varer til kunden. Dermed vil sportsbransjen kunne påvirkes av sine eksterne omgivelser til å benytte seg av mer klimavennlige distribusjonsløsninger, noe som både kan øke kostnader ved at disse alternativene er dyrere, eller så kan nedsiden kompenseres ved at aktørene får positive omdømmeeffekter.

Konklusjon miljømessige faktorer

Selv om det er mange negative faktorer som kan slå negativ ut for sportsbransjen er sportsbransjen ikke blant de verste knyttet til miljøskandaler, og dermed har ikke bruk av feil tekstilleverandører ført til boikott av sportsbutikkene. Det er derimot noe som kan oppstå i fremtiden, men akkurat nå anses det som nøytralt. Videre vil klima endre seg, men det er usikkert hvilke endringer som slår inn, og det er derfor nøytralt for bransjen i dag. På bakgrunn av dette vurderes de miljømessige faktorenes påvirkning på bransjen som *nøytral*.

Faktorer	Veldig negativ	Negativ	Nøytral	Positiv	Veldig positiv
Miljømessige			x		

Tabell 4-5 Miljømessige faktorer og påvirkning på sportsbransjen

4.1.1.6 Juridiske faktorer

Juridiske forhold omhandler reguleringer underlagt lover og regler. Dette skal sikre at blant annet arbeidsforholdene er tilfredsstillende, og at det ikke forekommer sosial dumping, noe som for eksempel kan skje ved urimelige lønnsvilkår (Johnson mfl, 2017).

XXL mener at det er en sammenheng mellom bærekraftig drift og høy lønnsomhet (XXL ASA, 2018a). XXL er en av flere aktører i sportsbransjen som er medlem av Initiativ for Etisk Handel (IEH), som jobber mot bærekraftig produksjon hvor helse, miljø, og sikkerhet og klima er i

fokus. De fleste selskapene i sportsbransjen har «code of conduct». Dette innebærer at leverandørene følger gitte retningslinjer knyttet til arbeidsforhold. Det er derimot vanskelig å holde kontroll over alle leverandører og underleverandører i Asia (SPORT Juni, 2018). En undersøkelse viser at det ikke stilles særlig store krav til aktørene knyttet til bærekraft og etisk handel (SPORT Juni, 2018). Dette kan også ha sammenheng med at det er ingen restriksjoner eller reguleringer fra myndighetene i de respektive landene hvor tekstilene produseres. Det kan derimot komme restriksjoner og krav i fremtiden ved bruk av barnarbeid eller urimelige arbeidsforhold. På sin side mener forbrukerne at det er produsentene og importørene som har hovedansvaret for en bærekraftig handel, ikke nødvendigvis landet produktene produseres i.

Videre har konkurransetilsynet i Norge som oppgave å overvåke at aktørene i markedet følger lover og regler som har til hensikt å sikre et mest mulig rettfærdig marked for forbrukerne og en mest mulig samfunnsøkonomisk effektiv utnyttelse av ressursene (Konkurransetilsynet, 2018). Eksempelvis fikk XXL beskjed om å fjerne ulovlig markedsføring hvor Konkurransetilsynet mente at de hadde misledende prisgaranti som sa at prisene hos XXL alltid var billigst. XXL fikk et juridisk krav om at de ikke kunne komme med påstander om å alltid være billigst. Straffen ved gjentakende lovbrudd vil resultere i tvangsmulkt (Bræk, 2016). Slike juridiske faktorer må sportsbransjen forholde seg til. Dersom de ikke følger pålagte retningslinjer kan ulike former for sanksjoner medfølge.

Oppsummert effekt juridiske faktorer

Generelt vil lover og regler kunne påføre selskaper i sportsbransjen reguleringer og restriksjoner. Konsekvenser ved å bryte disse lovene og reglene kan være svekket omdømme eller juridiske krav som kan påvirke lønnsomheten til aktørene negativt. Det er likevel ikke mange reguleringer og byråkratiske barrierer i sportsbransjen relativt til andre bransjer. På bakgrunn av dette vurderes de juridiske faktorenes påvirkning på bransjen som *nøytral*.

Faktorer	Veldig negativ	Negativ	Nøytral	Positiv	Veldig positiv
Juridiske			x		

Tabell 4-6 Juridiske faktorer og påvirkning på sportsbransjen

4.1.1.7 Konklusjon PESTEL

Med bakgrunn i analysen av de ulike faktorene i PESTEL-rammeverket er den tiltenkte effekten hver faktor har på sportsbransjen oppsummert i tabell 4-7.

Sportsbransjen blir vurdert til nøytral i politiske, økonomiske, miljømessige og juridiske faktorer. Sosiale og teknologiske blir vurdert til positive. Utfallet i vår konklusjon av hvordan makrofaktorer påvirker bransjen vil ha betydning for konklusjon av bransjefordelen. Makroforholdene som har blitt analysert har gitt en indikasjon på hvordan eksterne faktorer påvirker sportsbransjen.

Faktorer	Veldig negativ	Negativ	Nøytral	Positiv	Veldig positiv
Politiske			x		
Økonomiske			x		
Sosiale				x	
Teknologiske				x	
Miljømessige			x		
Juridiske			x		

Tabell 4-7 Oppsummering av hvilken effekt makrofaktorene har på sportsbransjen

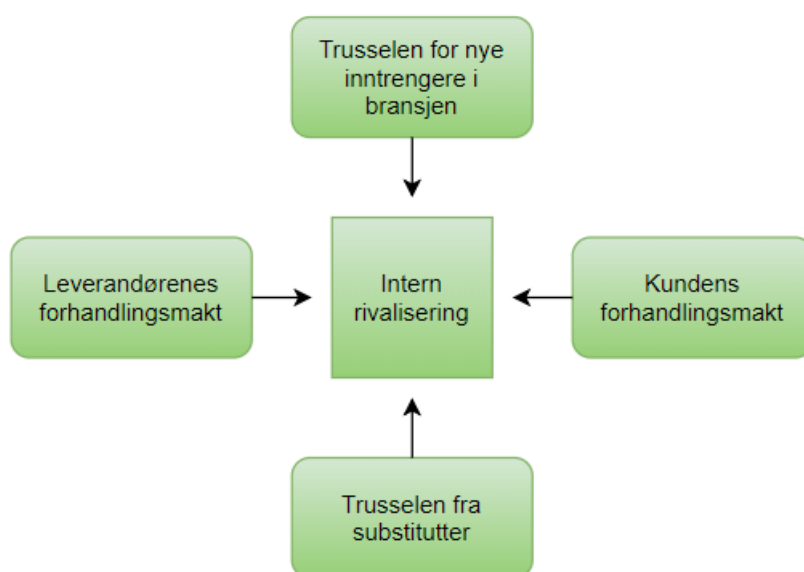
Alle faktorene har innvirkning på lønnsomheten til sportsbransjen, men det er ulik grad av påvirkning. Teknologiske faktorer vil ha en middels innvirkning på bransjen. Ved økt bruk av netthandel og teknologisk innovasjon vil det være mulig for aktørene å analysere forbrukermønstre. I tillegg vil omnikanalen gi mulighet til økt salg gjennom andre kanaler enn fysisk butikk. Disse faktorene kan øke lønnsomheten til bransjen. Videre vil økonomisk stabilitet og jevn vekst i BNP opprettholde en vekst for bransjen, men det er vanskelig å predikere hvordan valuta, rentenivå og økonomien vil utvikle seg. Det er likevel av middels betydning for bransjen. Avslutningsvis ønsker vi å trekke frem sosiale trender som en faktor som slår positivt ut for bransjen. Økt vekst av treningsinteresserte personer vil føre til økt bruk av sportsutstyr. I tillegg til sosiale trender på sosiale medier hvor sportyfaktoren har økt blant befolkningen.

En makroanalyse gir et overblikk over faktorer som påvirker bransjen, men det er også hensiktsmessig med en konkret analyse av selve sportsbransjen. Neste delkapittel tar derfor for seg Porters rammeverk (Knivsflå, 2018, F2).

4.1.2 Porters femkraftsmodell

Etttersom PESTEL-analysen søker å forklare hvordan makroforhold påvirker lønnsomheten i en bransje, er det også verdifullt å undersøke hvordan konkurransen er i bransjen og hvorvidt denne påvirker lønnsomheten til bransjen. Michael Porters femkraftsmodell er et godt verktøy som ser på hvilke forhold ved bransjestrukturen som påvirker konkurransen, og om det er en bransjefordel. Ifølge Porter (2008) er det fem faktorer som påvirker hvor høy konkurransen i

bransjen vil være. Disse fem faktorene omtales som konkurransekrefter, og er: *trusselen fra nyetableringer*, *kundens forhandlingsmakt*, *leverandørens forhandlingsmakt*, *trussel fra substitutter* og *intern rivalisering*. Figur 4-13 visualiserer disse fem konkurransekreftene. I Porter (2008) trekkes det frem at kjennskap til disse kreftene vil være essensielt for å forstå hvilke muligheter og trusler som eksisterer for virksomhetene i bransjen. Dermed vil også femkraftsmodellen utgjøre en viktig del i SWOT-analysen som gjennomføres i 4.4. Fokuset nå vil imidlertid være å undersøke hvordan disse konkurransekreftene er i sportsbransjen. Dette vil også danne et viktig utgangspunkt for den strategiske analysen i 8.2.3 om hvorvidt det eksisterer en bransjefordel for XXL, samt den videre verdsettelsen av XXL.



Figur 4-13 De fem konkurransekreftene (Porter M. , 2008)

4.1.2.1 Trusselen fra nye inntrengere i bransjen

Ifølge Porter (2008) vil nyetableringer føre til økt kapasitet i bransjen, og motivet til inntrengeren er ofte å vinne markedsandeler. I sportsbransjen kan dette sees på som en trussel, ettersom det kan føre til at prisene i bransjen presses ned som følge av at konkurrentene forsøker å etablere seg gjennom å redusere prisene på sine produkter (Porter M. , 2008). Dette gjør inntrengeren for å gjøre seg selv mer attraktiv i forhold til de eksisterende aktørene i bransjen. Dette vil senke lønnsomheten i bransjen, og eksisterende virksomheter i sportsbransjen kan også få en uønsket kostnadsøkning som følge av at vedkommende er nødt til å bruke ressurser på å forsvare markedsposisjonen. Trusselen for nyetableringer avhenger av hvor store

etableringshindringer det finnes i sportsbransjen. Hvis etableringshindrene er store vil trusselen for nyetableringer i sportsbransjen være mindre, og motsatt dersom hindrene er små (Porter M., 2008). I det følgende vil ulike etableringshindre (etableringsbarrierer) for sportsbransjen diskuteres.

Stordriftsfordeler

I sportsbransjen vil stordriftsfordeler være et stort etableringshinder. Disse stordriftsfordelene handler hovedsakelig ikke om produksjonsleddet for aktørene, ettersom mange av sportskjedene ikke produserer produktene sine selv. Det handler hovedsakelig om stordriftsfordeler i andre funksjoner i virksomheten. Eksempelvis er stordriftsfordeler innen funksjoner som innkjøp, markedsføring, servicenett og distribusjon viktig for sportskjedene (XXL ASA, 2018a).

Likevel finner nye aktører ulike måter å omgå disse stordriftsfordelene. En aktør som har seilet opp som en utfordrer i sportsbransjen er Sport Outlet. De ventes å nå en omsetning på rundt 1 milliard NOK innen 2018 (Solem & Takla, Dagens Næringsliv, 2018). De anses som en utfordrer til sportskjedene, og ser på kort sikt ut til å ha unngått de store etableringshindrene nevnt ovenfor gjennom å ha effektivisert innkjøpsleddet, samt lagt opp til en forretningsmodell som er annerledes enn de tradisjonelle sportskjedene. Sport Outlet er unik ettersom de kjøper inn overskuddsmateriell som ikke blir solgt av andre kjeder eller fra leverandører, hvor produktene er typisk mindre kjente merkevarer eller fjorårsmodeller. Dette gjør at de vil ha ulikt sortiment tilgjengelig i butikkene sine. De tradisjonelle sportskjedene er ofte bundet til sine kontrakter, og er også nødt til å tilby et nokså likt sortiment i butikkene sine. Dette gir Sport Outlet mer fleksibilitet. Og ettersom de har større frihet i produktsortimentet sitt kan de kjøpe inn de varepartiene som sikrer dem gode nok marginer. Dermed omgår Sport Outlet denne type etableringshindringer. Likevel anses stordriftsfordeler som et stort etableringshinder, ettersom det påpekes fra sportskjedene selv at stordriftsdeler er noe av grunnen til hvorfor konkurranse i bransjen er så hard (SPORT Juni, 2018).

Kapitalbehov

Kapitalbehov er et annet viktig etableringshinder i sportsbransjen. Det skyldes at det kreves betydelige mengder kapital for å starte opp virksomhet i sportsbransjen. Investeringer i varehus og fysiske butikker er forbundet med store investeringer, og i mange tilfeller er de til en viss grad irreversible dersom aktøren eier lokalet. På en annen side er trendene, slik som nevnt i

kapittel 2, at det blir færre fysiske butikker i sportsbransjen, og at teknologi muliggjør at en stadig større andel av total omsetning genereres gjennom netthandelen. Dette minsker kapitalbehovet, og dermed vil etableringsbarrierene bli mindre over tid, noe som gjør det lettere for spesielt nye aktører som driver innen netthandel å etablere seg. Likevel anses kapitalbehovet som et stort etableringshinder ettersom det også koster mye å både markedsføre seg og etablere seg effektivt i sportsbransjen. Stordriftsfordeler i logistikk, kundeservice og markedsføring på alle nivåer i organisasjonen gjør det dermed også enklere for etablerte aktører å konkurrere på pris mot inntrengere (Porter M. , 2008). Tallene fra Norsk Sportsbransjeforening viser at aktørene som har dominert sportsbransjen over tid er store sportskjeder med mye omsetning.

Motreaksjoner fra etablerte aktører i sportsbransjen

Videre vil etableringstrusselen fra inntrengere avhenge av hvilke motreaksjoner en inntrenger kan forvente å møte av de etablerte i bransjen (Porter M. , 2008). For sportsbransjen vil nyetableringer ikke gå uoppdaget hen. Historisk sett preges sportsbransjen av høy konkurranse. Garantikjøp og prismatch legger press på marginene, slik som nevnt i kapittel 2. *Kopiering av forretningsmodeller* er en vanlig reaksjon aktørene i bransjen kan svare inntrengeren med (Porter M. , 2008). Etter at Sport Outlet etablerte seg med sitt forretningskonsept, har etablerte aktører i sportsbransjen respondert med å lage egne «Outlet» -avdelinger. Eksempelvis har XXL åpnet 3 Outlet-butikker, samt en egen nettside for Outletbutikkene. I tillegg har Gresvig AS opprettet et Outletområde på sin hjemmeside for G-sport (G-Sport, 2018). Med bakgrunn i at konseptet til Sport Outlet har truffet markedet godt ser det ut til at de etablerte følger nøye med på utviklingen av denne trenden. Det at etablerte aktører i sportsbransjen responderer på denne måten bør i utgangspunktet virke avskrekkende for nye aktører som vurderer å gå inn i et marked.

Priskonkurranse er et annet vanlig motsvar på nyetableringer, og fungerer effektivt ettersom det kan avskrekke aktører fra å entre markedet (Porter M. , 2008). Ettersom priskonkurransen i sportsbransjen er høy blant de store sportskjedene, vil det være utfordrende for en ny aktør å konkurrere på pris dersom de ikke er kostnadseffektive. Dersom faren for priskonkurranse er høy reduserer det trusselen fra inntrengere. Samtidig er dette noe som også er kostbart for de etablerte å gjennomføre, og gjennom sommeren 2018 poengterte konsernsjefen i XXL at priskrigen har gått på bekostning av lønnsomheten (Nilsen, 2018). Dersom en inntrenger har en annen forretningsmodell, tilsvarende Sportamore's rendyrkede netthandelskonsept eller Sport Outlet sin outletmodell, kan likevel priskonkurransen ikke treffe like hardt dersom inntrengeren

operer med lavere kostnader som følge av en mer effektiv verdikjede (Gramstad, Helland, & Saebi, 2017).

Konklusjon- trusselen fra inntrengere

Oppsummert vurderes trusselen fra nye inntrengere i bransjen som veldig lav. Dette skyldes at det kreves mye kapital og stordriftsfordeler for å konkurrere med de andre aktørene. I Norge er det primært de store sportskjedene som XXL, G-Sport, G-Max og Intersport som dominerer markedet. Derfor mener vi at dette kan være med å skape en bransjefordel gjennom at sportsbransjen evner å nøytralisere trusselen fra inntrengere, ved priskonkurranse og motreaksjoner på nyetableringer.

Konkurransetreffer	Veldig lav	Lav	Nøytral	Høy	Veldig høy
Trusselen fra inntrengere	x				

Tabell 4-8 Trusselen fra inntrengere

4.1.2.2 Trusselen fra substitutter

Videre peker Porter (2008) på at dersom trusselen fra substitutter er høy kan det føre til større konkurranse, og følgelig mindre lønnsomhet. Substituttene vil også kunne sette et pristak for hva aktørene i bransjen kan ta for sine produkter. Slik som definert under markedsavgrensingen ble butikker som ikke var fullsortiment definert som substitutter. Her ble substitutter som Sport Outlet, H&M, Biltema og COOP trukket frem som eksempler. I Porter (2008) fremheves det at substituttene som er mest egnet til å utgjøre en trussel er selskaper som tilbyr produkter som matcher prisen og kvaliteten på de etablerte sportskjedenes produkter. Sportsartikler som selges hos substituttene holder mye av den samme kvaliteten og prisen som hos de tradisjonelle sportskjedene. Selvfølgelig vil det være variasjoner i kvalitet og pris, avhengig av produktet og merkevaren som selges. Dette gjør at trusselen fra substitutter er høy. Videre vil noen substitutter være begrenset av sin fysiske lokasjon. Eksempelvis er Sport Outlet begrenset av at de ikke har en egen netthandelsløsning, noe som gjør at kunden kun får tak i deres produkter ved å fysisk dra innom butikken.

På en side kan det derfor argumenteres for at substituttene har samme funksjon som de etablerte aktørene i sportsbransjen, ettersom de tilbyr sportsartikler. Det vil være tilfellet innenfor enkelte sportssegmenter. På en annen side kan det argumenteres for at substituttene verken er gode nok substitutter, eller tilbyr samme funksjon, ettersom sortimentet og tilbudet (servicetjenester, kunnskap og erfaringer ved produktene) ikke matcher tilbudet til de etablerte (Porter M. , 2008).

Innen servicedimensjonen er det klart at opplært personal i en rendyrket sportsbutikk kan tilby kunden bedre service sammenlignet med eksempelvis Biltema eller COOP på enkelte produkter. På andre produkter vil serviceelementet eksempelvis ikke være like utslagsgivende, eksempelvis salg av sokker.

Videre vil eksempelvis nisjebutikker, som er behandlet som substitutter, kunne utgjøre en større trussel for de største sportskjedene enn substituttene som Biltema og COOP, som hovedsakelig tilbyr sportsprodukter i tillegg til et annet sortiment. Nisjebutikkene er derimot spesialiserte innen enkelte segmenter, eksempelvis løp, fiske, ski osv. Disse butikkene kan tilby produkter av enda bedre kvalitet, og sitter gjerne på mer kunnskap om produktene enn betjeningen ved en generell fullsortiments sportsbutikk. Mange av nisjebutikkene overlever fordi de tilbyr kunden noe ekstra som kunden finner verdt å betale for, og det er ofte kunnskapen til de ansatte de betaler for. Et eksempel på et slikt substitutt er Löplabbet, som spesialiserer seg på løping, og selger løpesko, andre løpeartikler og analyse av løpeteknikk (Löplabbet, 2018). Disse vil, slik som nevnt i kapittel 2, konkurrere direkte med sportskjedens salg av løpeartikler, og besitter samtidig høyere kunnskap om løping sammenlignet med andre substitutter slik som H&M i dette segmentet. Trusselen fra Löplabbet og andre spesialister er dermed større enn fra H&M, som i større grad profiterer på bransjegliding (Virke, 2018).

Substituttene som anses å utgjøre størst trussel er dermed de aktørene som spesialiserer seg innen en type segment. På en annen side kan det se ut til at disse butikkene konkurrer om en annen type kunder, som er mer kvalitetsbevisste og mindre prissensitive. Dermed kan disse butikkene betjene high-end kunder i større grad enn fullsortiment sportskjedene.

Andre substitutter som utgjør en trussel er pure players, altså selskaper som kun operer på nett. Eksempler på disse var Amazon og Zalando. Slik som tidligere nevnt i kapittel 2 utgjør pure players ikke en stor andel av sportsbransjens omsetning, men på sikt vil disse i større grad kunne ta markedsandeler dersom veksten i netthandelen fortsetter å øke. Disse aktørene fremheves i Sport Juni (2018) som noen alle i sportsbransjen følger nøye med på. Og for norsk sportsbransje generelt er det ikke ønskelig at utenlandske selskaper vokser seg store i Norge.

Konklusjon- trusselen fra substitutter

Likevel begrenses denne trusselen ved at varemerket til norske sportskjeder står sterkt, og ved at overvekten av etablerte sportskjeder i Norge har velfungerende netthandelsløsninger (SPORT Juni, 2018). Generelt anes trusselen fra substitutter som lav for sportsbransjen som

helhet, ettersom sportsbransjen kan nøytralisere trusselen. Dette kan gjøres ved å blant annet øke ekspertise og servicenivået hos ansatte, og ved å forsterke netthandelsløsningen.

Konkurransekrefter	Veldig lav	Lav	Nøytral	Høy	Veldig høy
Trusselen fra substitutter		x			

Tabell 4-9 Trusselen fra substitutter

4.1.2.3 Kundenes forhandlingsmakt

Kundenes forhandlingsmakt avhenger av muligheten til å kreve lavere pris eller økte påkostninger og servicekrav (Porter 2008). Kundenes forhandlingsmakt antas å være høy når det er få konsentrerte kunder, lave byttekostnader eller homogene varer. For at bransjen skal påvirke bransjefordelen i positiv retning er det nødvendig å nøytralisere kundenes forhandlingsmakt (Knivsflå, 2018, F2).

I sportsbransjen er det lave byttekostnader forbundet med leverandørskifte. Dette blir også diskutert under punktet *trusselen fra nye inntrengere* i 4.1.2.1. Varene i markedet er også lite differensierte, og det er enkelt for kunden å finne alternative leverandører. Siden netthandel og internett generelt har fått større betydning i markedet har kundens mulighet til å sammenligne priser økt, noe som kan føre til prispress. Kjøperne har i større grad full informasjon tilgjengelig på nett om markedsprisene på produktene som selges av de ulike aktørene i sportsbransjen. XXL har brukt «prisgaranti» i sin markedsføring for å kunne være konkurransedyktige i forhold til konkurrentene. Pristester utført av blant annet "TV2 -hjelper deg" viser at de store sportskjedene som XXL og G-Max ønsker å levere best pris på homogene varer. Testen viste at XXL var aktøren som justerte prisene flest ganger for alltid å være billigst (TV 2, 2016). Varene i sportsbransjen er ofte homogene, og aktørene selger ofte like produkter og kjente merkevarer. Det er naturlig å skille kundenes forhandlingsmakt på nett og i fysisk butikk. På nettet er det enklere å sammenligne priser og produkter, mens i fysisk butikk vil det kunne være høyere terskel for å sjekke konkurrentene. Alle aktørene blir målt på pris siden varene er homogene, og det betyr at kundene øker sin forhandlingsmakt.

I Norden er det sportskjedene som har størst markedsandeler. Det kan bety færre store aktører, men det anses likevel som at det er mange tilbydere i sportsmarkedet. Antall fysiske butikker har avtatt, og flere uavhengige butikker har lagt ned, men økt netthandel og antall kjeder opprettholder et høyt antall tilbydere. Kundenes forhandlingsmakt øker på bakgrunn av antall tilbydere.

Sportskjedene er ikke like avhengig av den enkelte kunde, ettersom flertallet av kundene er privatkunder som for seg selv handler i relativt liten skala. Det vil si at en kundes relative andel av omsetningen for en sportsbutikk er lav. Lorenzkurven viser hvor stor andel en kunde utgjør av totale kundeinntekter. Hvis det er liten variasjon mellom kundenes inntektsandel så følger Lorenzkurven og likevektskurven hverandre (Hellevik, 2002). I sportsbransjen er det mange kunder som utgjør en liten del av inntektene, og det betyr at det er liten spredning i Lorenzkurven, noe som resulterer i en lav Ginikoeffisient. Ginikoeffisienten forklarer hvor stor spredning det er i kundeinntekt (Hellevik, 2002). Dette er et argument som trekker i retning av mindre forhandlingsmakt til kundene.

Konklusjon - kundenes forhandlingsmakt

Kundens mulighet til å skifte tilbyder er stor, samtidig som det er forbundet lave byttekostnader ved bytte av forhandler. Dette trekker mot høyere forhandlingsmakt for kunden. På en annen side trekkes forhandlingsmakten ned ved at hver kunde utgjør lite individuelt av total kundeinntekt. Videre vil økt konkurranse på nett føre til økt prispress, som igjen trekker mot økt forhandlingsmakt for kundene. På bakgrunn av dette vurderer vi kundenes forhandlingsmakt til å ha være *høy*.

Konkurransetrefter	Veldig lav	Lav	Nøytral	Høy	Veldig høy
Kundenes forhandlingsmakt				x	

Tabell 4-10 Kundenes forhandlingsmakt

4.1.2.4 Leverandørens forhandlingsmakt

Videre er leverandørens forhandlingsmakt en konkurransekraft som kan påvirke konkurranse i en bransje. Leverandørene tilfører råvarer eller produkter til produksjon, salg og tjenester for aktørene i bransjen. Forhandlingsmakten til leverandør øker hvis det blant annet er høye byttekostnader, få og store leverandører, leverandørene kan entre bransjen til kundene selv, og differensiere produkter (Porter M. , 2008). Påvirkning på bransjefordelen påvirkes i positiv forstand hvis bransjen klarer å nøytralisere leverandørens forhandlingsmakt (Knivsflå, 2018, F2).

XXL har rundt 400 leverandører som selger produkter som inngår i varesortimentet (XXL ASA, 2018a). Dette kan indikere at forhandlingsmakten til leverandørene er lave, ettersom det eksisterer mange leverandører XXL kan velge mellom. Videre er det interessant å se hvor stor andel av leverandørene som står for den totale omsetningen ut til butikkene. I en artikkel tilbake i 2016 fremkommer det at de ti største leverandørene stod for 62,8 prosent av omsetningen blant

65 leverandører (Morten Dahl, 2016). Dette kan bety at noen få og store leverandører har større forhandlingsmakt mot sportskjedene sammenlignet med mindre leverandører.

Det har blitt mer vanlig at leverandørene har egne utsalgssteder og nettbutikker. Ifølge Norsk sportsbransjeforening omsatte egne merkevarebutikker og outlets for 600 millioner kroner i løpet av 2017 (SPORT Januar, 2018). Tall fra de store internasjonale aktørene viser at omsetningen økte gjennom nettbutikk og egne utsalgssteder. En slik strategi kalles for vertikal integrering forover, altså at leverandørene dropper mellomledet og henvender seg direkte til sluttkunden (Johnson mfl, 2017). Egne salg som leverandørene genererer direkte fra egne nettbutikker og utsalgssteder påvirker sportskjedenes totale omsetning (Dahl, Sportbransjen, 2018a). Videre mente kjedeleder i MX-SPORT at «direct to consumer» - salg i fremtiden kan endre kjedestrukturen. Eksempelvis har Stormberg (leverandør) 34 utsalgssteder, mens sportskjeden Sport Outlet har 24. Dette er negativt for de etablerte sportskjedene i sportsbransjen.

Videre har internasjonale merker med høy kundelojalitet, som Nike, Adidas og Puma, i større grad mulighet til å sette premissene i forhandlinger med sportskjedene. De har i tillegg egne utsalgssteder som selger egne produkter, og er mindre avhengig av mellomledd. Den årlige oversikten over de mest verdifulle merkevarene i hele verden (alle merkevarer), inkluderer blant annet Nike og Adidas på henholdsvis 17. og 50. plass (Skjerven, Sportsbransjen, 2018b). Dette underbygger styrken til merkevaren og kundelojaliteten til enkelte merkevarer. Slik som nevnt i kapittel 2 om utviklingstrekk i bransjen, så ønsker leverandørene å vise frem hele kolleksjonen, og det er ikke mulig med kun salg gjennom sportskjedene. Sportskjedene, altså detaljisten, velger kun deler av kolleksjonen. Derfor har det kommet en motreaksjon fra leverandørleddet ved å opprette egne utsalgssteder og nettbutikker. Noe av makten har derfor gått til leverandørene (SPORT Juni, 2018). Tidligere XXL-sjef Fredrik Steenbuch påpekte at han ikke er bekymret for at leverandørleddet får for mye leverandørmakt. Han mener forbrukerne fremdeles søker butikk og ikke merke (SPORT Juni, 2018). Det er videre vanskelig for en leverandør å opprette et eget utsalgssted i hver by i Norge, ettersom dette krever store ressurser.

Konklusjon - leverandørenes forhandlingsmakt

Det er mange leverandører som ønsker å selge sine respektive produkter gjennom sportsbransjen, og det tilsier en lav forhandlingsmakt. Videre er det vanskelig for de ulike leverandørene å nå ut til alle kunder uten hjelp fra sportskjeder. På en annen side så er det flere leverandører som starter egne utsalgssteder, slik at mellomledet fjernes. I tillegg har flere av

merkevarene kundelojalitet, og kan i større grad derfor diktere pris sammenlignet med andre mindre leverandører. På bakgrunn av argumentene vurderer vi leverandørens forhandlingsmakt til å være *lav*.

Konkurransекреfter	Veldig lav	Lav	Nøytral	Høy	Veldig høy
Leverandørens forhandlingsmakt		x			

Tabell 4-11 Leverandørens forhandlingsmakt

4.1.2.5 Intern rivalisering

Ifølge Porter (2008) vil konkurranseintensiteten blant eksisterende virksomheter i sportsbransjen være avgjørende for hvordan lønnsomheten er. På generelt grunnlag vil høy konkurranseintensitet være forbundet med lavere lønnsomhet, ettersom aktørene her konkurrerer med hverandre slik at prisen presses så lavt at marginene blir for små. Dette har vært tilfellet for sportsbransjen, og for eksempel sommeren 2018 var preget av høy priskonkurranse blant de største sportskjedene for å lokke kundene til butikken (Nilsen, 2018).

Norsk sportsbransje domineres hovedsakelig av XXL, Gresvig AS og Sport 1. XXL og Gresvig AS står sammen for omtrent 66 prosent av markedsandelene i sportsbransjen. Bransjer preget av relativt få aktører som hver for seg er sterke er ofte kjennetegnet ved høy konkurranse og lavere lønnsomhet (Porter M. , 2008). Det fremstår som om sportsbransjen nettopp er en slik bransje hvor kampen om markedsandeler er spesielt hard, ettersom sportsbransjen fra 2017 til 2018 ikke vokste. Det gjør at det oppstår en kamp mellom sportskjedene for å vinne andeler. Når MX-Sport gikk konkurs i 2018 er det et eksempel på utfordringene ved å drive virksomhet i sportsbransjen. Tidligere administrerende direktør i MX-Sport pekte i et intervju med Dagens Næringsliv på at lave marginer og høy konkurranse var den avgjørende faktoren for hvorfor MX-Sport ikke klarte å bestå som sportskjede (Solem, Dagens Næringsliv, 2018c).

Sakte vekst i sportsbransjen

I sportsbransjen har selve bransjeveksten vært lav mellom 2017 og 2018. Her anses bransjeveksten som omsetningsveksten fra ett år til et annet. Sportsbransjen vokste med 1 prosent fra 2017 til 2018. Fremover legger Virke til grunn 4 prosent vekst for sportsbransjen i 2019 (Virke, 2018). I Porter (2008) trekkes det frem at dersom bransjeveksten er lav, vil det kunne føre til en hardere kamp om markedsandeler enn om veksten var høyere. Dette tvinger igjen aktørene i bransjen til å effektivisere organisasjonene sine, slik at kostnadene reduseres. Dette er noe som observeres i sportsbransjen. Sportskjedene har et stort

kostnadsfokus, slik at de kan være i stand til å konkurrere på pris, ettersom markedet er preget av høy konkurranse (XXL ASA, 2018a).

Manglende differensiering og byttekostnader

En annen faktor som påvirker graden av intern rivalisering er manglende differensiering mellom aktørene og byttekostnader. I sportsbransjen som helhet er det objektivt sett lite som skiller en sportskjede fra en annen. Sammenlignes eksempelvis G-Max med XXL vil de tilby mange av de samme produktene og servicen. Det betyr at de store sportskjedene seg imellom i liten grad er differensierte. Byttekostnader for kunden anses som relativt lave, ettersom det ikke koster kunden mye om eksempelvis sportsutstyr kjøpes fra G-Max eller XXL, da begge tilbyr prisgarantier og tilsvarende service. Dette fører til høy konkurranse på pris og serviceområdet. Derimot vil det for andre type kunder være betydelig byttekostnader mellom en fullsortiments sportsbutikk eller en spesialistbutikk. Det kan skyldes at for noen kunder er det kanskje ikke et alternativ å bytte handlested, ettersom de eksempelvis får en overlegen service fra spesialistbutikken.

Videre kan avviklingshindringer være forklaringer på hvorfor noen sportskjeder har operert i bransjen over mange år, selv om de har gått på betydelige tap. Et eksempel er MX-Sport som over årene har forsøkt å overleve sportsbransjen. Petter Bjørnheim, tidligere sjef i MX-Sport, fortalte at årsaken til konkursen var beinhard konkurranse og prispress på varer som følge av rivaliseringen mellom XXL, G-Sport og G-Max (Solem, Dagens Næringsliv, 2018c). Uten at forfatterne av denne oppgaven konkret vet hvilke avviklingshindringer som var mest relevante for MX-Sport, er det naturlig å anta at det også foreligger følelsesmessige faktorer for hvorfor MX-Sport ikke ga seg tidligere. For ledelsen kan det ligge et følelsesmessig ansvar ovenfor sine ansatte og kunder, noe som bidrar til at de forsøker å finne løsninger for fortsatt drift, noe som MX-sport uttrykker at de har forsøkt. På generelt grunnlag anses avviklingskostnadene i sportsbransjen som relativt høye for spesielt de store sportskjedene, som har opparbeidet seg et varemerket over mange år. Dette kan ifølge Porter (2008) gjøre at en etablert aktør ikke ønsker å forlate markedet sitt, for å drive med noe annet, ettersom det kan medføre betydelige kostnader forbundet med å skifte.

Konklusjon- Intern rivalisering

På bakgrunn av argumentene knyttet til lave byttekostnader og avviklingskostnader vurderes intern rivalisering i sportsbransjen til å være høy. Dette kan følgelig redusere bransjefordelen ved at rentabiliteten senkes, som følge av intern rivalisering mellom aktørene.

Konkurransetrefter	Veldig lav	Lav	Nøytral	Høy	Veldig høy
Intern rivalisering				x	

Tabell 4-12 Intern rivalisering

4.1.2.6 Oppsummering av Porter

Dette kapittelet har analysert hvordan de fem ulike konkurransekraftene påvirker lønnsomheten i markedet. I tabell 4-13 er funnene fra analysen oppsummert. Hovedpoenget med analysen av konkurransekraftene er å se om de danner grunnlag for en bransjefordel. Altså om bransjen har en større netto driftsrentabilitet enn netto driftskravet. Bransjefordelen bygger på forhold som er felles for alle aktørene i bransjen (Knivsfå, 2018, F2). Resultatene fra Porteranalysen vil danne noe av grunnlaget for diskusjonen rundt bransjefordel i 8.2.3.

Konkurransetrefter	Veldig lav	Lav	Nøytral	Høy	Veldig høy
Trusselen fra inntrengere	x				
Trusselen fra substitutter		x			
Kundenes forhandlingsmakt				x	
Leverandørens forhandlingsmakt		x			
Intern rivalisering				x	

Tabell 4-13 Oppsummering av Porters fem konkurransekrefter

De tre konkurransekraftene som vi mener påvirker bransjefordelen kraftigst er *trusselen fra substitutter*, *trusselen fra inntrengere* og *kundens forhandlingsmakt*.

Etter vurderingene i dette delkapitlet mener vi at bransjen er i god stand til å nøytralisere trusselen fra inntrengere og nyetableringer. Dette kan etablerte i bransjen gjøre aktivt gjennom priskonkurranse, eller gjennom å inneha stordriftsfordeler i organisasjonen. Sportsbransjen anses som kapitalintensiv, og det er naturlig å anta at det skremmer potensielle inntrengere, spesielt dersom vedkommende ikke har muligheter for stordriftsfordeler. Dette er momenter som vi mener er med på å øke bransjefordelen, hvilket innebærer at netto driftsrentabilitet i bransjen er større enn netto driftskrav: $ndr_b - ndk > 0$.

Kundens forhandlingsmakt anses som høy. Dette trekker mot at bransjefordelen potensielt svekkes, ettersom kunden har mulighet til å by ned prisen. Videre vil økt konkurranse på nett føre til økt prispress, som igjen trekker mot økt forhandlingsmakt for kundene. Kundens mulighet til å skifte tilbyder er stor, samtidig som det er forbundet lave byttekostnader ved bytte av forhandler. Det gjør at kundene i større grad må "vinnes" av aktørene i bransjen, noe som kan føre til priskonkurranse som fører til lavere marginer. Derfor vurderes kundens høye forhandlingsmakt til å kunne redusere bransjefordelen, noe som innebærer at netto driftsrentabilitet er mindre enn netto driftskravet: $ndr_b - ndk < 0$.

Helhetsvurderingen er at bransjen forventes å kunne opprettholde en superrentabilitet over tid, ettersom netto driftsrentabiliteten er høyere enn netto driftskravet, basert på våre vurderinger av konkurransekraftenes påvirkning på bransjefordelen. Vi mener funnene fra analysen her vil peke i retning av en positiv bransjefordel for XXL. Flere av momentene som nevnes her vil trekkes frem i 10.5 under strategisk rentabilitetsanalyse.

4.2 Intern ressursbasert analyse

Nå som den eksterne bransjeorienterte analysen er gjennomført, vil neste steg i den strategiske analysen være å gjennomføre en intern ressursbasert analyse. Her vil blant annet Barney (2011) benyttes som teorigrunnlag. Formålet med en intern ressursbasert analyse er å forstå på hvilken måte XXL skiller seg ut fra sine komparative selskaper. Fokuset rettes mot hvilke ressurser XXL er i besittelse av, og hvilke egenskaper disse ressursene har for å skape konkurransefortrinn ovenfor de andre selskapene i bransjen. Det vi ønsker å finne ut av er om XXL har ressurser som gjør det mulig for dem å ha en netto driftsrentabilitet som er høyere enn bransjen generelt. I kapittel 8.2.4 vil en eventuell ressursfordel beregnes. Ifølge Kaldestad og Møller (2016) er det svært viktig i fundamental verdivurdering å forstå hvorfor noen selskaper gjør det bedre enn andre, og hvor lenge eventuelle lønnsomhetsforskjeller er forventet å vedvare. I dette kapitlet vil VRIO-rammeverket benyttes for å analysere XXLs interne ressurser.

Sett i lys av rammeverket for fundamental verdivurdering vil resultatene fra den interne ressursbaserte analysen danne grunnlaget for hvor stor den interne ressursbaserte strategiske fordel er. Altså hvor stor forskjellen er mellom XXLs og sportsbransjens rentabilitet. VRIO-analysen går i dybden på elementene beskrevet i kapittel 2.8 om hvordan XXL skiller seg fra andre i sportsbransjen. Nå vurderes det hvorvidt disse forskjellene kan skape konkurransefordeler for XXL.

4.2.1 VRIO-Analyse

Hensikten med VRIO-analysen er å forstå hvilke ressurser et selskap er i besittelse av som er en styrke eller svakhet med hensyn til selskapets konkurransesituasjon. Ressursene kan være av materiell eller immateriell art. Målet å avgjøre hvorvidt ressursene gir konkurransefordel eller konkurranseulempe. Ifølge Barney (2011) er det fire spørsmål som må besvares for å kunne si noe om hvorvidt en ressurs gir selskapet en konkurransefordel eller konkurranseulempe. Disse er *valuable* (verdifull), *rarity* (sjelden), *imitability* (imiterbarhet) og *organization* (organisert). Disse spørsmålene kalles gjerne for kriterier som må være oppfylt for at en varig konkurransefordel eksisterer. Teorien om VRIO presenteres inngående, før en VRIO analyse gjennomføres på XXLs ressurser.

Ifølge Barney (2011) er en ressurs verdifull når ressursen gjør det mulig for selskapet å redusere kostnadene sine, øke betalingsvilligheten til kunden, nøytralisere trusler fra omgivelsene, eller gjør det slik at selskapet kan følge opp gunstige forretningsmessige muligheter. En ressurs er sjelden når det er få selskaper som er i besittelse av eller har kontroll over ressursen. Videre er en ressurs ikke-imiterbar dersom det ikke er mulig eller for kostbart for andre konkurrerende selskaper å kopiere ressursen (Barney, 2011). Eksempler på slike ressurser kan være patenter. Spørsmålet om en ressurs er organisert går ut på hvorvidt selskapet er organisert på en slik måte at ressursen utnyttes fullt ut. Eksempelvis hjelper det ikke å ha en verdifull, sjelden og ikke-imiterbar ressurs dersom ressursen ikke utnyttes fullt ut. Dersom alle kriteriene er oppfylt anses ressursen å danne en varig konkurransefordel for selskapet som har denne ressursen. Dersom ingen av kriteriene oppfylles danner ressursen en varig konkurranseulempe.

VRIO-rammeverket kan oppsummeres i en tabell hvor ressursen scores på oppfyllelsen av de fire kriteriene. Hvorvidt ressursene skaper konkurransefortrinn avhenger av i hvilken grad kriteriene er oppfylt.

I de påfølgende avsnittene vurderes ulike ressurser XXL er i besittelse av, og hvilke av kriteriene som anses oppfylt. Funnene fra VRIO-analysen for XXL oppsummeres i 4.2.2.

Nettbutikk

I Norge sto XXLs nettbutikk for omtrent 25 prosent av kjedens omsetning (Virke, 2018). Dette viser at denne ressursen er verdifull. Videre er besittelse av en nettbutikk ikke å anse som sjeldent ettersom alle komparative selskaper i sportsbransjen har egne nettbutikker. Det anses heller ikke som vanskelig eller dyrt å imitere en nettbutikk ettersom det finnes langt mindre

aktører enn XXL som har nettbutikk. Nettbutikken til XXL vurderes som godt organisert siden det satses på å utvikle netthandelskanalen på grunn av den kraftige veksten og utviklingen der (XXL ASA, 2018a). På bakgrunn av disse argumentene konkluderes det med at nettbutikken til XXL danner en konkurransemessig paritet. Dette betyr at det ikke forventes at XXL vil generere en driftsrentabilitet høyere enn bransjen som følge av denne ressursen.

Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	Dyr å imitere?	Organisert?	Konkurransemessige implikasjoner?
Nettbutikk	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet

Tabell 4-14 Nettbutikk danner midlertidig konkurranseparitet

Integrert verdikjede

XXLs forretningsstruktur er verdikjedestyr, slik som nevnt i kapittel 2. XXL trekker dette frem som en av flere årsaker til hvorfor de gjør det bedre enn sine konkurrenter. Ettersom butikknettverket til XXL er integrert i en felles verdikjede gir det selskapet muligheten til å redusere kostnader i verdikjedene gjennom stordriftsfordeler. Sentraliseringen av markedsføring og innkjøp fra hovedkontoret gjør det mulig for XXL å være fleksible og konkurransedyktige på pris. Derfor anses denne ressursen som verdifull for XXL. Videre er verdikjedestyrt sportskjeder mindre utbredt enn franchisestyrt i Norge. Samtidig er ikke integrerte verdikjeder uvanlig blant større utenlandske sportskjeder. Eksempler er Sports Direct og JD Sports. Derfor anses ikke ressursen som sjelden. På spørsmålet om det er mulig for andre konkurrenter å kopiere samme type forretningsstruktur er svaret både ja og nei. På den ene siden er det ikke vanskelig i seg selv å drive en verdikjedestyr sportskjede, og det finnes flere sportskjeder som gjør dette. På en annen side er det sannsynligvis svært kostnadskrevende for en aktør som allerede er etablert i en franchisestruktur å klare å snu hele organisasjonen til å bli verdikjedestyr. Samtidig er det eksempler i Norge på sportskjeder som har kopiert konseptet til XXL. Gresvig AS lanserte G-Max som svar på XXLs Big-Box konsept. Derfor trekker summen av argumentene mot at ressursen er imiterbar. Til slutt er det tydelig at den integrerte verdikjeden er satt ut til livs i organisasjonen, ettersom alle varehusene er koblet til den samme verdikjeden og benytter seg av tjenestene som hovedkontoret leverer. Til sammen vurderes den integrerte verdikjeden til å utgjøre en konkurransemessig paritet.

Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	Dyrt å imitere?	Organisert?	Konkurransemessige implikasjoner?
Integrert verdikjede	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet

Tabell 4-15 Integrert verdikjede gir en konkurransemessig paritet

Ledelse

Å ha en god administrerende direktør og velfungerende ledergruppe har vært viktig for XXL. Tidligere administrerende direktør Fredrik Steenbuch, har sittet i sin posisjon siden 2007, og vært med på veksten XXL har hatt. Han gikk derimot av etter fremleggingen av kvartalsrapporten for tredje kvartal 2018.

I XXLs ledergruppe og styre er det mange personer med bakgrunn fra varehandel, noe som gjør at ledelsen i XXL anses som en verdifull ressurs. Det kan argumenteres for at sammensetningen av menneskene i toppledelsen forklarer mye av hvorfor XXL har oppnådd dagens markedslederposisjon i Norge. Dette trekker i retning av at denne ressursen er sjelden. Samtidig er det slik at toppledelsen i store selskaper ofte skiftes ut med jevnlig mellomrom, noe som taler mot at ressursen er sjelden. På spørsmålet om ressursen er imiterbar, vurderes ledelsen opp mot å bli kopiert. Det er vanlig at toppledere bytter selskaper i løpet av karrieren, eller slutter, slik som tilfelle var med Fredrik Steenbuch. Videre sluttet eksempelvis tre XXL-direktører i mars 2018 for å begynne i andre selskaper (Hopland, E24, 2018b). Det er forbundet med en kostnad å skaffe seg toppledere fra et annet selskap, men med hensyn til størrelsen på sportskjedene anses ikke kostnaden som stor nok. Ressursen anses også som utnyttet og organisert gjennom at det eksisterer gode lønnsvilkår og bonuser for toppledelsen i XXL (Mortensen & Ytrehus, 2018). Likevel har 2018 vært ekstra spesielt for XXL, med store utskiftninger i toppledelsen. Det er usikkert hva endringene i ledelsen vil bety for XXL, men aksjen til XXL økte som følge av avgangen til Fredrik Steenbuch og kan derfor bety at det er positivt for selskapet med en utskiftning.

På generell basis har ikke ledelsen mulighet til å påvirke lønnskostnader, da det ofte avtales gjennom fagforeninger og XXL må forholde seg til et norsk lønnsnivå (Handel & kontor, 2018). Lønnsnivået er i de fleste tilfeller høyere i Norge sammenlignet med utlandet, og det kan gi utslag i Common size – analysen i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8. I videre vurdering av ledelsen vektlegges varekostnader mindre som følge av at varekostnader allerede er satt og relativt stabile. Andre driftskostnader er derimot en regnskapspost som kan skille ledelsen i XXL fra andre selskaper. Som det fremkom i kapittel 2.3 har det vært mye utskiftninger i ledelsen i løpet av det siste året. Samlet sett vurderer vi ledelsen til å ha en konkurransemessig paritet.

Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	Dyrt å imitere?	Organisert?	Konkurransemessige implikasjoner
Ledelsen	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet

Tabell 4-16 Ledelsen danner en midlertidig konkurranseulempe

Ansatte

Her er fokuset på de øvrige ansatte i XXL utenom ledelsen. Av årsrapportene til XXL fremheves ansatte som en verdifull ressurs. De vurderes ikke å være en sjelden ressurs, ettersom det er forholdsvis lett å skaffe seg denne type ansatte, og at de ikke sitter på en kompetanse som er vanskelig for andre konkurrenter å få tak i. Dermed vurderes heller ikke ressursen som vanskelig å imitere, noe som betyr at det er forholdsvis lett å kopiere og skaffe seg ansatte med lik kompetanse uten store kostnader. Ressursen er derimot effektivt organisert gjennom at ansatte får kursing og opplæring i jobben de skal gjøre. XXL har talentutviklingsprogram og intern kursing som ansatte kan få delta på (XXL ASA, 2018a). Summen av dette trekker i retningen av at ressursen anses å danne en konkurranseparitet.

Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	Dyrt å imitere?	Organisert?	Konkurransemessige implikasjoner?
Ansatte	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet

Tabell 4-17 Ansatte danner en konkurransemessig paritet

Varemerket XXL

XXL har brukt flere år og store ressurser på å bygge XXL-varemerket. XXL refererer til Big-Box konseptet med store fullsortiments varehus. Administrerende direktør i XXL fremhever at kundene søker varemerket XXL fremfor merkevaren til produktene. Dette er et resultat av flere års promotering av XXL ovenfor sine kunder, og som nevnt i kapittel 2.6 gjøres dette i flere kanaler (SPORT Juni, 2018). Derfor anses varemerket til XXL som verdifullt. Varemerket vurderes derimot ikke som sjeldent relativt til bransjen, ettersom det finnes flere sportskjeder som har godt omdømme. I Norge er G-Max, G-Sport, Intersport og Sport 1 noen eksempler. Internasjonalt er JD Sports og Sports Direct mye mer kjente varemerker enn XXL. Relativt til andre aktører i sportsbransjen anses ikke varemerket som dyrt å imitere, ettersom mange av aktørene har økonomiske ressurser, og mange har vært lengre i bransjen enn XXL. Totalt vurderes varemerket XXL til å utgjøre en midlertidig konkurranseulempe, ettersom det er mange flere sportskjeder som er mer kjent enn XXL. Dette kan også bidra til at ekspansjon til utlandet blir vanskeligere, fordi XXL må konkurrere mot andre sterke selskaper som allerede er godt etablert og kjent av kundene.

Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	Dyrt å imitere?	Organisert?	Konkurransemessige implikasjoner?
Varemerke	Ja	Nei	Nei	Ja	Midlertidig konkurranseulempe

Tabell 4-18 Varemerket danner en midlertidig konkurranseulempe

Big Box-konsept

Fra årsrapporten til XXL trekkes det frem at butikkonseptet deres er en verdifull ressurs (XXL ASA, 2018a). Butikkene er stort sett uformet likt med stor grad av overlapp i sortiment mellom butikkene. Størrelsen på butikkene gjør det mulig for XXL å selge produktene sine til konkurransedyktige priser, som følge av gunstige innkjøpsbetingelser. Det tiltrekker kunder, samtidig som det reduserer varekostnadene samt påfølgende distribusjons og logistikk-kostnader. Big Box-konseptet vurderes som sjeldent i den norske sportsbransjen, ettersom det er kun G-Max som har tilsvarende konsept. Derimot er ikke konseptet sjeldent dersom man sammenligner XXL med konkurrenter utenfor Norge. Sports Direct har tilsvarende store varehus. Ressursen anses som kostbar å imitere, ettersom det vil være utfordrende for en sportskjede bestående av små butikker å endre butikkonseptet raskt. I tillegg til at det vil være ressurskrevende å endre forretningsmodellen, vil omprofileringen også være kostbar. På spørsmålet om ressursen er effektivt organisert, vurderes dette å være tilfellet, ettersom konseptet danner fundamentet i strategien og forretningsmodellen til XXL (XXL ASA, 2018a). Big - Box konseptet antas å danne en konkurransemessig paritet på bakgrunn av XXLs rendyrkede strategi.

Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	Dyrt å imitere?	Organisert?	Konkurransemessige implikasjoner?
Big-box konsept	Ja	Nei	Ja	Ja	Konkurransemessig paritet

Tabell 4-19 Big-Box konseptet danner konkurransemessig paritet

Størrelse

Videre kan selskapsverdi ses på som en form for ressurs som kan påvirke selskapets evne til å forhandle med leverandører. Det er vanligvis slik at store vareinnkjøp premieres med rabatter eller lavere priser. Dermed vil ofte en stor aktør kunne skaffe varer billigere enn andre aktører. Ettersom XXL er betydelig mindre enn JD Sports og Sports Direct er det ikke urimelig å anta at de to sistnevnte selskapene har mulighet til å kjøpe inn mer varer til en lavere pris. Her anses ressursen å være verdifull for XXL ettersom man ønsker vekst og å bli større. Videre vurderes ressursen som sjelden og for dyr til å imitere.

Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	Dyrt å imitere?	Organisert?	Konkurransmessige implikasjoner?
Størrelse	Ja	Ja	Ja	Nei	Midlertidig konkurranseulempe

Tabell 4-20 Størrelse danner en midlertidig konkurranseulempe

4.2.2 Oppsummering av intern ressursbasert analyse

Formålet med VRIO-analysen var å undersøke hvorvidt XXLs ressurser anses som styrker eller svakheter sammenlignet med andre selskaper, og hvilke konkurransmessige implikasjoner disse styrkene eller svakhetene gir, i form av konkurransefordeler, ulemper eller pariteter. Resultatene fra VRIO-analysen er oppsummert i tabell 4-21.

Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	Dyrt å imitere?	Organisert?	Konkurransmessige implikasjoner
Varemerke	Ja	Nei	Nei	Ja	Midlertidig konkurranseulempe
Ledelsen	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransmessig paritet
Integrert verdikjede	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransmessig paritet
Ansatte	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransmessig paritet
Nettbutikk	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransmessig paritet
Big-Box konsept	Ja	Nei	Ja	Ja	Konkurransmessig paritet
Størrelse	Ja	Ja	Ja	Nei	Midlertidig konkurranseulempe

Tabell 4-21 Egenkomponert oppsummering av VRIO-analyse

Av tabellen ser vi at *ledelsen*, *integrert verdikjede*, *ansatte*, *nettbutikk* og *Big-Box konsept* danner konkurransmessig paritet. Dette betyr at ifølge vårt skjønn og vurderinger vil disse hverken bidra til at XXL får en høyere eller lavere rentabilitet enn gjennomsnittet i bransjen. Altså at $r - r_b = 0$. Dette betyr at disse ressursene ikke bidrar til å skape en ressursulempe eller fordel for XXL sammenlignet med bransjen. Imidlertid vil XXL selvsagt kunne forvente å ha konkurransefordeler i sammenligning med enkelte selskaper, men mot bransjen som helhet mener vi de ikke har det på sikt. I kapittel 8 vil vi i løpet av lønnsomhetsanalysen kvantifisere en eventuell ressursfordel eller ulempe, og se om disse samsvarer til forventningene våre her.

Videre mener vi at *varemerket* og *størrelsen* i dag utgjør en midlertidig konkurranseulempe, men som på sikt vil konvergere mot paritet. Disse ressursene er forventet å skape en ressursulempe, hvilket betyr at rentabiliteten til XXL blir lavere enn bransjegjennomsnittet. Altså at $r - r_b < 0$. Bakgrunnen for at varemerket anses som en midlertidig konkurranseulempe skyldes at XXL er mindre kjent enn mange av de store internasjonale sportskjedene. Dette vil kunne gjøre det utfordrende for XXL, som nå har ekspandert virksomheten til utenfor Norden, hvor de vil møte aktører som har et minst like godt varemerke og omdømme hos kundene. Mange av disse aktørene har lik forretningsmodell. Hovedårsaken

til at størrelsen vurderes som en ressurs som skaper en midlertidig konkurranseulempe skyldes at XXL ikke er store sammenlignet med JD Sports og Sports Direct. Dette kan påvirke store ulikheter knyttet til stordriftsfordeler ved eksempelvis innkjøp av varer eller omsetningsmuligheter.

Basert på analysen ovenfor konkluderes det med at XXL har en intern ressursbasert strategisk ulempe ovenfor aktørene i sportsbransjen. Dette betyr at XXL har ressurser som i dag ikke gir dem en større rentabilitet enn gjennomsnittet i sportsbransjen. Den strategiske analysen som vi har gjennomført gir en kvalitativ innsikt i hva som er kildene til strategisk fordel eller ulempe (Knivsflå, 2018, F2). Konklusjonene fra den interne ressursbaserte analysen gjort i dette kapitlet vil forhåpentligvis samsvare med kvantifiseringen av den interne ressursbaserte strategiske fordelen som utregnes i 8.2.4.

4.3 Oppsummering av strategisk analyse

Slik som nevnt i kapittel 4.1 består strategisk fordel av bransjefordel og ressursfordel. I tabell 4-22 er den strategiske fordelen for XXL oppsummert og dekomponert i en bransjefordel og ressursfordel. Dette baserer seg på den eksterne og interne analysen gjennomført i 4.1 og 4.2.

Dekomponert strategisk fordel	Historisk i analyseperioden (2012-2018T)	Fremover etter 2018T
Bransjefordel	Stor	Liten
(+) Ressursfordel	Negativ	Paritet
(=) Strategisk fordel	Moderat	Liten

Tabell 4-22 Egenkomponert oppsummering strategisk fordel

Ifølge analysene vurderes XXL til å ha en stor bransjefordel og en negativ ressursfordel over analyseperioden 2012- 2018. Dette betyr at XXL har hatt en *moderat* strategisk fordel over analyseperioden.

Den viktigste årsaken til den store bransjefordelen skyldes at vi mener bransjen har mulighet til å nøytralisere trusselen fra inntrengere og substitutter. Dette kan forklares av at det kreves betydelig kapital og stordriftsfordeler for å konkurrere på tilnærmede like vilkår med de etablerte aktørene. Dette mener vi trekker mot at bransjen kan opprettholde en rentabilitet som er høyere enn avkastningskravet. I 8.2.3 kvantifiseres bransjefordelen fra drift over analyseperioden.

Videre forventes XXL kun å ha en negativ ressursfordel i analyseperioden som følge av at vi under VRIO-analysen i 4.2.1 oppdaget at XXL har en rekke konkurransepariteter og to midlertidige ulemper knyttet til størrelsen og varemerket. Dette gjør det vanskelig for XXL å ha en ressursfordel sammenlignet med gjennomsnittet i bransjen.

I tiden fremover etter 2018 vil dette bildet endre seg noe. Bransjefordelen forventes å være *liten* etter 2018, ettersom økt konkurranse fra utenlandske aktører og pressede marginer som følge av intern rivalisering vil gjøre det mer utfordrende for sportsbransjen å være lønnsom. Derimot forventes XXL å ha en ressursfordel som utgjør en paritet, som følge av at en rekke av de midlertidige ulempene som varemerket og størrelse, slik som definert i VRIO-analysen, vil bli pariteter. I tillegg forventes XXLs størrelse å øke, noe som vil være nyttig i innkjøpsforhandlinger og fordelingen av stordriftsfordeler. Samlet sett betyr dette at XXL forventes å ha en *liten* strategisk fordel i tiden etter 2018, som følge av liten bransjefordel og paritet i ressursfordel.

Det poengteres at konklusjonen fra den strategiske analysen gjennomført her må være sammenfallende med den strategiske rentabilitetsanalysen som gjennomføres senere i masterutredningen i kapittel 8. Ettersom den strategiske analysen i kapittel 4 er kvalitativ, vil den senere rentabilitetsanalysen fortelle om konklusjonen fattet i dette kapittelet gir et korrekt bilde av i hvilken grad XXL har en strategisk fordel, og hvordan den er komponert.

4.4 Strategisk risiko og SWOT-analyse

Det er viktig å fastsette den strategiske risikoen til XXL ettersom den kan påvirke den strategiske fordelen. På samme måte som strategisk fordel kan dekomponeres, kan strategisk risiko komponeres i *bransjerisiko* og *ressursrisiko*. Bransjerisikoen består blant annet av mulighetene og truslene som finnes i bransjen. Ressursrisikoen innebærer hvilke styrker og svakheter XXL har internt for å møte truslene og mulighetene som finnes i omgivelsene. Dette er grunnfundamentet i SWOT-rammeverket, som er et godt verktøy for å tydeliggjøre den strategiske risikoen for XXL. SWOT står for strenghts (styrker), weaknesses (svakheter), oppertunities (muligheter) og threats (trusler). Bransjefordelen kan øke i fremtiden dersom mulighetene er gode nok, men også minke dersom truslene er for store.

Ved å ta funnene fra den eksterne bransjeorienterte analysen og interne ressursbaserte analysen inn i SWOT rammeverket, vil strategisk risiko oppsummeres godt. Funnene fra den eksterne bransjeorienterte analysen danner grunnlaget for *mulighetene* og *truslene* i sportsbransjen.

Derimot danner funnene fra den interne ressursbaserte analysen utgangspunktet for hva som anses som *svakheter* og *styrker*. I tabell 4-23 følger en oppsummering av disse funnene. Det er viktig å understreke at dette kun er en kvalitativ vurdering basert på funnene fra ekstern- og internanalysen. Forståelse av den strategiske risiko er viktig ettersom det vil kunne påvirke lønnsomheten til XXL inn i framtiden, samt de strategiske valgene som tas kontinuerlig.

SWOT-modell for XXL	
Styrker	Muligheter
<ul style="list-style-type: none"> -Big-Box konseptet har vist seg å være lukrativ -Ledelsen er kompetente og innehar høy bransjeerfaring -Integrert verdikjede muliggjør lavere kostnader i verdikjeden -Sterkt omnikanalstrategi gjør de rustet i kampen på nett -God netthandelsløsning -Varemerket til XXL står sterkt hos forbrukeren -At XXL er børsnotert gjør det mulig å hente kapital -Størrelse på varehus gir stordriftsfordeler og kontroll 	<ul style="list-style-type: none"> -Netthandelskanalen vokser kraftig slik -Ekspansjon til nye land kan gi økt vekst -Omnikanalstrategien kan medføre til økt salg -Teknologi muliggjør bedre kostnadseffektivitet -Økt aktivitetsnivå og treningstrender kan føre til økt etterspørsel -Forsterke varehusnettverket slik at alle varehus fungerer som varelagre
Svakheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> -Big-Box konseptet krever betydelig kapital -Manglende lokal tilhørighet begrenset fysisk tilstedeværelse -Kontrakter med leverandører kan gjøre XXL mindre fleksible -Lavprisstrategien til XXL kan forsterke marginpresset -Ikke like spesialisert som nisjebutikkene -Siden XXL er børsnotert kan spekulasjon redusere verdien av XXL 	<ul style="list-style-type: none"> -Leverandørene kan få økt makt og selger direkte til kunden -Pure players som Amazon kan stjele markedsandeler -Klima kan endre seg og dermed påvirke de fire årtidene -Substitutter til XXL kan utforde selskapet -Konkurrenter forsøker stadig å stjele markedsandeler -Lave marginer kan påvirke lønnsomheten til XXL -Bransjeglidning kan føre til at andre bransjer stjeler omsetning

Tabell 4-23 Egenkomponert SWOT-modell

4.5 Strategisk vekstanalyse

Videre vil det være interessant å analysere og drøfte hvilke vekstmuligheter XXL har i fremtiden basert på den gjennomførte eksternorienterte analysen i 4.1 og den interne ressursbaserte analysen i 4.2. Med utgangspunkt i det vi nå vet om XXL og sportsbransjen, slik som presentert i 2.3 og 2.4, har vi identifisert tre vekstmuligheter for XXL i fremtiden. Disse er *ekspansjon til nye land*, *netthandel* og muligheten for *franchiseordning og outlet-butikker*. Utfordringene ved hver av disse mulighetene vil drøftes underveis.

Den *første* vekstmuligheten er å fortsette ekspansjonen til land utenfor Norden. Ved å gjøre dette vil XXL kunne sikre seg tilgang på nye markeder hvor de kan selge produktene sine. I teorien vil kontinuerlig ekspansjon til nye land bidra til å øke driftsinntektene, men det forventes at veksten vil avta på sikt ettersom markedene vil mettes. XXL har vist evne til å starte opp butikker i flere land, slik som nevnt i 2.3. Dette viser også at XXL har en strategi forankret i toppledelsen om at ekspansjon er en god mulighet for XXL til å vokse. Her vil gjennomføringsevne blant toppledelsen og andre sentralt involverte i XXL være en viktig

ressurs. Utfordringene knyttet til ekspansjon er at det vil innebære kostnader knyttet til satsingen i form av tid og planlegging. Samtidig legger XXL selv vekt på at det ikke er fornuftig å ekspandere til alle land, ettersom de er avhengig av land med tydelig definerte årstider.

For det *andre* har netthandel vist seg å være et område hvor XXL har opplevd betydelig vekst. Dette er en arena hvor det finnes betydelige vekstmuligheter. Driftsinntektsveksten på nett er betydelig større enn veksten i de fysiske butikkene. I 2.3 kom det frem at XXL hadde en CAGR i netthandelsomsetningen på 54 prosent mellom 2015 og 2017, og at netthandel sto for totalt 1,1 milliarder kroner i 2017 (Virke, 2018). Nettbutikkene til XXL vil dermed være en viktig ressurs for å sikre fremtidig vekstmuligheter. Dette er også i tråd med omnikanalsatsingen deres, hvilket skal sikre dem å være tilgjengelig for kunden på flere salgsflater. En utfordring ved denne muligheten er at XXL kan komme til å konkurrere mot aktører som er spesialiserte og som utelukkende driver med netthandel, som i ytterste konsekvens kan gjøre at XXL konkurrerer på dårligere vilkår. Dette ble også diskutert i kapittel 2.5 om *handelsteknologi*.

En tredje vekstmulighet for XXL kan være å starte mer rendyrkende outletbutikker eller starte en franchiseordning. I sportsbransjen har ulike outletsbutikker oppnådd en svært høy driftsinntektsvekst. Slik som nevnt tidligere har Sport Outlet hatt en CAGR på 89 prosent siden 2013. Dette kan være en trend som XXL burde være med på. Videre vil en franchiseordning kunne føre til raskere ekspansjon ved at kjøpmenn drifter og eier varehusene. Ulempen med denne ordningen er at XXLs strategi og konsept er store varehus, noe som kunne skapt forvirring hos kunde og dyrere distribusjon.

Med utgangspunkt i analysen ovenfor anslår vi at vekstmulighetene til XXL vil være *redusert*. Dette følger av at ekspansjon til andre land er utfordrende og kostbar, spesielt når omsetningsveksten i fysiske butikker er fallende. I kapittel 9 vil driftsinntektsveksten diskuteres nærmere, og det vil beregnes et estimat på hva denne er i fremtiden. Derfor forventer vi allerede her at driftsinntektsmulighetene til XXL i fremtiden vil være begrenset.

5 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen er viktig for å presentere hvilke historiske tall som XXL har oppnådd, hva man har av forpliktelser, hvor selskapet har eiendeler og koblinger mellom aktivitetene og størrelsen på arbeidskapitalen (Kaldestad & Møller, 2016). XXL rapporterer etter regnskapsspråket IFRS, og vil derfor ha et balansefokus, hvor fokuset knytter seg til eiendeler- og balansedefinisjoner (Kaldestad & Møller, 2016).

Regnskapsanalysen er en kvantitativ metode for å analysere de underliggende økonomiske forhold gjennom tallgrunnlaget for risiko og rentabilitet, og skal være tallbasert i motsetning til den kvalitative delen i kapittel 4. Både strategisk fordel og risiko skal tallfestes i denne delen (Knivsflå, 2018, F3).

Det er mange brukere som benytter et finansregnskap for å skaffe seg regnskapsmessig informasjon. Brukerne har ulike preferanser når de analyserer tallene. Det mest nærliggende skillet er mellom kreditor og investor (Kaldestad & Møller, 2016). Oppstillingsplanen i regnskapet er kreditorrettet, hvor blant annet kortsiktig og langsiktig gjeld blir gruppert etter forfallstidspunkt. Derimot blir omløpsmidler og anleggsmidler sortert etter illikviditet (Knivsflå, 2018, F4).

Fokuset til kreditororientert regnskapsanalyse er om verdiene av eiendelene er store nok, slik at kreditor sikres penger om selskapet misligholder gjelden (Knivsflå, 2018, F3). Et annet moment er om lånerenten reflekterer risikoen for mislighold.

Fokuset til investororientert regnskapsanalyse er nettoverdien på eiendelene, altså verdien av eiendelene fratrukket gjeld. En investor ønsker i tillegg å undersøke hvilken avkastning investert kapital genererer. De underliggende verdiene gir ikke nødvendigvis det riktige bilde av inntjeningen (Kaldestad & Møller, 2016). Poster som ikke gjentar seg, engangseffekter og konjunktursvingninger er faktorer som skal justeres for å gi et mest mulig riktig bilde av den underliggende verdien til selskapet. Unormale poster av inntekter og kostnader skal fjernes, mens normale poster bedre estimerer fremtidige verdier i regnskapet (Kaldestad & Møller, 2016).

I vår analyse har vi investorperspektivet som utgangspunkt. Det må dermed omgrupperes i regnskapet. Det betyr derimot ikke at kreditorperspektivet utelukkes (Knivsflå, 2018, F4).

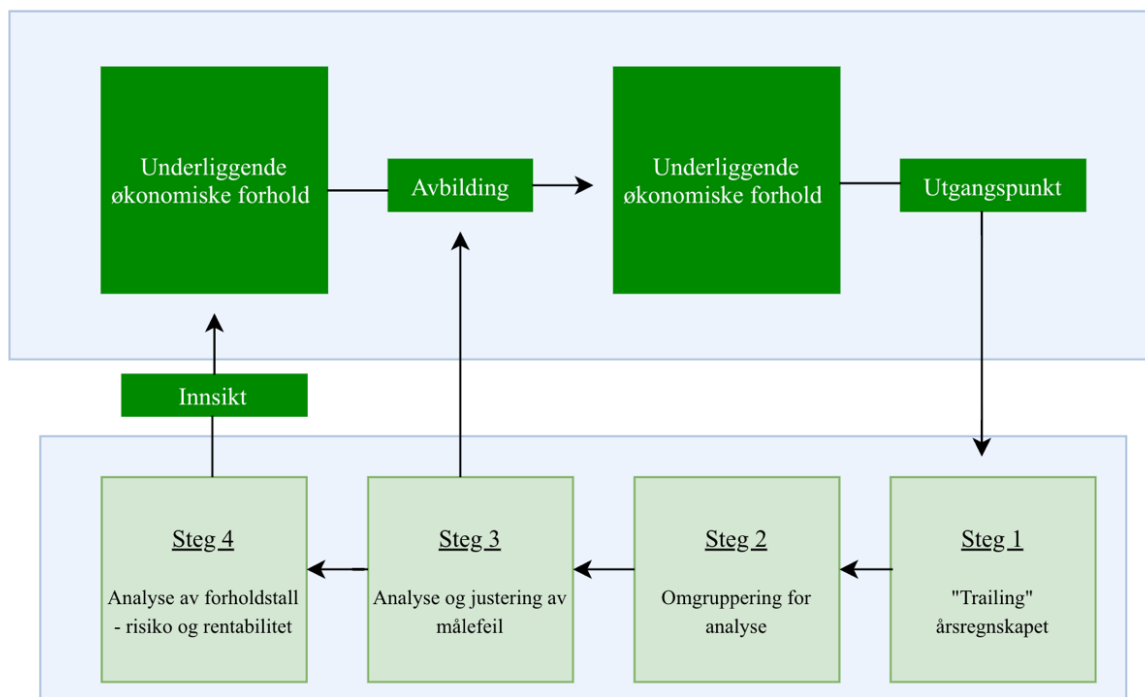
Regnskapstallene er hentet fra offentlig tilgjengelig informasjon, primært års- og kvartalsrapporter. I neste avsnitt vil rammeverket for regnskapsanalysen legges frem.

5.1 Rammeverket

Rammeverket tar utgangspunkt i forelesningsfoilene til Knivsflå (2018) i faget Regnskapsanalyse og verdivurdering (kurskode: MRR413). Rammeverket som blir presentert i forelesning 3 er utgangspunktet for denne regnskapsanalysen. Annen verdsettelsesteori som oppgaven benytter er Kaldestad og Møller (2016), Damodaran (2012), Kinserdal (2017), Penman (2010) og Palepu (2013).

Det er fire steg i regnskapsanalysen, og steget er illustrert i figur 5-1. Steg 1 får ut på å ”traile” årsregnskapet for perioden 2018 for XXL, hvor Q1-Q3 i 2017 brukes mot Q1-Q3 i 2018 for å finne Q4, slik at årsregnskapet blir komplett for inneværende år. Steg 2 er en omgruppering av finansregnskapet fra et kreditororientert perspektiv til et investororientert. Steg 3 er å analysere målefeil i regnskapstall som har blitt omgruppert, og justere for eventuelle vesentlige målefeil. I det siste og fjerde steget kartlegges økonomiske verdier i selskapet, hvilket for oss er XXL ASA, ved bruk av forholdstall knyttet til risiko og superrentabilitet.

Før vi gjennomfører disse stegene skal det først tas stilling til valg av analysenivå, analyseperiode og komparativ bransje.



Figur 5-1 Rammeverk regnskapsanalyse (Knivsflå, 2018, F3)

5.1.1 Valg av analysenivå for oppgaven

Det må først vurderes om analysenivået skal være samlet eller delt. Et selskap med flere forretningsområder burde analyseres hver for seg (Kaldestad & Møller, 2016). Tilgangen på regnskapsinformasjon fordelt på ulike forretningsområder er ofte lav, og det er derfor krevende å skille forretningsområdene (Knivsflå, 2018, F3).

XXL har flere forretningsområder, men det er likevel naturlig at alle forretningsområdene analyseres samlet. Ved bruk av konsernregnskap vil totalomfanget av regnskapet bli inkludert. I vår oppgave velges derfor konsernregnskapet til XXL. Konsernregnskapet rapporterer etter IFRS (XXL ASA, 2018a).

5.1.2 Valg av analyseperiode

Analyseperioden bestemmer antall år de historiske regnskapstallene skal omfatte. For at et selskap skal benytte en lang periode (ti år) så forutsetter det stabilitet i selskapet i de siste årene. Oppkjøp av selskaper eller store endringer i regnskapet, kan påvirke valg av analyseperiode. En kortere analyseperiode vil gi et lavere sammenligningsgrunnlag, men det er hensiktsmessig hvis bransjen er stabil.

XXL har ikke drevet med oppkjøp de siste årene, samtidig har de hatt en stabil operasjonell drift. Dette veier mot en analyse med lang tidshorison. Det har heller ikke vært store endringer i forretningsområder. XXL har derimot flere ekspansjonsplaner, og har de siste årene økt sin horison i antall land de er representert med varehus.

Det har i løpet av de ti siste årene vært både oppgang og nedgang i konjunkturen både i Norge og internasjonalt, og i en regnskapsanalyse kan det være hensiktsmessig å inkludere dette for bedrifter som driver virksomhet i en syklisk bransje (Knivsflå, 2018, F3). Hvis det ikke tas høyde for sykliske endringer så bør dette korrigeres for i selve tolkningen av tallene. XXL opplevde en finanskrisen i 2008/2009 og en oljeprisnedgang i 2014. Det er derimot ikke konjunkturendringer som påvirker driften i XXL mest, men mer vær og klima. (XXL ASA, 2018a).

For at regnskapstallene skal være sammenlignbare rapporteres det etter IFRS. Kwartstall og årsrapporter vil benyttes her. Som følge av krav fra Oslo børs og ESMA må XXL rapportere etter IFRS, og dermed må det fremlegges historisk finansiell informasjon for de siste tre årene før børsnotering etter IFRS (Oslo Børs, 2018b). XXL har derfor måttet rapportere etter IFRS siden 2011. Det er fordelaktig med tanke på sammenligningsgrunnlaget for regnskapstall i denne oppgaven.

På bakgrunnen av drøftelsen ovenfor konkluderes det med at analyseperioden blir 6 år, altså fra 2012-2018.

5.1.3 Komparativ bransje

I kapittel 2.7 presenteres de ulike komparative selskapene i bransjen, og bransjeavgrensningen i 2.2.1 vil gi leseren en oversikt over selskapene som er konkurrenter i sportsbransjen. Bransjegjennomsnittet vil være en god benchmarking relativt til XXL. XXL skal inkluderes i beregningen av bransjegjennomsnittet, noe som betyr at selskapet sammenlignes med seg selv (Knivsflå, 2018, F3). XXL er en stor aktør i Norden, men ikke større enn Sports Direct og JD sports.

I vårt bransjegjennomsnitt velger vi å ta med Gresvig, Sports Direct, Stadium AB og JD Sports basert på de respektive konsernregnskapene, samt XXL. Disse selskapene vil utgjøre bransjen som vi kommer til å sammenligne opp mot XXL. En svakhet er at vi ikke har med enda flere selskaper, men som følge av tidsbegrensninger falt valget på en blanding av norske, svenske og

britiske sportskjeder som konkurrerer i de samme markedene som XXL. I tillegg valgte vi å ta med Sports Direct og JD Sports som følge av at de er børsnoterte, slik som XXL.

5.2 Trailing

Det første steget i regnskapsanalysen er å traile årsregnskapet for 2018T med utgangspunkt i kvartalsrapporter og årsrapporter. Etersom XXL er børsnotert og rapporterer etter IFRS er de nødt til å minst fremlegge halvårsregnskaper, men i XXL sitt tilfelle avlegger de i tillegg kvartalsrapporter. For XXL er kvartalsrapportene for 1., 2. og 3. kvartal offentliggjort (XXL ASA, 2018d). Sammen med kvartalstallene fra de tre første kvartalene i 2017, så trailes kvartalstallene for fjerde kvartal (Q4) 2018. Ved å gjøre dette har vi alle tallene til å traile årsregnskapet for 2018T, herunder resultatregnskap, balansen og endring i egenkapital. Hensikten med trailing er å bygge inn den nyeste regnskapsinformasjonen, slik at brukeren får et estimat som er mest mulig oppdatert (Knivsflå, 2018, F3).

Kvartalsrapportene til XXL inneholder vesentlig mindre informasjon sammenlignet med årsrapportene. Derfor vil noen regnskapsposter ikke trailes på bakgrunn av lite tallmateriale, men det vil komme tydelig frem hvilke poster dette gjelder. Samtidig er trailing bygget på flere forutsetninger, ettersom målet er å gi et best mulig estimat på hvordan årsregnskapet for 2018 blir. Trailing er kalkulerte estimat, og bygger på antagelser fra tidligere kvartaler.

For å traile regnskapstallet for hele 2018 multipliseres første til tredje kvartal for 2018, samt fjerde kvartal for 2017, med en vekstfaktor. Vekstfaktoren er veksten fra første til tredje kvartal i 2017, til første til tredje kvartal i 2018. Trailingen av de enkelte regnskapspostene avhenger av om posten er en normal eller unormal post, og blir behandlet på ulike måter. Dette vil utdypes i neste delkapittel.

For XXL er det spesielt én regnskapspost som er mer utfordrende å traile. Regnskapsposten for finansinntekter og finanskostnader. Bakgrunnen for dette er at kvartalsrapportene kun rapporterer finansresultat, og ikke om andelen finansinntekter og finanskostnader. Her vil det gjøres forutsetninger.

5.2.1 Resultatregnskap

I dette avsnittet skal trailingen av 2018T for normale og unormale poster utføres. Trailingen tar utgangspunkt slik som beskrevet i Knivslå (2018, F3).

5.2.1.1 Behandling av normale driftsrelaterte poster

I trailingen av normale poster for XXL benyttes fremgangsmåten til Knivslå (2018, F3) for normale poster. Etter at tredje kvartal er kjent kan følgende formel benyttes:

$$\text{Trailing 2018} = Q1_{2018} + Q2_{2018} + Q3_{2018} + (1 + g) * Q4_{2017}$$

Der g er veksten mellom kvartal Q1-Q3 2018 og Q1-Q3 2017.

$$g = \frac{Q1_{2018} + Q2_{2018} + Q3_{2018}}{Q1_{2017} + Q2_{2017} + Q3_{2017}} - 1$$

Trailing for normale poster for XXL i 2018 regnes basert på kvartalstallene for de tre første kvartalene i 2018 og det vekstjusterte siste kvartelet fra 2017. Dette kalles for trailing med vekstjustering. Kvartalsvis vekst tas med for å estimere regnskapsposten slik at trailingen blir best mulig. I visse tilfeller kan veksten g være for ekstrem i begge retninger, som følge av at kvartalet er preget av uregelmessig inntjening eller kostnader som oppstår i et kvartal. Dersom dette er tilfellet kan veksten justeres (Knivslå, 2018, F3).

I trailingen for XXL var veksten i driftsinntekter for de tre første kvartalene fra 2017 til 2018 på 12 prosent. Dette anses som realistisk, og ikke for høyt. XXL har i 2018 åpnet flere butikker og økt sine markedsandeler, jf. kapittel 2.3. Sammenlignet med veksten i kostnadspostene til XXL anses denne veksten som rimelig, og blir derfor ikke justert.

Videre var kvartalsveksten i varekostnadene 13 prosent fra Q1-Q3 2017 til Q1-Q3 2018 i trailingen. Varekostnadene til XXL er hovedsakelig kostnader knyttet til varer som kjøpes inn og selges i varehusene. Veksten i varekostnadene kan fremstå høy, men veksten i driftsinntekter vurderes til å bli 12 prosent i samme periode. Økt total omsetning skyldes enten prisvekst på solgte produkter eller at flere produkter er solgt. Dersom sistnevnte er tilfellet vil det følgelig medføre økte varekostnader. Etersom varekostnaden har økt et prosentpoeng mer i perioden kan det skyldes at det for eksempel er blitt marginalt dyrere for XXL å kjøpe inn varer sett i forhold til total omsetning.

I trailingen har lønnskostnadene økt med 15 prosent. Dette virker som et godt estimat, ettersom lønnskostnadene kan øke som følge av økt antall varehus. I perioden Q1 til Q3 i 2018 har XXL åpnet 11 varehus. Ved Q3 2017 hadde XXL 70 varehus, og ved avleggingen av Q3 2018 hadde de 81 varehus. Estimater er derfor rimelig, og vi føler ikke behov for å justere veksten.

Av- og nedskrivninger har økt med 23 prosent i trailingen. Forklaringen på økningen kan ha sammenheng med at XXL sin balansepost for varige anleggsmidler har økt jevnt over årene. Det foretas ingen justering i denne veksten heller, og 23 prosent anses som beste estimat.

Videre har andre driftskostnader økt med 17 prosent for 2018T. Kvartalsrapportene til XXL antyder at det har blitt investert en betydelig sum i infrastruktur, IT og opplæringsfasiliteter (XXL ASA, 2018d). Samtidig er det naturlig at andre driftskostnader øker som følge av kostnader knyttet til de 11 nye varehusene i perioden Q1-Q3 2018. Dette kan være kostnader knyttet til leasing, markedsføringskostnader eller vedlikeholdskostnader. Til sammenligning vokste denne posten med 14 prosent fra 2016 til 2017, hvilket er et argument for at en vekst på 17 prosent i andre driftskostnader for 2018T er et godt estimat.

5.2.1.2 *Behandling av normale finansrelaterte poster*

Normale finansrelaterte poster er renteinntekter og rentekostnader (Knivsflå, 2018, F3). Kvartalsrapportene til XXL viser ikke størrelsen på renteinntektene og rentekostnadene, men kun finansresultat. Likevel kan et estimat beregnes ved å ta utgangspunkt i tidligere år. I trailingen av rentekostnader og renteinntekter for XXL i 2018T brukes tall for finansielle eiendeler og finansiell gjeld fra utgående balanse i 2017. Dermed kan trailingen for renteinntekter og rentekostnader utledes på følgende måte for 2018T:

$$FI_{2018T} = \frac{FI_{2017}}{FE_{2017}} * FE_{2018T}$$

$$FK_{2018T} = \frac{FK_{2017}}{FG_{2017}} * FG_{2018T}$$

Merk at finansinntektene og finanskostnadene i trailingen i dette tilfellet kun omfatter renteinntekter og rentekostnader, ettersom valutapostene er utelatt.

5.2.1.3 *Behandling av unormale poster*

I motsetning til normale poster som gjentar seg hvert år, så krever unormale poster en annen behandling i trailingen (Knivsflå, 2018, F3). Unormale poster er ofte uforutsigbare eller preget

av enkelthendelser. Trailingen av regnskapspostene for 2018T gjøres med utgangspunkt i tallene fra siste kvartal, slik at de mest oppdaterte tallene benyttes. Dette kan ifølge Knivsflå (2018, F3) uttrykkes på følgende måte:

$$\textit{Trailing 2018} = Q1_{2018} + Q2_{2018} + Q3_{2018} + 0$$

Dette vil si at istedenfor å estimere Q4 2018 settes denne lik 0 ettersom posten er unormal.

I trailingen av resultatregnskapet for XXL er det to regnskapsposter som anses som unormale. Disse er finansinntekter og finanskostnader. Bakgrunnen for det er at disse postene inneholder valutakursendringer, noe som anses som vanskelig å predikere og uforutsigbare. Derfor holdes disse to postene utenfor.

5.2.1.4 Behandling av skattekostnad

For å kunne traile XXL sin skattekostnad for 2018T er det nødvendig å finne driftsskattesatsen (dss), skattesats på finansinntekter (fiss), skattesats på finanskostnader (fkss) og unormalt finansresultat (UFR) (Knivsflå, 2018, F3).

I beregningen av driftsskattesatsen for 2018T legges driftsskattesatsen for Q1-Q3 2018 til grunn. Dermed blir driftsskattesatsen for Q1-Q3 2018 beste estimat på driftsskattesatsen for hele trailingåret. Kvartalsrapportene til XXL har ikke informasjon om hva skattesatsen for finansinntekter og finanskostnader utgjør. Det foretas derfor en forenkling der fiss og fkss settes lik selskapsskattesatsen (sss) for XXL på 23 prosent. Dermed vil netto finansresultat, som i trailingen kun består av renteinntekter og rentekostnader, beskattes med 23 prosent. Som nevnt tidligere i kapitlet holdes finansinntekter og -kostnader relatert til valutasingninger utenfor. Utregningen for driftsskattesats kan ifølge Knivsflå (2018, F3) gjøres på følgende måte:

$$dss = \frac{\textit{Rapportert skattekostnad} - \textit{finansskatt}}{\textit{Driftsresultat}}$$

Driftsskattesatsen som legges til grunn i denne oppgaven er 20,43 prosent, hvilket anses som et godt estimat, noe lavere enn selskapsskattesatsen. Ved samme utregningsmetode, og disse forutsetningene lagt til grunn, kan skattekostnaden for 2018T regnes ut ved følgende formel:

$$SK_{2018T} = dss * DR + fiss * (FI + UFR) - fkss * FK$$

Basert på forutsetningene gjort ovenfor med tilgjengelig regnskapstall, så brukes driftsresultatet, netto finansresultatet og selskapsskattesatsen for 2018T for å finne det beste

estimatet for skattekostnaden i 2018T. Mulige svakheter ved beregningen av skattekostnaden er at det ikke skilles mellom skattesatsen lagt til grunn for finansinntekter og finanskostnader. Nedenfor er endelig trailing for XXL i 2018T presentert i tabell 5-1.

XXL Trailing av resultatregnskap	2017		2018	Trailing uten vekst	Vekstfaktor	Vekstjustering	2018T
	Q1-Q4	Q1-Q3	Q1-Q3				
Driftsinntekter	8709	6184	6905	9430	12 %	294	9724
Varekostnader	5265	3801	4298	5762	13 %	191	5953
Lønnskostnader	1416	1027	1177	1566	15 %	57	1623
Av- og nedskrivning	159	112	138	185	23 %	11	196
Andre driftskostnader	1201	860	1003	1344	17 %	57	1401
Totale driftskostnader	8041	5800	6616	8857	14 %	316	9173
Driftsresultat	668	384	289	573		-21	552
Renteinntekter	2			2			2
Andre finansinntekter	725						
Totale finansinntekter	727			2			2
Rentekostnader	42			42			46
Andre finanskostnader	726						
Totale finanskostnader	768			42			46
Netto finansresultat	-42	-36	-48	-40			-44
Resultat før skatt	626	348	241	533			509
Skattekostnad	114	70	48				103
OCI	4						0
Årsresultat	516	278	193	533			406

Tabell 5-1 Utrekning trailing for år 2018T for XXL

5.2.2 Balanse

I trailingen av balansen for 2018T vil utgangspunktet være siste tilgjengelige kvartalstall. For XXL sitt tilfelle er 3. kvartal (Q3) kjent, hvilket tilsier at kvartalstallene fra balansen i Q3 danner grunnlaget for trailingen i 2018T. I følge Knivsflå (2018, F3) kan trailingen av en balanse uttrykkes på følgende måte:

$$\text{Trailing 2018T} = Q3_{2018}$$

Svakheten ved denne fremgangsmåten kan være hvis det har forekommet store endringer i Q3 2018. Det vil da kunne anses som en enkelthendelse, og justering ville kanskje vært nødvendig. I årsregnskapene til XXL, men spesielt i kvartalsrapportene er det ofte mangelfull informasjon. Her har balanseposter blitt slått sammen, hvilket kan gjøre det vanskelig å skille ut enkelte balanseposter. For eksempel er kundefordringer og andre fordringer slått sammen i kvartalsrapportene, men ikke i årsrapportene. Aksjekapital, overkurs og annen innbetalt egenkapital er også slått sammen. I tillegg er varemerke, egentilvirket programvare og programvare slått sammen. Ettersom kvartalsrapportene ikke gir informasjon om hvordan denne inndelingen er, vil trailingen av disse balansepostene basere seg på beste estimat gjort med utgangspunkt i hva denne posten har vært tidligere.

Balanseposten "andre immaterielle eiendeler" inneholder varemerker, egentilvirket programvare og programvare. Varemerke og programvare for 2018T settes lik utgående balanse 2017 av årsrapporten. Konsekvensen er dermed at egentilvirket programvare reduseres fra året før. Ettersom det ikke foreligger tilstrekkelig informasjon om hvordan utviklingen har vært for underpostene anses dette som beste estimat.

Balanseposten kundefordringer og andre kortsiktig fordringer var til sammen 304 millioner norske kroner i Q3 2018. Noen av postene er ikke tatt med i kvartalsrapportene, og må derfor estimeres. Derfor traileres disse postene med utgangspunkt i forholdstallet mellom balansepostene fra 2017. Ved utgangen av 2017 utgjorde kundefordringer 48 prosent av balanseposten kundefordringer og andre kortsiktige fordringer. Dermed anslås kundefordringene å holde seg på samme nivå i trailingen for 2018T. Andre kortsiktige fordringer behandles som en restpost, og utgjør følgelig 52 prosent av kundefordringer og kortsiktige fordringer i 2018T.

Innskutt egenkapital utgjorde 2,84 milliarder norske kroner i Q3 2018. Siden det er mangelfull informasjon om hva innskutt egenkapital innebærer benyttes forholdstall fra året før på aksjekapital, overkurs og annen innbetalt egenkapital som utgangspunkt for å finne hva de nevnte postene er i tredje kvartal.

En utfordring knyttet til trailingen av endringen i egenkapital for 2018T skyldes at beregningen for egenkapitalen gjøres ved å ta utgangspunkt i Q3 2018, mens totalresultatet er et estimat for hele regnskapsåret. Dermed oppstår det et avvik i endringen av egenkapitalen i perioden som gjør at trailingen for egenkapitalen 2018T ikke går opp. Dette avviket løses ved å ta differansen og føre denne direkte opp mot egenkapitalen som driftsrelatert dirty surplus. Dette er en svakhet i trailingen av endring i egenkapitalen i 2018T.

5.3 Presentasjon av rapporterte tall

I dette avsnittet presenteres XXLs resultatregnskap, balanse og endring i egenkapital for perioden 2012 til 2018. Tallene er hentet fra kvartalsrapporter og årsrapporter som er offentlig tilgjengelig. Kvartalsrapporter fra 2017 og de siste tilgjengelige fra 2018 er tallgrunnlag. Dette har naturligvis blitt brukt for å estimere vårt inneværende regnskapsår, 2018T. XXL rapporterer etter IFRS, og regnskapsoppsettet følger IAS 1. Resultatregnskapet til XXL over analyseperioden er vist i tabell 5-2 nedenfor.

Resultatregnskap for XXL								
Alle tall i NOK millioner	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Driftsinntekter	2466	3102	4011	5220	6487	7814	8711	9726
Andre driftsinntekter	5	5	2	3	1	0	0	0
Totale driftsinntekter	2471	3107	4013	5223	6488	7814	8711	9726
Varekostnader	1440	1855	2399	3083	3908	4694	5265	5953
Lønnskostnader	347	443	606	799	991	1240	1416	1623
Av- og nedskrivning	37	47	59	80	91	127	159	196
Andre driftskostnader	359	439	544	732	863	1055	1201	1401
Totale driftskostnader	2183	2783	3608	4694	5853	7116	8041	9173
Driftsresultat	288	324	405	529	635	698	670	553
Renteinntekter	1	0	0	0	0	0	0	0
Andre finansinntekter	10	10	39	93	141	365	725	0
Totale finansinntekter	11	10	39	93	141	365	725	0
Rentekostnader	220	233	249	194	49	27	42	46
Andre finanskostnader	9	11	18	88	121	394	728	0
Totale finanskostnader	229	244	267	282	170	421	770	46
Netto finansresultat	-218	-234	-228	-189	-29	-56	-45	-46
Resultat før skatt	70	90	177	340	606	642	625	507
Skattekostnad	14	19	51	77	179	126	114	103
Årsresultat	56	71	126	263	427	516	511	405
Other comprehensive Income	0	0	1	0	0	3	4	0
Totalresultatet	56	71	127	262	427	519	516	405

Tabell 5-2 Resultatregnskapet for XXL-konsernet

Presentasjonsvaluta for XXL er norske kroner (NOK). Valuta som ikke er norske kroner omregnes til valuta på balansedato 31.12 (XXL ASA, 2018a). I 2018 ble IFRS implementert i sammenheng med 100 dagers returrettpolicy, og det betyr at det avsettes med 11 millioner i 2018 for returer, slik IFRS 15 krever. I tabell 5-3 er balansen for XXL presentert.

Balanseregnskap for XXL								
Alle tall i NOK millioner	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Anleggsmidler								
Varemerker	191	160	190	191	191	195	199	199
Egentilvirket programvare	0	-	15	20	24	47	43	38
Programvare	0	-	9	10	10	10	12	12
Utsatt skattefordle	2	-	-	-	-	-	6	0
Andre immaterielle eiendeler	0							0
Goodwill	2446	2 158	2 734	2 734	2 734	2 734	2734	2734
Sum imaterielle EI	2638	2 318	2 948	2 955	2 959	2 986	2 994	2 983
Anlegg under utførelse	0		6	3	8	5	7	7
Maskiner og utstyr	72	86	60	57	54	52	105	105
Bygninger og tomter	8	8	9	8	8	8	7	7
Transport og kjøretøy	0	-	1	1	1	1	1	1
Inventar og innredning	148	231	338	404	499	615	737	763
Sum varige driftsmidler	228	325	414	473	570	681	857	883
Lån til tilknyttede selskap	6	5	4					0
Andre investeringer	1	1	-			2	4	3
Sum finansielle anleggsmidler	7	7	4	-	-	2	4	3
Sum anleggsmidler	2874	2 650	3 366	3 428	3 529	3 669	3 855	3 869
Omløpsmidler								
Varelager	633	778	1 073	1 397	1 928	2 610	3152	3147
Kundefordringer	182	208	152	93	78	186	180	146
Andre kortsiktige fordringer	3	30	74	192	217	91	195	158
Kontanter og bankinnskudd	131	57	170	222	87	115	314	118
Sum omløpsmidler	949	1 072	1 469	1 904	2 310	3 002	3 841	3 569
Sum Eiendeler	3823	3 722	4 835	5 332	5 839	6 671	7 696	7 438
Egenkapital								
Aksjekapital	109	109	109	55	48	55	55	55
Overkurs	986	986	986	2 834	2 834	2 817	2806	2761
Annen innbetaltEK	0				4	14	23	23
Annen egenkapital	-421	662	78	330	480	722	961	863
Sum EK	674	434	1 173	3 219	3 366	3 608	3 845	3 702
Langsiktig gjeld								
Utsatt Skatt	29	23	41	52	61	51	42	108
rentebærende gjeld	2600	1 215	1 038	1 097	1 116	1 051	1089	1042
Ikke-rentebærende gjeld	0							0
Lån fra aksjonærer	0	1 517	1 669	-	-	-		0
Sum langsiktig Gjeld	2629	2 755	2 748	1 149	1 177	1 102	1 131	1 150
Kortsiktig gjeld								
Leverandørgjeld	298	268	415	455	578	639	842	763
Kortsiktig, rentebærende gjeld	0		139	6	8	563	916	1138
Derivater	0		4			-		0
Betalbar skatt	17	25	48	75	193	123	143	-4
Skyldige offentlige avgifter	79	94	120	185	228	255	326	291
Andre kortsiktige forpliktelser	126	146	188	245	289	383	491	396
Sum kortsiktig gjeld	520	533	914	966	1 296	1 963	2 718	2 584
Sum gjeld	3149	3 288	3 662	2 115	2 473	3 065	3 849	3 734
Sum EK og Gjeld	3824	3 722	4 836	5 335	5 840	6 674	7 695	7 437

Tabell 5-3 Balanse for XXL-konsernet

Balansesummen har økt jevnt i analyseperioden, og det tyder på blant annet økte investeringer. Eiendeler har hatt en jevn økning som følge av ekspansjonsstrategien. Den kortsiktige rentebærende gjelden økte en del fra 2015 til 2016. XXL har behov for høyere arbeidskapital, og økte derfor kredittgrensen. Goodwillen i balansen kommer fra oppkjøpet i 2010, da XXL ASA kjøpte XXL sport og villmark før de skulle på børs. Goodwill fremkommer ved å ta differansen mellom kjøpesummen og identifiserbare eiendeler og gjeld (Kaldestad & Møller, 2016). Balansen viser også at varelageret har økt, men det kan ha sammenheng med økte inntekter.

Endring EK for XXL ASA konsernet	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
IB EK 01.01	988	1048	1173	3219	3366	3608	3846
Totalresultat	71	127	262	427	519	516	405
(-)Betalt Utbytte	0	0	0	277	277	276	278
(+)Netto kapitalinnskudd			1794	-4	1	-2	-43
(+)Driftsrelatert dirty surplus			-10				-228
(+)Finansrelatert dirty surplus							
Egenkapital 31.12	1059	1175	3219	3365	3609	3846	3702

Tabell 5-4 Endring i egenkapital for XXL

Tabell 5-4 viser endringen i egenkapitalen til XXL i analyseperioden 2012-2018. Det er blant annet et driftsrelatert dirty surplus (DDSP) i 2014 som kommer av at det ble donert en gave til veldedighet på 10 millioner. Donasjonsbeløpet går direkte mot egenkapitalen til XXL, ettersom det er et brudd på kongruensprinsippet fordi beløpet ikke kostnadsføres eller inntektsføres i resultatet (Penman, 2010).

5.4 Omgruppering

I dette kapittelet vil resultatregnskapet og balansen til XXL omgrupperes slik at regnskapstallene blir investororienterte. Dette gjøres for å endre regnskapsoppstillingene slik at senere analyse blir mer korrekt (Knivsflå, 2018, F4).

Både resultatregnskapet, balansen og kontantstrømmen til XXL vil omgrupperes, hvor resultatregnskapet i tillegg skal normaliseres. Ettersom dagens oppstillingsplan etter IFRS og norsk god regnskapsskikk er mer kreditororientert, vil en investororientert oppstilling fokusere mer på hvilke eiendeler som skaper verdier i XXL. Selv om oppstillingsplanen endres skal risikofokuset fremdeles opprettholdes. Hovedfokuset for analysen er å finne kildene til normal verdiskapning, inntjening og utdeling (Penman, 2010).

5.4.1 Omgruppering av resultat

Først skal resultatregnskapet til XXL omgrupperes og normaliseres. Omgrupperingen av resultat kan deles inn i fire steg (Knivsflå, 2018, F24). Første steg er å identifisere fullstendig nettoresultat. Steg to er å fordele fullstendig nettoresultat. Steg tre er å identifisere normale og unormale drifts-, finans- og skatteposter, mens fjerde og siste steg er å fordele skattekostnaden på alle resultatene.

5.4.1.1 Steg 1- Finne fullstendig nettoresultat (FNR)

I første steg skal fullstendig nettoresultat (FNR) finnes. I forbindelse med dette vil følgende uttrykk for fullstendig netto resultat benyttes:

$$FNR = RES + AFR + DSP$$

FNR = Fullstendig nettoresultat / RES= Rapportert årsresultat / DSP= Dirty Surplus

Fullstendig nettoresultat består av rapportert årsresultat, annet fullstendig resultat og "dirty surplus". Rapportert årsresultat er årsresultatet XXL selv har oppgitt i årsrapporten, og inneholder alle inntekter og kostnader, slik som IFRS krever. Annet fullstendig resultat er det samme som "other comprehensive income" (OCI). Eksempler på OCI er når inntekter og kostnader føres direkte mot egenkapitalen, hvilket bryter med kongruensprinsippet. OCI inngår i det rapporterte totalresultatet (Knivsflå, 2018, F4). I XXL har det i analyseperioden kun vært to tilfeller av direkteføring mot egenkapitalen. Den ene gangen var i 2014 i forbindelse med en utbetaling på 10 MNOK til en veldedig organisasjon. Den andre er i 2018T, hvor dirty surplus på 228 MNOK ble regnet inn som følge av en restpost for å få endringen i egenkapitalen til å gå opp med egenkapitalen ved årsslutt 2018T. Til slutt sitter man igjen med fullstendig nettoresultat til egenkapitalen for XXL. Det er ikke funnet noen finansrelatert dirty surplus. Tabell 5-5 viser fullstendig netto resultat.

Utregning fullstendig nettoresultat	Symbol	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Rapportert årsresultat	RES	56	71	126	263	427	516	511	405
Annet fullstendig resultat (OCI)	AFR	0	0	1	0	0	3	4	0
Rapportert totalresultat ("FNR")	"FNR"	56	71	127	263	427	519	515	405
Driftsrelatert dirty surplus	DSP	0	0	0	-10	0	0	0	-228
Finansrelatert dirty surplus	FSP	0	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til Egenkapitalen	FNR	56	71	127	253	427	519	515	177

Tabell 5-5 Fullstendig nettoresultat for XXL

5.4.1.2 Steg 2 - Fordel fullstendig nettoresultat (FNR)

Neste steg er fordeling av resultatene utover de ulike kapitalene. Hensikten er å tilegne seg innsikt i kildene til verdiskapingen for XXL. Figur 5-2 viser fullstendig netto resultat fordelt på driftsresultat, finansinntekter, finanskostnad, skattekostnad, minoritetsresultat og resultat til egenkapitalen. Omgrupperingen av balansen skiller mellom drifts- og finansrelaterte poster. De ulike postene gir sammen et fullstendig nettoresultat til egenkapitalen. I figur 5-2 gis det en oversikt over hvordan fullstendig nettoresultat kan dekomponeres (Knivsflå, 2018, F24). For å få frem sammenhengen mellom fordelte resultater og den omgrupperte balansen vil figur 5-3 vise sammenhengen mellom resultatene og kapitalene som generer resultatene.



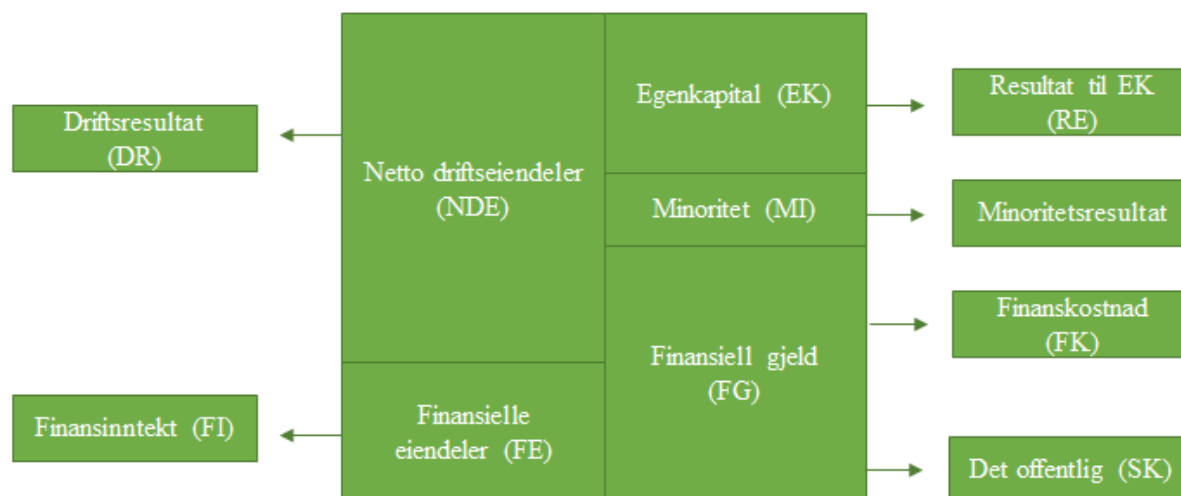
Figur 5-2 Fordeling av fullstendig nettoresultat for XXL

Fullstendig driftsresultat før skatt	Symbol	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Driftsinntekter	DI	2 471	3 107	4 013	5 223	6 488	7 814	8 711	9 726
(-)Driftskostnader	DK	2 183	2 783	3 608	4 694	5 853	7 116	8 041	9 173
(=)Driftsresultat fra egen virksomhet	DR	288	324	405	529	635	698	670	553
(+) Resultat fra driftstilnyttet virksomhet	DTS	0	0	0	0	0	0	0	0
(+)Driftsrelatert annet fullstendig resultat	DAFR	0	0	0	0	0	0	0	0
(+)Driftsrelatert DSP	DDSP	0	0	0	-10	0	0	0	-228
(=)Fullstendig driftsresultat før skatt	FDR	288	324	405	519	635	698	670	325

Fullstendig finansresultat før skatt	Symbol	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Finansinntekt	FI	11	10	39	93	141	365	725	-
(-)Finanskostnad	FK	229	244	267	282	170	421	770	46
(=) Finansresultat før skatt	FR	-218	-234	-228	-189	-29	-56	-45	-46
(+)Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	RD	-1	0	0	0	0	0	0	0
(+) Finansielt annet fullstendig resultat (OCI)	FAFR	0	0	1	0	0	3	4	0
(+) Finansielt Dirty Surplus	FDSP	-1	0	0	0	0	0	0	0
(=)Fullstendig finansresultat før skatt	FFR	-220	-234	-227	-189	-29	-53	-41	-46

Fordeling av skatt og resultat til EK	Symbol	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Fullstendig resultat før skatt	FRFS	68	90	178	330	606	645	629	279
(-)Skattekostnad	SK	14	19	51	77	179	126	114	103
=Resultat til egenkapitalen	RTE	54	71	127	253	427	519	515	177

Tabell 5-6 Resultat til ulike kapitaler i balansen



Figur 5-3 Resultat til ulike kapitaler i balansen for XXL

Fordelingen av fullstendig nettoresultat er fordelt ovenfor i tabell 5-6. Her er fordelingen gjennomført med hensyn til at summen av de ulike resultatene stemmer overens med netto driftsresultat for XXL i det enkelte året. Det fullstendige resultatet er fordelt etter drifts- og finansresultat før skatt. I beregningen av fullstendig driftsresultat før skatt foreligger det et driftsrelatert annet fullstendig resultat, som er annet innregnet inntekt (OCI).

Resultat til egenkapitalen i tabell 5-6 viser at beløpet følgelig tilsvarer fullstendig nettoresultatet (FNR) i tabell 5-5, hvilket betyr at fordelingen av resultatene til kapitalene i sin helhet er korrekt.

5.4.1.3 Steg 3 - Identifisering av normale og unormale poster innen drift, finans og skatt

Neste steg er å skille ut hvilke resultatposter som er normale og unormale, og hvorvidt postene er driftsrelatert, finansrelatert eller skatterelatert. Hensikten med å skille mellom normale og unormale poster er at man ønsker å komme frem til normalresultatet, som vil være utgangspunktet for det omgrupperte resultatregnskapet. Bakgrunnen for det er at normalresultatet er bedre egnet til å fremskrive resultater, hvilket er viktig for en investororientert eller kreditororientert analyse (Knivsflå, 2018, F4).

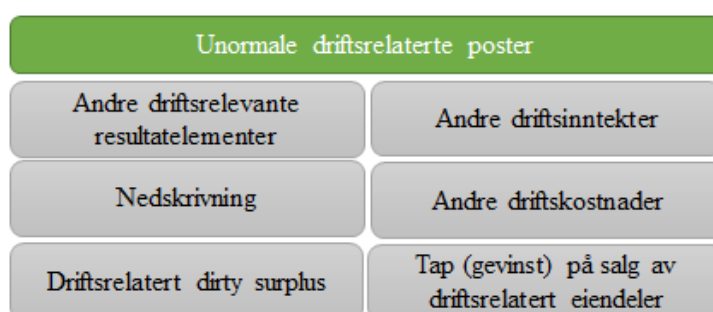
Normale poster innebærer at regnskapsposten er av en varig eller permanent art, eller *normal* i den forstand av at den kommer tilbake for hver periode. Normale poster er gjerne poster som gjentar seg hvert år. Typisk poster kan være driftsrelaterte salgsinntekter eller rentekostnader.

Unormale poster er ikke gjentakende poster. Det betyr at de er en refleksjon av enkelthendelser, og forventes ikke å gjenta seg. Unormale poster er mindre relevante for fremtiden. Det er hensiktsmessig å trekke et tydelig skille mellom normale og unormale poster. Det betyr at ved framskrivning vil utgangspunktet være at unormale poster holdes utenfor. Typisk unormale poster er nedskrivninger av driftseiendeler, eller valutatap og valutagevinster (Kaldestad & Møller, 2016).

Utfordringen ved poster som er unormale er at de er vanskelige å predikere. Det var tilfellet under trailingen tidligere i kapittelet. I tillegg kan det være utfordrende å vite hvilke poster som faktisk kan defineres som unormale, da analytikerne er subjektive i sine vurderinger. Det er våre vurderinger som definerer hva som er normale og unormale poster.

I identifiseringen av hvilke poster som er å anse som normale eller unormale så er resultatregnskapene brukt i sammenheng med notene. Noter gir utfyllende informasjon om enkelte regnskapstall. I tillegg er mye av informasjonen i årsrapportene nyttig for å vurdere hvordan postene skal klassifiseres. Denne prosessen har vi gjort med profesjonell skepsis. Dette skyldes at XXL kan ha insentiver til å være uredelig, eller utelukke resultater eller lønnsomhetsmål, ved å la kostnader være mer unormale og inntekter normale. I det følgende gis det en rask innføring i hvilke poster som vi anser som normale og unormale drifts- og finansrelaterte poster for XXL.

Av driftsrelaterte poster anses disse som *unormale poster*, slik som vist i figur 5-4:



Figur 5-4 Unormale driftsrelaterte poster

Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler anses som en unormal post, ettersom det ikke er noen tydelig trend og sammenheng mellom årene i forhold til hvilke eiendeler som nedskrives. Denne

posten er spesifisert i noteopplysningen. I 2013 og 2014 hadde XXL nedskrivninger i forbindelse med langsiktige eiendeler, på henholdsvis 1 MNOK og 6 MNOK. Disse postene gjentar seg heller ikke, noe som underbygger at de skal behandles som unormale poster.

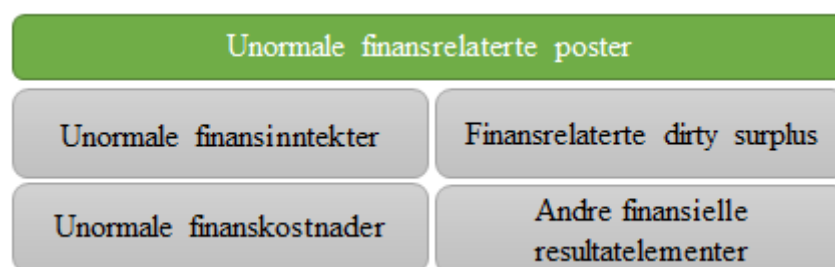
Andre driftsinntekter anses som en unormal post, ettersom det ifølge XXL dreier seg om verdiendringer eller inntekter som følge av disponering av eiendom eller utstyr. Det påpekes i noteopplysningen at denne posten kan oppdateres årlig. Unormalt driftsresultat er oppsummert i tabell 5-7.

Fordeling av unormalt driftsresultat	Symbol	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
(-) Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler		0	0	1	6	0	0	0	0
(-) Tap (gevinst) på salg av driftsrelaterte eiendeler		0	0	0	0	0	0	0	0
(+) Andre driftsinntekter - unormal	UDI	5	5	2	3	1	0	0	0
(-) Andre driftskostnader - unormal	UDK	0	0	0	0	0	0	0	0
Unormalt driftsresultat	UDR	5	5	1	-3	1	0	0	0
(+) Andre driftsrelevante resultatelementer		0	0	0	0	0	0	0	0
(+) Driftsrelatert dirty surplus		0	0	0	-10	0	0	0	-228
Unormalt netto driftsresultat	UNDR	5	5	1	-13	1	0	0	-228

Tabell 5-7 Unormalt driftsresultat

Unormale finansrelaterte poster

Videre vurderes følgende finansrelaterte poster i XXL til å være *unormale poster*, slik som vist i figur 5-5:



Figur 5-5 Unormale finansrelaterte poster i XXL

Unormale finansinntekter og finanskostnader omfatter urealiserte og realiserte valutagevinster (Kaldestad & Møller, 2016). Her holdes renteinntekter og rentekostnader knyttet til drift utenfor. Dette er nevnt tidligere i diskusjonen for normale poster. Valutasvingninger kan påvirke inntektene og kostnadene som følge av XXLs handel i valuta. Slike finansinntekter og -kostnader anses som unormale, ettersom det er utfordrende å predikere hva disse vil bli i fremtiden. Av tabell 5-8 har unormale finansinntekter og unormale finanskostnader økt mye i

analyseperioden, men netto finansresultat har holdt seg på et relativt lavt nivå. Unormalt finansresultat er også vist i tabell 5-8.

Finansrelatert dirty surplus (FDSP) anses som en unormal post, men det har over analyseperioden ikke forekommet noen direkteføringer på egenkapitalen. Andre finansielle resultatelementer omfatter OCI. Dette er valutadifferanser. Eksempel på valutadifferanser kan komme av omregning fra funksjonell valuta til representasjonsvaluta i konsernregnskapet. XXL må regne om de ulike valutaene fra de ulike komparative selskapene om til norske kroner. Disse anses som unormale, ettersom de også avhenger av valutasingninger, og de vil være vanskelig å predikere.

Fordeling av unormalt finansresultat	Symbol	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Unormale finansinntekter	UFI	10	10	39	93	141	365	725	0
(-) Unormale finanskostnader	UFK	9	11	18	88	121	394	728	0
(=) Unormalt finansresultat	UFR	1	-1	21	5	20	-29	-3	0
(-) Skatt på unormalt finansresultat	SUFR	0	0	4	1	4	-5	0	0
(+) Andre finansielle resultatelementer	FAFR	0	0	1	0	0	3	4	0
(+) Finansrelatert dirty surplus	FDSP	0	0	0	0	0	0	0	0
(=) Unormalt netto finansresultat	UNFR	1	-1	18	4	16	-21	1	0

Tabell 5-8 Fordeling av unormalt finansresultat

5.4.1.4 Steg 4 - Fordel skattekostnaden på alle resultater

I steg 4 skal skattekostnadene til de ulike kapitalene fordeles til deres respektive poster, og med samme prinsipp som ved fordelingen av fullstendig nettoresultat. Ved å gjøre dette vil nettoresultatene fra de ulike postene til XXL synliggjøres. Dette er nødvendig siden det omgrupperte resultatregnskapet også tar utgangspunkt i nettoresultatene. For å kunne starte fordelingen må driftsskattesatsen for XXL beregnes. Dette gjøres med utgangspunkt i følgende formel:

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

Dds = driftsskattesatsen, f_{iss} = finansinntektsskattesats, f_{kss} = finanskostnadsskattesats, NSK = netto skattekostnad, UFR = unormalt finansresultat, FK = finanskostnader, DR = driftsresultat, UDR = unormalt driftsresultat.

For XXL sitt tilfelle er følgende antagelser om bruk av skattesatser for ulike resultatposter gjort: finansinntektsskattesatsen (f_{iss}) settes lik $\left(\frac{2}{3}\right) * sss$, hvilket er en anvendt tommelfingerregel.

Dette er et tiltak for å kompensere for at både finansinntekt og unormalt finansielt resultat inneholder en blanding av skattefrie og skattepliktige beløp. Videre settes finanskostnadsskattesatsen til lik selskapsskattesatsen for det enkelte år. Som nevnt i steg 3 anses renteinntekter og rentekostnader som normale finansrelaterte poster.

Ved bruk av de oppgitte parameterene får vi en driftsskattesats på 20,46 prosent i 2018T. Driftsskattesatsen for hvert enkelt år over analyseperioden er oppgitt i tabell 5-9.

Driftsskattesats	Symbol	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Generell driftsskattesats	dss	26,08 %	26,03 %	28,84 %	24,29 %	29,71 %	19,71 %	18,59 %	20,46 %

Tabell 5-9 Driftsskattesats for XXL

Tabell 5-9 viser at driftsskattesatsen har variert en del, men ikke utover et +/- intervall på 10 prosent. Medianen er 24,29 prosent. Videre vil valget av normalisert driftsskattesats, ndss, være enten å legge til grunn gjennomsnittet av driftsskattesatsen over analyseperioden eller medianen. I dette tilfellet velges gjennomsnittet. Forskjellen er heller ikke så stor at det i utgangspunktet ville ha skapt problemer for videre analyse så lenge bruken av satsene er konsistente.

Fordelingen av skattekostnaden og resultatene av fordelingen er presentert i tabell 5-10. For å kontrollere om fordelingen er gjort konsistent er det lagt ved en kontrollrad. Kontrollraden kontrollerer om summen av fordelt skattekostnad i tabellen er lik rapportert skattekostnad fra resultatregnskapet, for det enkelte året. Avviket er tilnærmet null, og det betyr at fordelingen er gjort riktig gitt forutsettingene om skattesatser og hvilke poster som anses om normale og unormale.

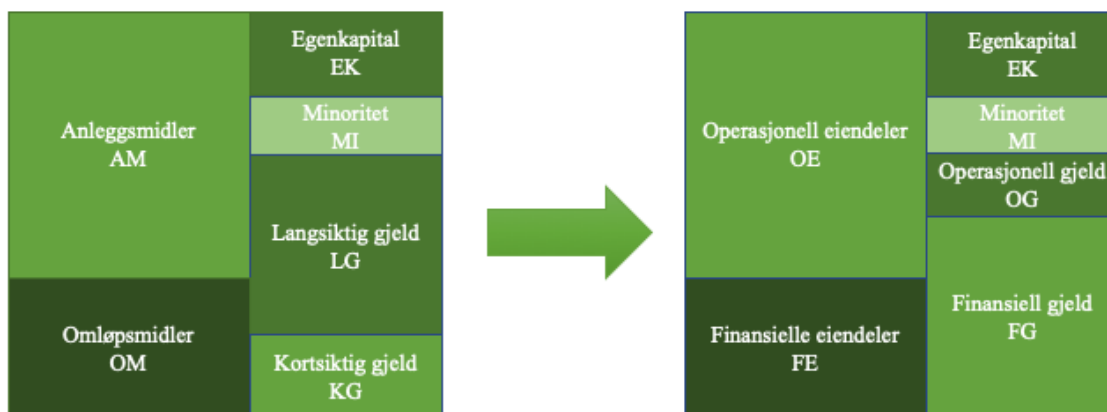
Fordeling skattekostnad		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Normal driftsskattekostnad på normalt driftsresultat	DSK=ndss*DR	76	97	127	152	167	160	132
(+) Skatt på finansinntekt (normal)	sss*(2/3)*FI	0	0	0	0	0	0	0
(-) Skatt på finanskostnad (skatt på rentekostnadene)	sss*FK	65	70	52	13	7	10	11
(+) Skatt på unormal driftsresultat	dss*UDR	1	0	-1	0	0	0	0
(+) Unormal skatt på normal drift	(dss-ndss)*DR	7	20	2	37	-30	-36	-19
(+) Skatt på unormal finansresultat	sss*(2/3)*(UFI-UFK)	0	4	1	4	-5	0	0
(+) Unormal skatt	USK	0	0	0	0	0	0	0
(=) Rapportert skattekostnad	SK=NSK+USK	19	51	77	179	126	114	103
Kontroll rapportert skattekostnad		19	51	77	179	126	114	103
Avvik mellom fordeling av skatt og rapportert skattekostnad		0	0	0	0	0	0	0

Tabell 5-10 Skattekostnad for XXL

5.4.2 Omgruppering av balanse

Nå skal vi omgruppere balansen til XXL. En balanse består av eiendeler og gjeld, og deles inn i kortsiktige og langsiktige kategorier (Knivsfå, 2018, F5). Gjeld rangeres etter forfallstid, mens eiendeler etter likviditetsgraden. Hensikten bak denne rekkefølgen knytter seg til kreditorperspektivet. En kreditor ønsker å vite hvor effektivt utlånte penger kan tilbakebetales. Regnskapsanalysen vi gjennomfører her skal derimot ha et investorperspektiv, og balansen må derfor omgrupperes. Omgrupperingen innebærer et skille av balansepostene. Etter omgrupperingen er balansen delt opp i operasjonelle og finansielle eiendeler og gjeld. I praksis betyr dette at eiendeler skal omdannes til netto driftseiendeler (NDE). Det skal være et klart skille mellom eiendelene som er knyttet til drift og finans. I tillegg skal det vises hvordan driftseiendelene er finansiert (Penman, 2010).

I arbeidet for å finne netto driftskapital (NDK), altså operasjonelle eiendeler minus operasjonell gjeld, så må det omgrupperes slik at den omgrupperte balansen kan sammenlignes med det omgrupperte resultatet. Det er fire steg i omgrupperingsprosessen (Knivsfå, 2018, F5). Vi begynner med steg 1 og jobber oss gjennom alle stegene til vi til slutt har en omgruppert balanse for XXL.



Figur 5-6 Rapportert og omgruppet balanse for XXL

5.4.2.1 Steg 1 - Omgruppering av avsatt utbytte til EK

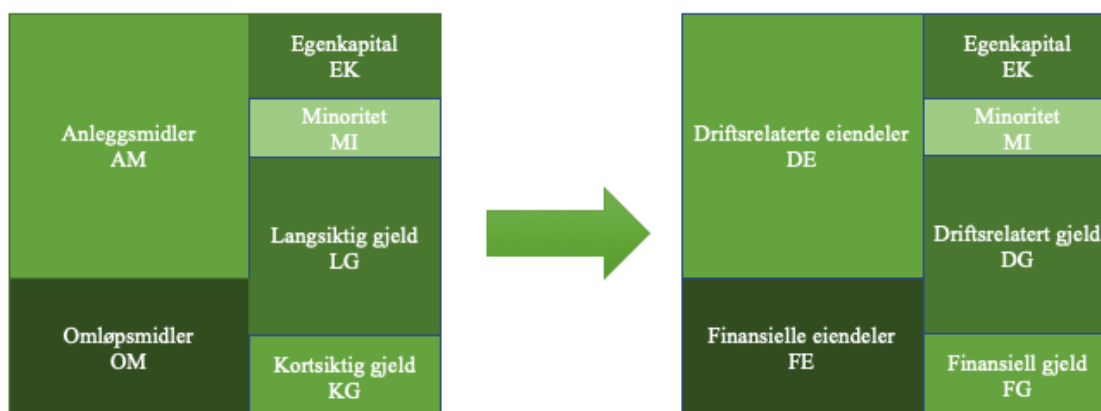
Etter god regnskapsskikk skal utbytte avsettes som skyldig utbytte i kortsiktig gjeld, men det trenger ikke å være vedtatt av generalforsamlingen. XXL rapporterer derimot etter IFRS, og fokuset der er balansedefinisjon av eiendeler og gjeld (Fardal, 2007). Definisjonen av gjeld betyr at det er en forpliktelse som vil gi økonomiske ulemper i fremtiden. Selskapet er eid av eierne som igjen bestemmer utbytte. Eierne kan ikke kreve penger av seg selv og anse det som lån, og derfor vil ikke gjeldsdefinisjonen tilfredsstilles. Ved en investororientert tilnærming er det et eierhensyn, og det betyr at det ikke kan avsettes for utbytte. Utbytte påvirker derfor egenkapitalen direkte når utbytte er bestemt.

For XXL vil det ikke etter IFRS avsettes for utbytte som kortsiktig gjeld, men etter generalforsamlingen har vedtatt utbytte. Egenkapitalen blir derfor ikke påvirket før balansedagen 31.12. Det er derfor ikke nødvendig med en omgruppering av utbytte. Det finnes også utbytte som betales ut flere ganger i året, altså per kvartal, men dette er ikke tilfelle for XXL.

5.4.2.2 Steg 2 - Oppdeling av de driftsrelaterte og finansrelaterte balansepostene

Som nevnt er totalbalansen kreditororientert, og må således omgrupperes til investorperspektiv. Det skal fremkomme et klart skille mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler og gjeld, samt egenkapital (Knivsflå, 2018, F5). Driftsrelaterte eiendeler er eiendelene som genererer inntekter fra driften, og finansielle eiendeler utgjør eiendelene som genererer finansinntekter. Det samme gjelder for gjeld som genererer både finansielle kostnader og driftskostnader. Driftsrelatert gjeld er fordringer som ikke er rentebærende, men som er nødvendig for driften. Rentebærende gjeld

er gjeld som er tatt opp for å finansiere selve virksomheten. Figur 5-7 viser balansen ved et investorperspektiv.



Figur 5-7 Fra et kreditor til investorperspektiv

Både skjønn og tolkning har blitt benyttet i omgrupperingen av balansen. For å ta best mulig avgjørelser i omgrupperingen, har vi benyttet oss av notene i regnskapet for å få nødvendig informasjon. De ulike balansepostene i figur 5-7 vil gjennomgås i de neste avsnittene.

Anleggsmidler

Immaterielle eiendeler består av varemerker, egentilvirket programvare, programvare, utsatt skattefordel, andre immaterielle eiendeler og goodwill. Varemerker og programvare er driftsrelatert. Utsatt skattefordel anses som driftsrelaterte anleggsmidler (Knivsflå, 2018, F5). Goodwill kommer fra oppkjøpet som er tidligere omtalt, jf. kapittel 5.2. Det er naturlig at goodwill er driftsrelatert, siden oppkjøpet knyttet seg til et selskap som hadde operativ drift. Goodwill anses som merverdi, og det fremkommer sjeldent ved finansposter.

De varige driftsmidlene er primært driftsrelaterte poster (Knivsflå, 2018, F5). Maskiner, utstyr, bygg og lignende inngår i denne posten. En tomt kan være finansrelatert eiendel. Hvis tomten ikke påvirker driften, og selges eksempelvis som et spekulasjonsprosjekt, kan det defineres som finansielt anleggsmiddel. Det fremkommer ingenting i notene om at tomter benyttes til spekulasjon, og dermed defineres tomt som driftsrelatert.

Lån til tilknyttede selskaper var med i balansen i 2012 og 2013, og ble vurdert til finansielle anleggsmiddel. Dette var rentebærende lån til et eierskap, og derav ikke relevant knyttet til driften av XXL. XXL har også investert i to selskaper som heter henholdsvis Level2invest AS

og 1st Class AS (XXL ASA, 2018a). Level2invest driver med kjøp av aksjer, og har utfra den informasjonen ikke noe med driftssyklusen til XXL å gjøre.

Omløpsmidler

Kundefordringer og varelager er operasjonelle aktiviteter som fungerer som verktøy for at XXL skal kunne drifte, og vil derfor anses som driftsrelaterte omløpsmidler. Andre fordringer er ikke rentebærende, og vil derfor anses som driftsrelatert post.

Ved operasjonell drift er det behov for arbeidskapital (Kaldestad & Møller, 2016). Utgangspunktet er at bankinnskudd og kontanter er driftsrelaterte eiendeler (Knivsflå, 2018, F5). Ifølge Petersen mfl (2017) kreves det rundt ti prosent i arbeidskapital i forhold til varelager og kundefordringer. Som det fremkommer av tabell 5-11 er det kun i 2013 og 2014 at XXL har overskuddslikviditet. Overskuddskapital kan blant annet brukes til å kjøpe aksjer i selskapet, betale ut til aksjonærer og betaling av gjeld. Det kan også plasseres på høyrentekonto for å motta renteinntekter.

Det er en avveining om kontanter skal anses som drifts- eller finansrelaterte. Valget vil påvirke finansielle eiendeler, omløpsmidler og drifts- og finansinntekter. Videre vil det derfor drøftes om kontanter blir plassert som drifts- eller finanspost.

Perioden mellom innkjøp av varer fra leverandør til sluttbruker betaler, kan bli over 60-70 dager. Det er derfor behov for arbeidskapital. Et annet moment er at sportsbransjen i Norge har lave marginer. Det brukes i tillegg mye penger på reklame og kampanjer. Som det fremkommer i del 2 ønsker XXL å ekspandere utenfor Norden, og det er allerede åpnet varehus i Østerrike. En slik ekspansjon krever arbeidskapital.

XXL har etter vårt syn ikke nok overskuddskontanter over tid til annet enn operasjonell drift, jf. tabell 5-11. Bankinnskudd og kontanter omgrupperes derfor fra finansomløpsmidler til driftsomløpsmidler. For at det ikke skal være en skjevdeling mellom resultat og balanse må driftsinntektene øke, mens finansposten renteinntekter fjernes fra finansielle inntekter (Knivsflå, 2018, F5).

Finansielle eiendeler (FE) vil være tilnærmet null som følge av omgrupperingen av bankinnskudd. På ulike steder i videre analyse vil det derfor være behov for noen justeringer.

Et annet moment er at Sports Direct og JD Sports har overskuddsmidler, og derfor beholdes kontanter som finansielle omløpsmidler i de respektive regnskapene. JD sports og Sports Direct har høyere marginer, og det kan være en forklaring på overskuddsmidlene.

Andel kontanter av KF og Varelager	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
XXL	5,8 %	13,9 %	14,9 %	4,3 %	4,1 %	9,4 %	3,6 %

Tabell 5-11 Kontantbeholdning i forhold til kundefordringer og varelager

Langsiktig gjeld

Utsatt skatt er primært knyttet til drift, og det er naturlig å definere det som langsiktig driftsrelatert gjeld (Knivsflå, 2018, F5). Gjelden er ikke rentebærende. Videre er det rentebærende gjeld som plasseres som finansiell gjeld, som videre påvirker finansielle rentekostnader. XXL Game Reserve Ltd., aksjonær i XXL frem til 2014, lånte penger av XXL, og i notene fremkommer det at det anses som finansiell gjeld (XXL ASA, 2018a).

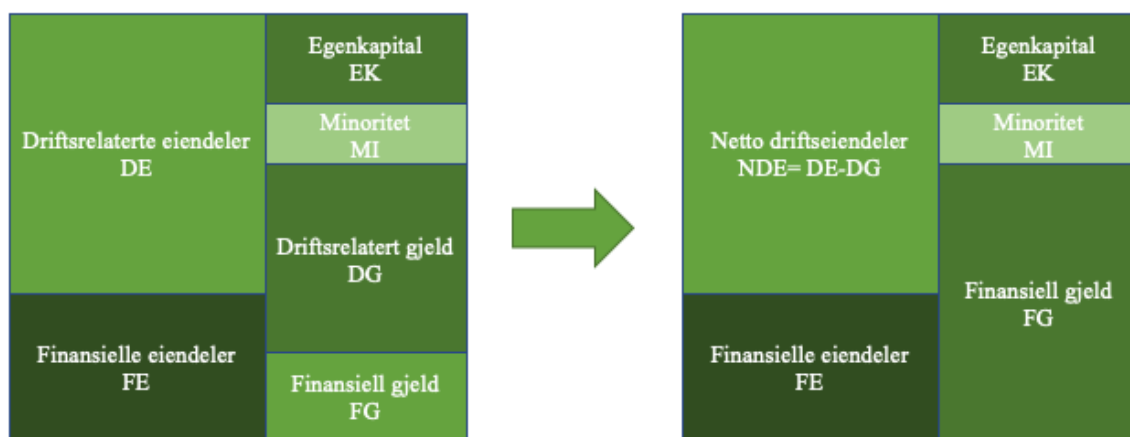
Kortsiktig gjeld

Leverandørgjeld er rentefri og knyttet til den operasjonelle driften ved blant annet varekjøp på kreditt av leverandører (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Kortsiktig rentebærende gjeld var frem til 2015 en post med kun leasing av kapital, men etter 2015 fikk XXL en kredittgrense som resulterte i høyere likviditet, men også finansiell rentekostnad. Kortsiktig gjeld betegnes som rentebærende i notene, og anses som finansiell gjeld (XXL ASA, 2018a). Betalbar skatt er ikke rentebærende, og behandles som kortsiktig driftsrelatert gjeld. Det samme gjelder for skyldige offentlige utgifter. Andre kortsiktige forpliktelser er påløpte feriepenger, bonusbetaling og gavekort, og anses som driftsrelaterte poster.

Derivater som betegnes som finansielle instrument brukes til å sikre seg mot risiko og skape forutsigbarhet, men andre ganger som ren spekulasjon (Penman, 2010). Hvis et derivat brukes til finansiell spekulasjon skal det plasseres finansielt. Brukes et derivat for å sikre en posisjon til drift skal det være driftsrelatert. I XXL fremkommer det i notene at derivatene kun brukes for å sikre driftsposisjoner, og ikke til spekulasjon (XXL ASA, 2018a). Derivater er plassert under kortsiktig driftsrelatert gjeld.

5.4.2.3 Steg 3 – Fra total kapital sysselsatt kapital

I dette steget omgrupperes total kapital til sysselsatt kapital. Dette er vist i figur 5-8. Sysselsatt kapital er kapitalen som er innskutt i XXL som både er sysselsatt av eierne og de finansielle kreditorene (Knivsflå, 2018, F5). Leverandørgjeld er ikke rentebærende, men kredittkjøp øker innkjøpskostnader og påvirker driftskostnadene. Leverandørgjeld skal derfor omgrupperes til driftseiendel. Ikke rentebærende gjeld flyttes over til netto driftseiendeler. Dette resulterer i at det er sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital i henholdsvis eiendelssiden og kapitalsiden. Det må i tillegg være en sammenheng mellom selve omgrupperingen av balanse og resultat for å opprettholde konsistens. For eksempel at kontantbeholdningen klassifiseres som driftsrelaterte omløpsmidler, og derfor skal påvirke driftsinntekter i resultatregnskapet. XXLs sysselsatte kapital vises i tabell 5-12.



Figur 5-8 Omgruppering total kapital til sysselsatt kapital

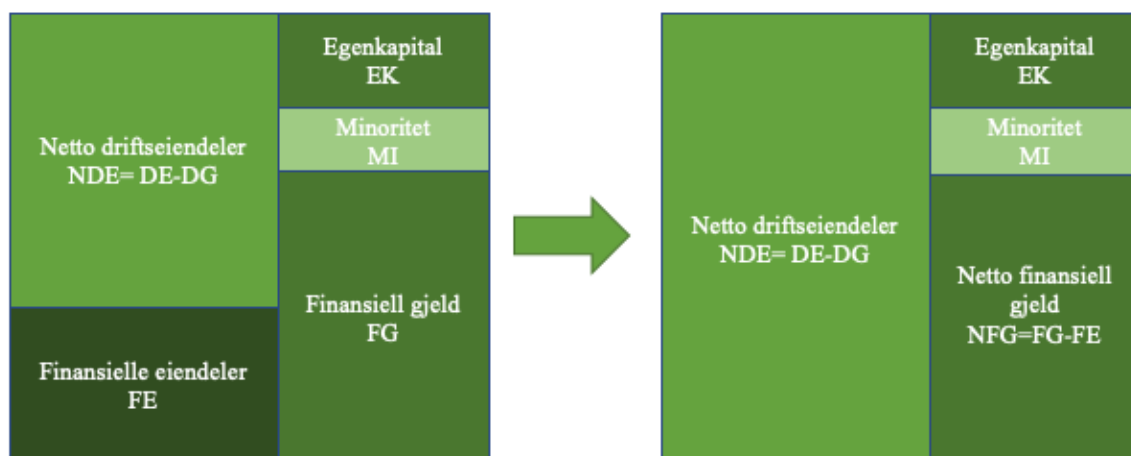
SSK BALANSE	Symbol	2 011	2 012	2013	2014	2015	2016	2 017	2018T
Netto driftsrelatert anleggsmidler	NAM	2 838	2 620	3 321	3 376	3 468	3 616	3 809	3 758
(+) Netto driftsrelatert arbeidskapital (omløpsmidler)	DAK	429	539	694	944	1 022	1 602	2 039	2 123
(=) Netto driftseiendeler	NDE	3 267	3 159	4 015	4 320	4 490	5 218	5 848	5 881
(+) Finansielle eiendeler	FE	7	7	4	-	-	2	4	3
(=) Sysselsatte eiendeler	SSE	3 274	3 166	4 019	4 320	4 490	5 220	5 852	5 884
Egenkapital	EK	674	434	1 173	3 219	3 366	3 608	3 845	3 702
(+) Finansiell gjeld	FG	2 600	2 732	2 846	1 103	1 124	1 614	2 005	2 180
(=) Sysselsatt kapital	SSK	3 274	3 166	4 019	4 320	4 490	5 220	5 852	5 884

Tabell 5-12 Sysselsatt kapital til XXL

5.4.2.4 Steg 4 – Sysselsatt kapital til netto driftskapital

Investert kapital i drift, netto driftskapital, anses ikke som finansielle eiendeler (Knivsflå, 2018, F5). Finansielle eiendeler skal være uavhengig av den operasjonelle driften. En investor

anvender en lønnsomhetsanalyse i verdivurderingen av et selskap. Formålet er derfor å analysere kapital som er knyttet til drift. Som figur 5-9 viser så er det netto driftseiendeler på venstre side, mens finansielle eiendeler har blitt flyttet over til kapitalsiden. Eiendelssiden består nå av driftseiendeler fratrukket driftsgjeld. Kapitalsiden består av egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld. I tabell 5-13 fremkommer XXL sin netto driftskapital over analyseperioden.



Figur 5-9 Omgruppering sysselsatt kapital til netto driftskapital

Netto driftskapital- BALANSE	Symbol	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	2838	2620	3321	3376	3468	3616	3809	3758
(+) Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	429	539	694	944	1022	1602	2039	2123
(=) Netto driftseiendeler	NDE	3267	3159	4015	4320	4490	5218	5848	5881
Egenkapital	EK	674	434	1173	3219	3366	3608	3845	3702
(+) Netto finansiell gjeld	NFG	2593	2726	2842	1103	1124	1612	2001	2177
(=) Netto driftskapital	NDK	3267	3160	4015	4322	4490	5220	5846	5879

Tabell 5-13 Netto driftskapital

5.4.3 Omgruppering av kontantstrøm

Før omgrupperingen vil kontantstrømmen ha et kreditorperspektiv. En kontantstrømoppstilling følger opprinnelig norsk god regnskapsskikk og IFRS, der fokuset er likviditetsbeholdning (Knivsflå, 2018, F5). Kontantstrømmen har også blitt omgruppert slik som resultat og balansen. Frie kontanter generert fra drift, fratrukket nyinvesteringer og oppgradering, er hovedfokuset for en investor. Investor er interessert i frie kontanter etter at nødvendig vedlikehold og investeringer i driftsmidler er foretatt. Fri kontantstrøm til egenkapital skal være lik netto utbetalt utbytte. Omgruppert kontantstrøm for XXL er vist i tabell 5-14.

Omgruppet KS	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Netto driftsresultat	NDR	243	307	405	482	531	510	421
(+) Unormal netto driftsresultat	UNDR	-3	-18	-14	-36	33	40	-209
(-) Økning (reduksjon) i netto driftseiendeler	ΔNDE	-108	856	305	170	728	630	33
(=) Fri kontantstrøm fra drift	FKD	347	-567	86	276	-165	-81	179
(+) Netto finansinntekt	NFI	0	0	0	0	0	0	0
(+) Unormalt netto finansinntekter	UNFR	0	19	12	27	9	56	0
(-) Endring i finansielle eiendeler	ΔFE	0	-3	-4	0	2	2	-1
(=) Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	FKS	348	-545	102	304	-158	-27	180
(-) Netto finanskostnad	NFK	168	179	142	36	20	32	35
(+) Endring i finansiell gjeld	ΔFG	132	114	-1743	21	490	391	175
(-) Netto minoritetsresultat	NMR	0	0	0	0	0	0	0
(-) Unormalt netto minoritetsresultat	UNMR	0	0	0	0	0	0	0
(+) Økning i minoritetsinteresser	ΔMI	0	0	0	0	0	0	0
(=) Fri kontantstrøm til egenkapitalen	FKE=NBU	313	-611	-1783	289	312	332	320

Tabell 5-14 Omgruppering av KS

5.5 Analyse av målefeil og justering

Finansregnskapet har som målsetning å gi beslutningsdyktig finansiell informasjon, og formålet skal betjene både investor og kreditor. Det skilles mellom god regnskapsskikk og IFRS, som er henholdsvis resultatorientert og balanseorientert. I balanseorientert fokus er det eiendeler og forpliktelser som er utgangspunktet. En eiendel er en ressurs *kontrollert* av foretaket som stammer fra *tidligere hendelser*, og hvor det er *sannsynlig* at de økonomiske fordelene tilfaller foretaket. En forpliktelse er en *eksisterende plikt* som stammer fra *tidligere hendelser*, hvis oppgjør vil medføre at det er sannsynlig at foretaket må *avgi* økonomiske ressurser (Kvifte & Johnsen, 2014).

Rammeverket har retningslinjer som produsentene av finansregnskapet må følge, men det kan oppstå målefeil. Målefeil betyr at det er avvik mellom verdiene som blir rapport og de reelle verdiene i virksomheten (Knivsflå, 2018, F5). Det må derfor foretas en gjennomgang av konsernregnskapet for å finne potensielle målefeil. Noen av regnskapspostene vurderes ut ifra en skjønnsmessig vurdering. Eksempelvis ved innregning, måling, avskrivning og nedskrivning (Fardal, 2007).

Det skilles mellom tre type målefeil. Type 1 er omtalt som en god målefeil, og betyr at rentabiliteten som er rapportert er høyere enn avkastningskravet. En type 1 feil betyr at den er informativ og gir en helt riktig rentabilitetsmåling (Knivsflå, 2018, F7). En type 2 feil er underrapportering av balanseføring, og følgelig blir rentabilitet overvurdert. Konservative regnskapsregler egner seg dårlig i rentabilitetsanalyse. Type 3 feil knytter seg til brudd på regnskapsreglene, altså uredelighet. Det betyr at reell rentabilitet avviker fra rapporterte tall fordi regnskapsprodusent har vært kreativ i bokføringen til egen vinning (Knivsflå, 2018, F7).

For å fjerne feil i regnskapet foretas det en justering. En justering skal gi et bedre bilde av de underliggende verdiene i regnskapet (Knivsflå, 2018, F7). Tilgangen på informasjon for en ekstern investor er mindre enn for regnskapsprodusenten i selskapet. Avviket kan derfor antas som støy. Det er ulike meninger knyttet til støy. Penman (2013) er kritisk til justering siden dette kan føre til økt støy. Palepu (2016) mener derimot at det er nødvendig med justering og at offentlig regnskapstall ikke alltid er riktig regnskapsført.

Sannsynligheten for at det foreligger type 3 feil er liten, da revisor har godkjent regnskapet. Det er derimot slik at en revisor fremlegger en revisjonsberetning som kun gir betryggende sikkerhet, men ikke garanti for at det ikke foreligger misligheter i regnskapet (ISA 200, 2009). Manipulering av inntekter og kostnader kan forekomme, og det har vært flere regnskapsskandaler i Norge, blant annet med Sponsor Service og Finance Credit (Heskestad, u.d.). Selv om det er regnskapsprinsipper og estimater som skal følges så kan det oppstå manipulering og foretas subjektive vurderinger (Gjesdal, 2003). Poster der det vanligvis utøves skjønn er blant annet ved forpliktelser, avsetninger, pensjon og lignende.

5.5.1.1 Kapitalisering av markedsføringskostnader

XXL bruker mye penger på markedsføring for å kapre markedsandeler (XXL ASA, 2018a). Det gjelder eksempelvis aviser, TV-reklame og digital markedsføring. Markedsføringskostnadene i 2017 var på nesten 500 millioner kroner. Som det fremkommer fra resultatregnskapet så har markedsføring blitt direkte kostnadsført, siden eiendelsdefinisjonen ikke omfavner markedsføring sett fra det konseptuelle rammeverket knyttet til IFRS. Markedsføringskostnaden blir i justeringen flyttet fra andre driftskostnader til avskrivning. Dette har ingen påvirkning på netto driftsresultat (Knivsflå, 2018, F8). Effekten av kapitaliseringen fører til økt balanse, men selve nettoeffekten på kostnaden er null. Avskrivningen beløper seg til samme kostnad som tilbakeføres direkte. For at markedsføring skal være en eiendel er det krav om sannsynlig fremtidig inntekt, og det er rimelig å anta at ikke all markedsføring vil generere inntekt. 60 prosent investeres i merkevarebygging. Varigheten på merkevare beregnes til å være 6 år, altså forventet brukstid. Nedenfor viser tabell 5-15 hvordan markedsføringskostnadene fordeles over analyseperioden. Merkevarekapitalen som fremkommer av justeringen forutsettes å være i en "steady state", og det innebærer at tilbakeføring av kostnader er lik avskrivninger (Knivsflå, 2018, F8). Resultat vil derfor ikke påvirkes av justeringen. Formålet med kapitaliseringen er at de underliggende verdiene skal fremkomme i rentabilitetsanalysen, senere i kapittel 8.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Utgifter til markedsføring	84	95	125	166	205	251	280	327
Inngående merkevarekapital	1243	1243	1243	1243	1243	1243	1243	1243
(+) Balanseføring av markedsføring	84	95	125	166	205	251	280	327
(-) Avskrivning=utgift	84	95	125	166	205	251	280	327
(=) Utgående merkevarekapital	1243	1243	1243	1243	1243	1243	1243	1243
(=) Virkning på driftseiendeler	1243	1243	1243	1243	1243	1243	1243	1243
(-) Virkning på utsatt skatt	298	298	298	298	298	298	298	298
(=) Virkning på EK	945	945	945	945	945	945	945	945
Tilbakeføring av markedsføring	84	95	125	166	205	251	280	327
(-) Avskrivning av merkevarekapital	84	95	125	166	205	251	280	327
(=) Virkning på driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Virkning på driftsskatt	0	0	0	0	0	0	0	0
(=) Virkning på netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0

Tabell 5-15 Markedsføringsinvestering, Tall i MNOK

I tabell 5-15 se vi at XXL i snitt bruker 207 millioner kroner på markedsføring. Markedsføringsbehovet samsvarer med den strategiske analysen tidligere i oppgaven, hvor vi fant at XXL har økt antallet varehus i løpet av analyseperioden, samt økt vekst innen nettsalget, hvilket vil øke markedsføringsbudsjettene. I vår analyse setter vi en gjenværende levetid på 6 år på merkevarekapitalen. I årsrapporten har immaterielle eiendeler ulik levetid. Varemerket har en udefinert levetid, men det testes for verdifall hvert år (XXL ASA, 2018a). Tabell 5-16 viser at effekten er null på driftsresultatet, men at både egenkapitalen og driftseiendelene øker.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Snitt
Markedsføringkostnader	159	209	277	341	419	467	545	345
(-) Estimerte periodekorrekte utgifter (40%)	64	84	111	136	168	187	218	138
(=) Investering i markedsføring (60%)	95	125	166	205	251	280	327	207

Merkevarekapital (snitt*6 år) **1243**

Tabell 5-16 Justering av merkevarekapital, tall i MNOK

5.5.1.2 Kapitalisering av leiekostnader

IAS 17 blir erstattet med IFRS 16 januar 2019 (IFRS 16). Dagens regler skiller mellom finansielle eller operasjonelle leieavtaler. Reglene i IAS 17 krever ikke at eiendeler eller forpliktelse som er leid skal innregnes i balansen. Det er et estimat på at rundt 85 prosent ikke er innregnet i balansen når det rapporteres etter IAS 17. Når et selskap klassifiserer en eiendel eller forpliktelse som operasjonell leie kan det kostnadsføres direkte, og balansen vil derfor fremstå slankere, slik at et selskap vil ønskelig klassifisere leieavtaler som operasjonell leieavtale, og følgelig reduseres netto driftskapital. Etter justering av regnskapet blir blant annet

operasjonell leie en balansepost gitt noen kriterier. Det er derimot mange subjektive justeringer, og eksterne analytikere har ikke tilgang på lik informasjon som regnskapsprodusenten. En investor vil måtte bruke skjønn i sine vurderinger. Det kan skape skjevheter i estimater mellom de ulike analytikerne (IFRS 16).

Den nye standarden, IFRS 16, vil omforme de fleste operasjonelle leieavtaler til finansielle leieavtaler. XXL leier mange varehus, og i årsrapporten fremkommer det at IFRS 16 skal integreres fra 1.1.2019 i regnskapet, og dermed vil en slik balanseføring av leie være proaktivt (XXL ASA, 2018a).

I justeringen allokeres operasjonell leie av varehus til finansiell leie. Ved slik balanseføring av operasjonelle leieavtaler øker balansen. XXL leier mer enn 75 varehus, og en slik justering vil kunne gi en mer gjennomgående inntjening for fremtiden, og kan være til hjelp i oppgavens fremtidsprognoser.

Leieretten inngår som eiendel, mens leiekravet blir gjeld. Slik som ved markedsføringskostnadene antar vi "steady state", og at leieavtalens leierett og leiekrav er lik hverandre. Det betyr at egenkapitalen ikke endres. Størrelsen på leierett og leiekrav beregnes ved bruk av en kapitaliseringsfaktor.

Kapitaliseringsfaktor uttrykkes ved formelen:

$$\text{Kapitaliseringsfaktor} = \frac{1}{r} - \left(\frac{1}{r * (1 + r)^T} \right)$$

r= rente på finansiell gjeld og T=levetid

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Snitt
Kostnadsført leie	250	269	325	436	517	572	667	434

Tabell 5-17 Kostnadsført leie, tall i MNOK

Gjennomsnittlig leiekostnad er 434 millioner kroner. Leiekostnaden vil øke i fremtiden som følge av ekspansjonsplanene, jf. kapittel 4. Leieretten og leiekravet beregnes gjennom å multiplisere snitt på kostnadsført leie med kapitaliseringsfaktoren (Knivsflå, 2018, F8). Videre må renten på leiekravet finnes. Både finanskostnad og finansiell gjeld benyttes i beregningen. Renten finner vi ved å dele finanskostnad på finansiell gjeld, jf. tabell 5-18.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Snitt
Finanskostnad (F)	233	249	194	49	27	42	46	
Finansiell gjeld (FG)	2732	2846	1103	1124	1614	2005	2180	
Rente (r)	0,09	0,09	0,18	0,04	0,02	0,02	0,02	0,06

Tabell 5-18 Renteberegning finansiell gjeld

XXL har leiekontrakter som strekker seg over flere år med mulighet for opsjon (XXL ASA, 2018a). Levetiden settes til 7 år. Kapitaliseringsfaktoren blir 5,5. Utrekning uttrykkes følgende:

$$\text{Kapitaliseringsfaktor} = \frac{1}{0,06} - \left(\frac{1}{0,06 * (1 + 0,06)^7} \right) = 5,50$$

$$\text{Estimert gjennomsnittlig leiekapital} = 5,50 * 434 = 2384$$

Estimert leiekapital er på rundt 2,4 milliarder kroner. Tabell 5-19 viser inngående leierett og leiekraav.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Inngående leierett	2384	2384	2384	2384	2384	2384	2384
(+) Ny leie (leieutgift - rentekostnad)	47	60	-94	332	477	522	617
(-) avskrivning (=avskrivingskomponent)	47	60	-94	332	477	522	617
(=) Utgående leierett	2384	2384	2384	2384	2384	2384	2384
Inngående leiekraav	2384	2384	2384	2384	2384	2384	2384
(+) Nye kraav=leieutgift-leiekostnad	47	60	-94	332	477	522	617
(-) Avdrag - Avskrivingskomponent	47	60	-94	332	477	522	617
(=) Utgående leiekraav	2384	2384	2384	2384	2384	2384	2384
Leie på rentekraavet=Leiekraav 01.01*rente	203	209	419	104	40	50	50

Tabell 5-19 Endring i balanse som følge av justering av operasjonell leie, Tall i MNOK

Effekten som følge av justeringen fremkommer i tabell 5-20 (resultat) og 5-21 (balanse).

Virkning på balanse	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Driftseiendeler	2384	2384	2384	2384	2384	2384	2384	2384
(-) Utsatt skatt (ndss=0,2418)	571	571	571	571	571	571	571	571
(=) Netto driftseiendeler	1813	1813	1813	1813	1813	1813	1813	1813
Egenkapital	0	0	0	0	0	0	0	0
Kortsiktig netto finansiell gjeld	21	36	46	-72	253	363	397	469
Langsiktig netto finansiell gjeld	1791	1777	1767	1885	1560	1450	1416	1344
(=) Netto finansiell gjeld	1813	1813	1813	1813	1813	1813	1813	1813

Tabell 5-20 Effekt på resultat, Tall i MNOK

Virkning på resultat	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
NDR - fjerning av rentekostnad	202	203	209	419	104	40	50	50
(-) Utsatt skatt ndss	48	49	50	100	25	10	12	12
(=) Netto driftsresultat	153	155	159	319	79	30	38	38
(-) Netto finanskostnad	153	155	159	319	79	30	38	38
(=) Fullstendig nettoresultat til EK	0	0	0	0	0	0	0	0

Tabell 5-21 Effekt på balansen Tall i MNOK

5.5.2 Oppsummering av justering av XXL

Avslutningsvis er det hensiktsmessig med en oppsummering av effekten etter justeringene knyttet til markedsføring og operasjonell leie. Nedenfor viser tabell 5-22 og 5-23 virkning på resultat og balanse.

Virkning av justering på resultatregnskapet XXL	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Tilbakeføring av utgifter til markedsføring	84	95	125	166	205	251	280	327
(-) Avskrivning på merkevarekapital	84	95	125	166	205	251	280	327
(+) Tilbakeføring på operasjonell leie	230	250	269	325	436	517	572	667
(-) Avskrivning balanseført leierett	28	47	60	-94	332	477	522	617
(=) Virkning på driftsresultat fra egen virksomhet	202	203	209	419	104	40	50	50
(-) Endring på utsatt skatt pga markedsføring	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Endring på utsatt skatt pga leierett	48	49	50	100	25	10	12	12
(=) Virkning på netto driftsresultat fra egen virksomhet	153	155	159	319	79	30	38	38
(=) Virkning på fullstendig netto driftsresultat	153	155	159	319	79	30	38	38
(-) Rentekostand på balanseført leiekraft	202	203	209	419	104	40	50	50
(+) Endring i utsatt pga balanseføring av leie	48	49	50	100	25	10	12	12
(=) Virkning på fullstendig nettoresultat til egekapital	0	0	0	0	0	0	0	0

Tabell 5-22 Virkning av justering i resultatet, Tall i MNOK

Egenkapitalen øker med 945 millioner og netto driftseiendeler med 2,76 milliarder. Justeringene er med hensyn på vårt investorperspektiv. XXL leier mange varehus, og det er naturlig at dette vil defineres som balansetall i 2019, jf. IFRS 16. For mange selskaper vil det derfor oppstå store endringer i regnskapstallene når IFRS 16 implementeres. Justeringene er tatt på grunnlag av eksternt informasjon, og estimatene kan inneholde støy.

Virkning av justering på balansen XXL	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Virkning av balanseføring av markedsføring	1243	1243	1243	1243	1243	1243	1243	1243
(+) Virkning av balanseføring av operasjonell leie	2384	2384	2384	2384	2384	2384	2384	2384
(=) Virkning på driftseiendeler	3627	3627	3627	3627	3627	3627	3627	3627
(-) Utsatt skatt ved balanseføring av markedsføring	298	298	298	298	298	298	298	298
(-) Utsatt skatt ved balanseføring av operasjonell leie	571	571	571	571	571	571	571	571
(=) Virkning på netto driftseiendeler	2758	2758	2758	2758	2758	2758	2758	2758
(=) Virkning på sysselsatt eiendeler	2758	2758	2758	2758	2758	2758	2758	2758
Virkning av egenkapital	945	945	945	945	945	945	945	945
(+) Virkning av balanseføring av operasjonelt leiekrav (netto)	1813	1813	1813	1813	1813	1813	1813	1813
(=) Virkning på sysselsatt kapital	2758	2758	2758	2758	2758	2758	2758	2758

Tabell 5-23 Virkning av justering i balansen, Tall i MNOK

5.6 Presentasjon omgruppert og justert resultatregnskap, balanse og kontantstrøm

Tabellene i dette kapittelet viser omgruppert og justert resultatregnskap, balanse og kontantstrøm for XXL i perioden 2011 til 2018T. Tall i millioner norske kroner.

Omgruppert og justert resultatregnskap for XXL									
Alle tall i NOK mill, Normalisert og justert res XXL	Symbol	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Driftsinntekter	DI	2466	3102	4011	5220	6487	7814	8711	9726
(-) Varekostnader	VK	1440	1855	2399	3083	3908	4694	5265	5953
(-) Lønnskostnader	LK	347	443	606	799	991	1240	1416	1623
(-) Avskrivning	AV	149	189	244	146	628	856	961	1140
(-) Andre driftskostnader	AK	45	93	150	241	222	287	349	407
(=) Driftsresultat i egen virksomhet	DR	485	522	613	951	738	738	720	603
(-) Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	DSK	116	125	147	228	177	177	172	144
(=) Netto driftsresultat i egen virksomhet	NRD	369	397	466	723	561	561	548	459
(+) Nettoresultat fra tilknyttede virksomheter	NRT	0	0	0	0	0	0	0	0
(=) Netto driftsresultat	NDR	369	397	466	723	561	561	548	459
(+) Netto finansinntekt	NFI	1	0	0	0	0	0	0	0
(=) Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	370	397	466	723	561	561	548	459
(-) Netto finanskostnad	NFK	312	322	338	460	115	51	70	73
(-) Netto minoritetsresultat	NMR	0	0	0	0	0	0	0	0
(=) Nettoresultat til egenkapitalen	NRE	58	75	128	263	446	511	478	385
(+) Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-3	-3	-18	-14	-36	33	40	-209
(+) Unormalt netto finansresultat	UNFR	2	0	19	12	27	9	56	0
(+) Netto minoritetsresultat unormalt	UNMR								
(=) Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	FNR	57	72	129	261	438	552	573	177
(-) Netto betalt utbytte	NBU	288	313	-610	-1785	291	310	336	320
(=) Endring i egenkapitalen		-231	-240	739	2046	147	242	237	-143

Tabell 5-24 Omgruppert og justert resultat XXL

SSK BALANSE	Symbol	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Netto driftsrelatert anleggsmidler	NAM	2838	2620	3321	3376	3468	3616	3809	3758
(+) Netto driftsrelatert arbeidskapital (omløpsmidler)	DAK	429	539	694	944	1022	1602	2039	2123
(+) Leiekapital		2384	2384	2384	2384	2384	2384	2384	2384
(+) Markedsføringskapital		1243	1243	1243	1243	1243	1243	1243	1243
(-) Utsatt skatt		868	868	868	868	868	868	868	868
(=) Netto driftseiendeler	NDE	6025	5917	6773	7078	7248	7976	8606	8639
(+) Finansielle eiendeler	FE	7	7	4	0	0	2	4	3
(=) Sysselsatte eiendeler	SSE	6032	5924	6777	7078	7248	7978	8610	8642
Egenkapital	EK	1620	1379	2118	4164	4311	4553	4790	4647
(+) Finansiell gjeld	FG	4413	4545	4659	2916	2937	3427	3818	3993
(=) Sysselsatt kapital	SSK	6032	5924	6777	7078	7248	7978	8610	8642

Tabell 5-25 Omgruppert og justert sysselsatt kapital XXL

Netto driftskapital balanse	Symbol	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
(=) Netto driftseiendeler	NDE	6025	5917	6773	7078	7248	7976	8606	8639
Egenkapital	EK	1620	1379	2118	4164	4311	4553	4790	4647
(+) netto finansiell gjeld	NFG	4406	4539	4655	2916	2937	3425	3814	3990
(=) Netto driftskapital	NDK	6025	5918	6773	7080	7248	7978	8604	8637

Tabell 5-26 Omgruppert og justert NDK XXL

Endring egenkapital	Symbol	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Inngående egenkapital	EKIB	1851	1620	1379	2118	4164	4311	4553	4790
(+) Fullstending nettoresultat	FNR	57	72	129	261	438	552	573	177
(-) Netto betalt utbytte	NBU	288	313	-610	-1785	291	310	336	320
(=) Utgående egenkapital	EKUB	1620	1379	2118	4164	4311	4553	4790	4647

Tabell 5-27 Endring egenkapital XXL

Alle tall i NOK mill Kontantstrømoppstilling	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Netto driftsresultat	NDR	397	466	723	561	561	548	459
(+) Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-3	-18	-14	-36	33	40	-209
(-) Endring netto driftseiendeler	NDE	-108	856	305	170	728	630	33
(=) Justert fri kontantstrøm drift	FKD	502	-408	404	355	-134	-43	217
(+) Netto finansinntekter	NFI	0	0	0	0	0	0	0
(+) Unormalt netto finansresultat	UNFR	0	19	12	27	9	56	0
(-) Endring finansielle eiendeler	FE	0	-3	-4	0	2	2	-1
(=) Fri kontantstrøm sysselsatt kapital	FKS	502	-387	420	383	-128	11	218
(-) Netto finanskostnad	NFK	322	338	460	115	51	70	73
(+) Endring finansiell gjeld	FG	132	114	-1743	21	490	391	175
(-) Netto minoritetsresultat	NMR	0	0	0	0	0	0	0
(-) Unormalt netto minoritetsresultat	UNMR	0	0	0	0	0	0	0
(+) Endring minoritetsinteresser	MI	0	0	0	0	0	0	0
(=) Fri kontantstrøm egenkapital	FKE	313	-611	-1783	289	312	332	320

Tabell 5-28 Omgruppert og justert KS XXL

5.6.1 Presentasjon av omgrupperte og justert regnskapstall for bransjen

For å kunne sammenligne XXL med komparative selskaper må prosessen som ble utført for XXL, gjennomføres for de komparative selskapene. Nøyaktighet er viktig i en slik prosess slik at sammenligningsgrunnlaget blir pålitelig. Prosessen har tatt lang tid både ved innhenting av

tallmateriale, og omgruppering og justering av regnskapstall for fire nye selskaper. Det er likevel en viktig del av regnskapsanalysen, og utfallet har gitt oss et solid tallgrunnlag for bransjen.

JD Sports, Stadium og Sports Direct har en annen funksjonell valuta en XXL. Presentasjonsvaluta er norsk krone, og valuta må derfor omregnes fra pund og svensk krone til norsk krone. JD sports og Sports Direct presenterer regnskapet i februar, og Stadium i august. Balanseslutt for XXL er slutten av året, og vi tar utgangspunkt i valuta 31.12.18. Omregningsdifferansene plasseres under unormale poster og OCI (Knivsflå, 2018, F8).

Noen av selskapene har ikke spesifisert markedsføringskostnader i notene, og det er derfor tatt fem prosent av salgsinntektene til selskapet. Dette kan være en over- eller underestimering, men er vårt beste estimat. Som det fremkommer av tabellene under er prosessen til XXL utført for alle selskapene i bransjen. Omgruppert og justert resultat, balanse, kontantstrøm og virkning av justering for bransjen vises i de ulike tabellene nedenfor.

Alle tall i NOK mil, Omgruppert og justert res Bransje	Symbol	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Driftsinntekter	DI	34447	40032	49755	61842	75980	75626	89231	94713
(-) Varekostnader	VK	19378	22633	27831	34052	41688	42494	50655	54382
(-) Lønnskostnader	LK	4602	5389	6997	8486	10421	10415	12314	13922
(-) Avskrivning	AV	2725	2600	4194	5288	6433	8832	9989	10652
(-) Andre driftskostnader	AK	4246	5258	6078	7259	8610	8596	9398	7321
(=) Driftsresultat i egen virksomhet	DR	3495	4152	4656	6757	8828	5288	6875	8435
(-) Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	DSK	884	1052	1186	1713	2206	1296	1720	2130
(=) Netto driftsresultat i egen virksomhet	NRD	2611	3100	3470	5045	6622	3992	5156	6305
(+) Nettoresultat fra tilknyttede virksomheter	NRT	0	0	0	0	0	0	0	0
(=) Netto driftsresultat	NDR	2611	3100	3470	5045	6622	3992	5156	6305
(+) Netto finansinntekt	NFI	35	32	19	34	61	28	60	184
(=) Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	2646	3132	3489	5079	6683	4021	5216	6489
(-) Netto finanskostnad	NFK	1078	1383	996	1611	2126	937	995	1018
(-) Netto minoritetsresultat	NMR	-1	-10	1	-14	25	33	40	67
(=) Nettoresultat til egenkapitalen	NRE	1569	1760	2492	3482	4532	3050	4181	5405
(+) Unormalt netto driftsresultat	UNDR	115	72	1542	3581	1776	-2666	1286	-124
(+) Unormalt netto finansresultat	UNFR	95	-49	468	501	2054	930	-1494	-1821
(+) Netto minoritetsresultat unormalt	UNMR	1	-3	17	15	18	-37	19	-12
(=) Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	FNR	1779	1780	4519	7579	8380	1278	3991	3449
(-) Netto betalt utbytte	NBU	303	413	793	-449	1654	4381	578	3589
(=) Endring i egenkapitalen		1476	1367	3725	8028	6725	-3103	3414	-141

Tabell 5-29 Omgruppert og justert resultat bransje

SSK BALANSE Bransje	Symbol	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Netto driftsrelatert anleggsmidler	NAM	10048	10340	12856	14242	17695	19726	22683	24895
(+) Netto driftsrelatert arbeidskapital (omløpsmidler)	DAK	1907	3338	4507	5871	7592	6618	7634	9696
(+) Leiekapital		23469	23469	23469	23469	23469	23469	23469	23469
(+) Markedsføringskapital		12611	12611	12611	12611	12611	12611	12611	12611
(-) Utsatt skatt		8983	8983	8983	8983	8983	8983	8983	8983
(=) Netto driftseiendeler	NDE	39053	40776	44461	47211	52385	53441	57414	61689
(+) Finansielle eiendeler	FE	2201	2727	4509	5737	9735	6565	11300	9778
(=) Sysselsatte eiendeler	SSE	41254	43503	48969	52948	62119	60006	68714	71467
Egenkapital uten min	EK	17308	18678	22436	30438	37067	33905	36864	36816
(+) Finansiell gjeld	FG	23815	24698	26437	22392	24834	25825	31113	34009
(+) Minoritet	MI	132	128	96	122	218	277	731	639
(=) Sysselsatt kapital	SSK	41254	43503	48969	52948	62119	60006	68714	71467

Tabell 5-30 Omgruppert og justert sysselsatt kapital bransje

Netto driftskapital balanse	Symbol	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
(=) Netto driftseiendeler	NDE	39053	40776	44461	47211	52385	53441	57414	61689
Egenkapital	EK	17308	18678	22436	30438	37067	33905	36864	36816
(+) netto finansiell gjeld	NFG	21613	21971	21928	16655	15100	19261	19813	24232
(+) Minoritet	MI	132	128	96	122	218	277	731	639
(=) Netto driftskapital	NDK	39053	40778	44460	47214	52385	53443	57409	61687

Tabell 5-31 Netto driftskapital - balanse bransje

Virkning av justering på resultatregnskapet Bransje	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Tilbakeføring av utgifter til markedsføring	1043	1203	1498	1865	2289	2286	2696	2876
(-) Avskrivning på merkevarekapital	1043	1203	1498	1865	2289	2286	2696	2876
(+) Tilbakeføring på operasjonell leie	1863	1946	2480	3689	4559	5077	5609	5918
(-) Avskrivning balanseført leierett	755	490	1553	1941	1994	4024	4665	5099
(=) Virkning på driftsresultat fra egen virksomhet	1108	1456	926	1749	2565	1053	944	819
(-) Endring på utsatt skatt pga markedsføring	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Endring på utsatt skatt pga leierett	272	355	226	426	622	255	231	203
(=) Virkning på netto driftsresultat fra egen virksomhet	836	1101	700	1323	1944	798	713	616
(=) Virkning på fullstendig netto driftsresultat	836	1101	700	1323	1944	798	713	616
(-) Rentekostand på balanseført leiekraft	1108	1456	926	1749	2565	1053	944	819
(+) Endring i utsatt pga balanseføring av leie	272	355	226	426	622	255	231	203
(=) Virkning på fullstendig nettoresultat til egekapital	0	0	0	0	0	0	0	0

Tabell 5-32 Virkning av justering på fullstendig netto resultat bransje

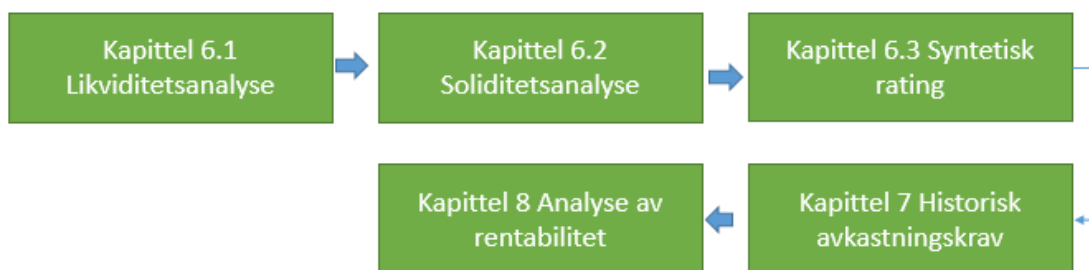
Virkning av justering på balansen Bransjen	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Virkning av balanseføring av markedsføring	12611	12611	12611	12611	12611	12611	12611	12611
(+) Virkning av balanseføring av operasjonell leie	23469	23469	23469	23469	23469	23469	23469	23469
(=) Virkning på driftseiendeler	36080	36080	36080	36080	36080	36080	36080	36080
(-) Utsatt skatt ved balanseføring av markedsføring	3142	3142	3142	3142	3142	3142	3142	3142
(-) Utsatt skatt ved balanseføring av operasjonell leie	5840	5840	5840	5840	5840	5840	5840	5840
(=) Virkning på netto driftseiendeler	27098	27098	27098	27098	27098	27098	27098	27098
(=) Virkning på sysselsatt eiendeler	27098	27098	27098	27098	27098	27098	27098	27098
Virkning av egenkapital	9469	9469	9469	9469	9469	9469	9469	9469
(+) Virkning av balanseføring av operasjonelt leiekraft (netto)	17629	17629	17629	17629	17629	17629	17629	17629
(=) Virkning på sysselsatt kapital	27098	27098	27098	27098	27098	27098	27098	27098

Tabell 5-33 Virkning av justering SSK bransje

Utgangspunktet for videre regnskapsanalyse er omgrupperte og justerte tall, og dette gjelder både for XXL og bransjen.

5.7 Rammeverk – Forholdstallanalyse

I kapittel 9 og 10 skal fremtidsregnskap og fremtidskrav utarbeides, men grunnlaget for disse to kapitlene skal utarbeides i kapittel 6, 7 og 8. Kapittel 6 er analyse av risiko, likviditet og soliditet som skal resultere i en syntetisk rating. Videre legger det grunnlag for utregning av krav og deretter rentabilitet. Rammeverket som benyttes er hentet fra Knivsflå (2018), men suppleres med litteratur fra blant annet Palepu m.fl. (2013) og Penman (2013).



Tabell 5-34 Rammeverket, forholdtallsanalyse

I forholdstallsanalysen benyttes tidsvekting. Vektingen av de ulike regnskapsårene bestemmes av verdien av endringer i løpet av analyseperioden. Sportsbransjen anses som stabil, men det har vært endringer de siste årene, som netthandel og færre fysiske butikker i handelsnæringen, jf. kapittel 2.5 De siste årene vektlegges mer enn tidligere år. Tabell 5-35 viser hvordan årene vektlegges. Dette er vår subjektive vurdering av hvordan vi ønsker å vektene de ulike årene. Vi mener de nyere årene burde vektlegges mer enn tidligere år i vår analyseperiode.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Tidsvektning for XXL	0,03	0,03	0,10	0,15	0,20	0,25	0,25

Tabell 5-35 Tidsvektning XXL

Verdivektning av selskapene er også hensiktsmessig. Bransjen består av selskaper hvor størrelsen varierer. Verdivektningen baseres på driftsinntektene til selskapene, og verdivektningen for bransjen er presentert i tabell 5-36.

Verdivektning som andel av driftsinntekter av bransje	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
XXL	7,2%	7,7%	8,1%	8,4%	8,5%	10,3%	9,8%	10,3%
Stadium	11,5%	9,8%	9,1%	7,8%	7,1%	6,7%	5,9%	5,9%
Gresvig	4,2%	4,6%	3,6%	3,6%	3,2%	3,5%	2,8%	2,5%
Sports Direct	48,9%	49,4%	54,7%	52,1%	49,8%	45,9%	42,0%	39,4%
JD Sports	28,2%	28,5%	24,6%	28,0%	31,3%	33,6%	39,5%	41,9%
Bransje	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Tabell 5-36 Verdivektning av de ulike selskapene i bransjen

6 Risikoanalyse

I dette kapitlet skal risikoen til XXL analyseres. Risiko kan deles opp i to deler. Den første delen er systematisk risiko, og den andre delen er usystematisk risiko (Penman, 2010). Systematisk risiko knytter seg til bransjen, mens den usystematiske risikoen er selskapsrelatert. For investor er den systematiske risikoen den viktigste, ettersom en investor har muligheten til å diversifisere bort den usystematiske risikoen. I et effisient marked er all informasjon tilgjengelig, men det finnes tilfeller av asymmetri knyttet til tilgang på informasjon mellom investorene i markedet, og derfor er ikke markedet perfekt. For kreditorhensyn vil det kun ses på systematisk risiko, siden det ikke er mulig for kreditor å diversifisere seg slik som en investor (Knivsflå, 2018, F9). Sett fra kreditors side er det kredittrisiko som er relevant. Kredittrisiko er sjansen for at låntaker misligholder lånet (Penman, 2010). Det er kun systematisk risiko for kreditor. Det er fordi det er ingen oppsidemulighet for kreditor, men kun fare for mislighold.

For å analysere risikoen skal det videre i oppgaven gjennomføres en kortsiktig og langsiktig analyse. Hensikten bak en slik analyse er å finne selskapets evne til å tilbakebetale lån (Penman, 2010). I analysen skal XXL sammenlignes med bransjen. Det er viktig å analysere både kort- og lang sikt, ettersom begge tidsaspektene gir relevant innsikt både for løpende betalinger og potensielle investeringsmuligheter. Det vil gjennomføres en analyse av kortsiktig risiko ved hjelp av en likviditetsanalyse i 6.1, og senere gjennomføres en analyse av langsiktig risiko gjennom en soliditetsanalyse i 6.2. Resultatet fra disse to analysene vil danne utgangspunktet for XXL og bransjens syntetiske rating som vil beregnes i 6.3.

I analysen benyttes det to teknikker for å analysere forholdstall (Knivsflå, 2018, F9). Den ene er tidsserier som har et historisk perspektiv. Den andre metoden er bransjeanalyse hvor det sammenliknes mellom XXL og bransjen. Bransjetallene vil gi en god pekepinn på hvordan XXL presenterer i forhold til bransjesnittet.

Som tidligere nevnt vil regnskapene som benyttes være omgrupperte og justerte slik som gjennomført i kapittel 5.5 og 5.6. I tillegg tar vi hensyn til tidsvekting og verdivektingen som vist litt tidligere i tabell 5-35 og 5-36.

6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditet

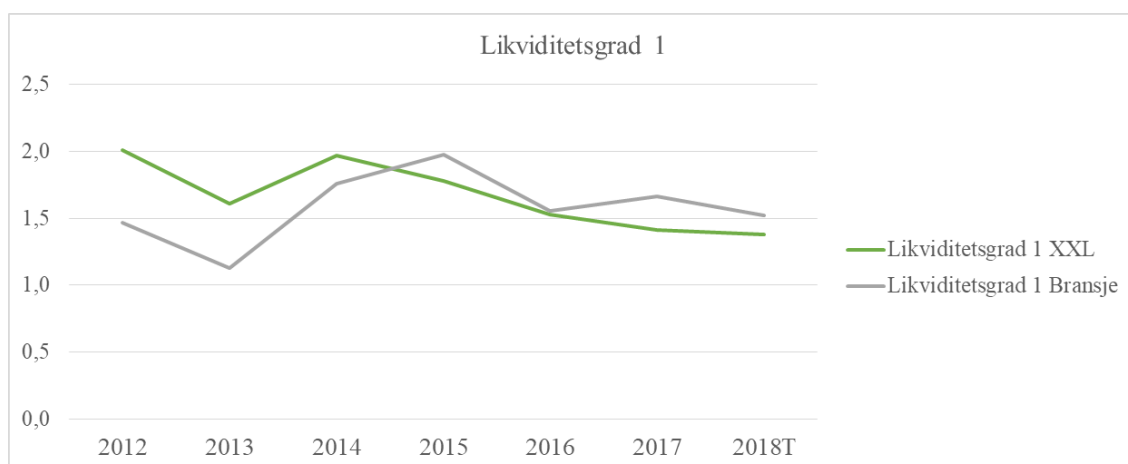
I en kortsiktig likviditetsanalyse er formålet å finne ut om et selskap har nok midler til å dekke kortsiktige gjeldskrav. Det sentrale i analysen er å avdekke selskapets konkurrisiko. Innenfor rammeverket er det tre elementer (Knivsflå, 2018, F9). Det første er gjeldsdekning i balansen, og har til formål å avdekke om selskapet har nok likvide midler til å dekke kortsiktig gjeld. Det andre elementet er gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm. Her utarbeides blant annet rentedekningsgraden. Det siste elementet i rammeverket er gjeldsdekningen i fremtiden. Den fremtidige likviditetssituasjonen er relevant her.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Første forholdstall er likviditetsgrad 1. Formelen består av de mest likvide eiendelene med brukstid på maks ett år, som videre divideres på kortsiktig gjeld. Likviditetsgrad 1 indikerer hvor mye av omløpsmidlene som dekker de kortsiktige lånene (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Følgelig uttrykkes formelen for likviditetsgrad 1:

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{KG}$$

Hvis utfallsverdien av formelen blir lavere enn 1 så betyr det at et selskap har høyere forpliktelser enn midler som kan omgjøres til kontanter, og har derav et likviditetsproblem (Damodaran, 2012). Ifølge Damodaran (2012) er tommelfingerregelen for en god likviditetsgrad 1 på 2. Det er derimot slik at en for høy likviditetsgrad kan være usunt, da et selskap har for høy grad av omløpsmidler og ikke utnytter arbeidskapitalen effektivt. Likviditetsgraden vil derimot være tilfredsstillende hvis den er høyere enn bransjesnittet. I figur 6-1 har vi presentert utviklingen i likviditetsgrad 1 over analyseperioden.



Figur 6-1 Utviklingen i XXLs og bransjens likviditetsgrad 1 over tid

Likviditetsgrad 1	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet snitt
Likviditetsgrad 1 XXL	2,0	1,6	2,0	1,8	1,5	1,4	1,4	1,56
Likviditetsgrad 1 Bransje	1,5	1,1	1,8	2,0	1,6	1,7	1,5	1,65

Tabell 6-1 Likviditetsgrad 1 til XXL og bransjen over tid

I starten av perioden har XXL høyere likviditetsgrad enn bransjen, men fra 2015 har det vært en nedgang for XXL, mens bransjens nedgang har vært mindre. Tidsvektet snitt til XXL er 1,56 mens det er 1,65 for bransjen. Noen av grunnen som kan forklare nedgangen til XXL er blant annet den ekspansive økningen i antall varehus i Norden. Ekspansjon øker behovet for kontanter og kortsiktig gjeld. Verken XXL eller bransjen har en likviditetsgrad 1 på 2 eller høyere, men det kan skyldes at det generelt er mindre omløpsmidler i forhold til den kortsiktige gjelden i sportsbransjen. Som det fremkommer av figur 6-1 så er XXL på snitt med bransjen, og det betyr at de har en tilfredsstillende likviditetsgrad relativt sett.

XXL								Tidsvektet Snitt	
Dekomponering av likviditetsgrad 1	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	snitt XXL	Bransje
Driftsrelatert likviditetsgrad	2,0	1,9	2,0	1,8	2,1	2,1	2,5	2,1	1,5
* Vekt KDG i forhold til KG	1,0	0,8	1,0	1,0	0,7	0,7	0,6	0,7	0,8
(+) Likviditetsgrad 2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
(=) Likviditetsgrad 1	2,0	1,6	2,0	1,8	1,5	1,4	1,4	1,6	1,6

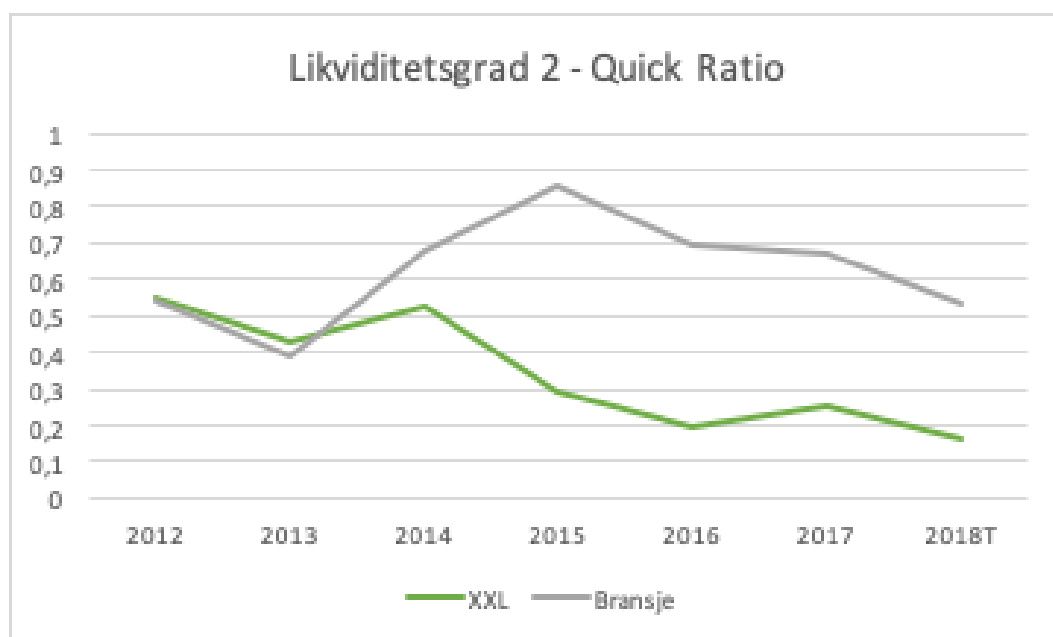
Tabell 6-2 Dekomponering av likviditetsgrad 1

Tabell 6-2 viser en dekomponering av likviditetsgrad 1 og driftsrelatert likviditetsgrad. Driftsrelatert likviditetsgrad viser hvor stor dekning de driftsrelaterte omløpsmidlene utgjør av den driftsrelaterte kortsiktige gjelden (Knivsflå, 2018, F9). XXL har en likviditetsgrad 2 lik null, ettersom kontanter ble omgruppert til drift, jf. kapittel 5. Det driftsrelaterte snittet til XXL og bransjen er henholdsvis 2,1 og 1,5.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Quick ratio eller "Acid test" er en test som Damodaran (2012) bruker for å analysere hvor mye av omløpsmidlene som kan konverteres til kontanter. Varelager trekkes ut fra omløpsmidler og divideres på kortsiktig gjeld. Knivsflå (2018, F9) beholder varelageret i formelen i likviditetsgrad 2.

$$\text{likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{varelager}}{KG}$$



Figur 6-2 Utviklingen i XXL og bransjens likviditetsgrad 2 over tid

Likviditetsgrad 2	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
XXL	0,55	0,43	0,52	0,29	0,20	0,25	0,16
Bransje	0,54	0,39	0,68	0,86	0,69	0,67	0,53

Tabell 6-3 Likviditetsgrad 2 til XXL og bransjen over tid

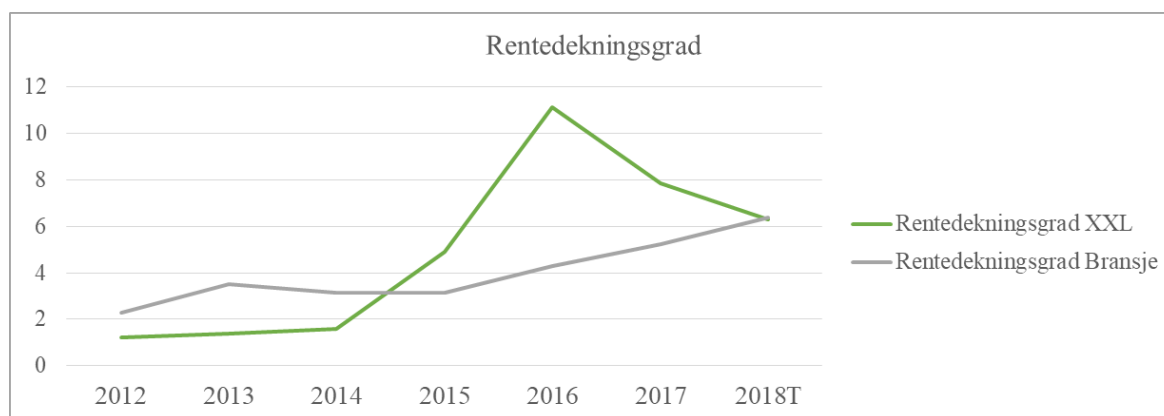
Likviditetsgrad 2 fremlegges ikke siden XXL har omgruppert kontantene til driftsmidler, jf. kapittel 5. Som det fremkommer av figur 6-2 ligger XXL en del under snittet fra 2016. XXL har som tidligere nevnt mindre kontantbeholdning som følge av ekspansjon de siste årene, og en økning i varelager påvirker likviditeten. Likviditetsgraden til XXL betyr at de ikke er i posisjon til å betale alle sine kortsiktige forpliktelser, som følgelig er negativt for likviditeten.

6.1.3 Rentedeckningsgrad

Ifølge Damodaran (2012) belyser rentedeckningsgraden hvordan godt et selskap klarer å dekke kostnader knyttet til gjeld og andre finansielle forpliktelser. Jo høyere tallet er jo bedre evne har selskapet til å møte sine finansielle forpliktelser. Det er viktig å legge til at rentedeckningsgraden kan være lik for to selskap selv om de har ulike profiler, og hvor EBIT kan variere som følge av konjunkturer (Damodaran, 2012). Utviklingen av rentedeckningsgraden for XXL og bransjen er vist i figur 6-3.

Formelen er som følger:

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{(NDR + NFI)}{NFK}$$



Figur 6-3 Utviklingen i XXL og bransjens rentedeckningsgrad over tid

Rentedeckningsgrad	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet snitt
Rentedeckningsgrad XXL	1,2	1,4	1,6	4,9	11,1	7,8	6,3	6,7
Rentedeckningsgrad Bransje	2,3	3,5	3,2	3,1	4,3	5,2	6,4	4,7

Tabell 6-4 Rentedeckningsgraden til XXL og bransjen over tid

XXL har lavere rentedeckningsgrad (heretter: rdg) i starten av perioden sammenlignet med snittet, men fra 2014 frem til 2016 øker rdg mye sammenlignet med snittet. Fra 2014 til 2015 avtar finanskostnadene til XXL med over 300 millioner, og det skyldes blant annet mindre langsiktig gjeld. Dette kan ha sammenheng med at XXL ble børsnotert i samme periode og fikk økt tilgang på kapital. Rdg har avtatt fra toppåret i 2016 mot bransjesnittet, og i 2018 er bransjesnittet og XXL tilnærmet likt. Noe av nedgangen for XXL kan blant annet skyldes dårligere driftsresultat som følge av økt konkurranse, jf. kapittel 4.1.2.

Det justeres ikke for ulike skattesats blant selskapene i bransjen. Blant annet blir netto driftsresultat påvirket av skattesatsen. Norge har en høyere selskapskatt enn de utenlandske selskaper som er med i bransjesnittet.

6.1.4 Kontantstrømanalyse

Det er blant annet driften og finansinntekter som er grunnlaget for å betjene gjeldsforpliktelse. Det er derfor viktig at selskapet har frie likvider som kan dekke finanskostnader og avdrag. Avdrag ble ikke inkludert i rentedekningsgraden, men inkluderes i denne analysen. Analysen skal avdekke XXLs evne til å betjene gjeld. Det betyr at analysen har et kreditorhensyn (Knivsflå, 2018, F9).

$$\frac{FKS}{FKFG} = \frac{(FKD + FKFE)}{(NFK - \Delta FG)} \quad \Delta FG = Avdrag$$

Se tabell 6 – 2 for utdypelse av forkortelser

En forutsetning for å benytte analysen er at netto finansielle kostnader (heretter: NFK) er større enn endringen i den finansielle gjelden (heretter: FG), altså at XXL betaler ned gjeld. For XXL sin del er NFK høyere enn endring i FG gjeldende kun frem til 2015. Det er likevel hensiktsmessig å utføre analysen siden det gir nødvendig innsikt i likviditetssituasjonen til XXL. I tabell 6-5 fremlegges den omgrupperte og justerte kontantstrøm til XXL i perioden 2012-2018T.

Alle tall i NOK mill	Kontantstrømoppstilling	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Netto driftsresultat		NDR	397	466	723	561	561	548	459
(+) Unormalt netto driftsresultat		UNDR	-3	-18	-14	-36	33	40	-209
(-) Endring netto driftseiendeler		NDE	-108	856	305	170	728	630	33
(=) Justert fri kontantsstrøm drift		FKD	502	-408	404	355	-134	-43	217
(+) Netto finansinntekter		NFI	0	0	0	0	0	0	0
(+) Unormalt netto finansresultat		UNFR	0	19	12	27	9	56	0
(-) Endring finansielle eiendeler		FE	0	-3	-4	0	2	2	-1
(=) Fri kontantsstrøm sysselsatt kapital		FKS	502	-387	420	383	-128	11	218
(-) Netto finanskostnad		NFK	322	338	460	115	51	70	73
(+) Endring finansiell gjeld		FG	132	114	-1743	21	490	391	175
(-) Netto minoritetsresultat		NMR	0	0	0	0	0	0	0
(-) Unormalt netto minoritetsresultat		UNMR	0	0	0	0	0	0	0
(+) Endring minoritetsinteresser		MI	0	0	0	0	0	0	0
(=) Fri kontantstrøm egenkapital		FKE	313	-611	-1783	289	312	332	320

Tabell 6-5 Omgruppert og justert kontantstrøm for XXL

I 2013, 2016 og 2017 er den frie kontantstrømmen fra drift negativ, men ellers positiv. En stor økning i driftseiendeler i 2013 resulterte i en negativ fri kontantstrøm til drift. Det samme gjelder i 2016 og 2017, men da var resultatet høyere.

I 2016 og 2017 økte lånet. I 2015 ble det foretatt en nedbetaling av lån, som kan ha sammenheng med børsnoteringen i 2014. Den frie kontantstrømmen til sysselsatt kapital var også positiv når deler av lånet ble nedbetalt.

Et siste moment er at fri kontantstrøm til egenkapital er positiv i alle år utenom 2013 og 2014, hvor 2014 naturligvis kan forklares med den store nedbetalingen av gjeld. Det har også sammenheng med utbetalt utbytte.

6.1.5 Gjeldsdekning i fremtiden – rente og avdrag

Frem til nå har analysen tatt utgangspunkt i historiske tall, men for analysens del vil det også være hensiktsmessig å estimere hvordan gjeldsdekningen utvikler seg i fremtiden (Knivsflå, 2018, F9). Gjeldsdekning skal avdekke risikoen for at XXL misligholder sine låneforpliktelser som forfaller i fremtiden. Ved hjelp av verdien på de finansielle eiendelene og fri kontantstrøm til sysselsatt kapital (FKS) så vil det være mulig å avdekke om XXL evner å betale sine finansielle forpliktelsene. Følgelig uttrykkes formelen:

$$\text{Rente – avdragsdekning et år frem i tid } (t + 1) = \left(\frac{\text{Finansielle eiendeler}_t + \text{fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital}_{t+1}}{\text{Netto finanskostnader}_{t+1} + \text{Avdrag på lån}_{t+1}} \right)$$

XXL har en gjeldsdekning på 0,2, og det betyr at kun 20 prosent av avdrag og renter dekkes. I tillegg kan gjeldsdekning være enda lavere siden formelen også skal beregnes med FKS til null. En forklaring på lav gjeldsdekning er det økte behovet for kortsiktig gjeld. Oppsummert er det viktig at XXL bygger opp likviditetsreserve, da FKS kan avta i fremtiden.

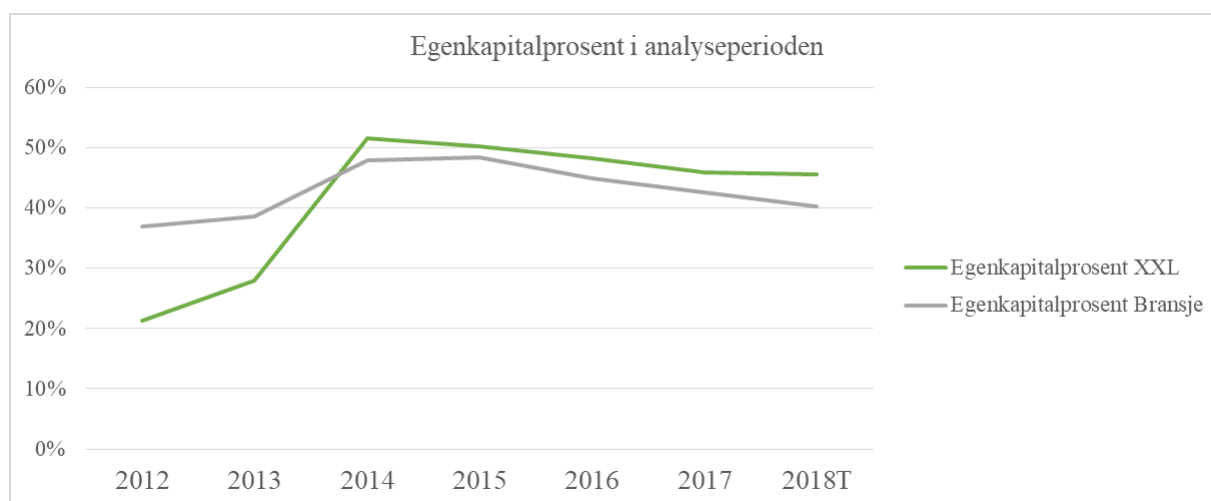
6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditet

Del to av analysen knytter seg til soliditet og graden av egenkapitalens evne til å tåle eventuelle fremtidige tap. Ved å bruke forholdstallene egenkapitalandel (egenkapitalprosent), lønnsomhetsanalyse og kapitalstruktur vil det gi en indikasjon på de finansielle ressursene til XXL (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

6.2.1 Egenkapitalandel

Det første nøkkeltallet i soliditetsanalysen er egenkapitalandelen. Forholdstallet skal måle hvor stor del av totalkapitalen som er finansiert med egenkapital. Det betyr hvor godt et selskap kan stå imot fremtidige tap (Knivsflå, 2018, F9). En høyere egenkapitalandel betyr høyere soliditet. I analysen inkluderes minoritetsinteressene, ettersom analysen er på konsernnivå. Ettersom XXL ikke har minoritetsinteresser vil denne utgjøre null. Derimot har flere av aktørene i bransjen minoritetsinteresser. Egenkapitalandel kan uttrykkes ved:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{EK + MI}{TK}$$



Figur 6-4 Utviklingen i XXL og bransjens egenkapitalandel over tid

Egenkapitalprosent	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet snitt
Egenkapitalprosent - XXL	0,21	0,28	0,51	0,50	0,48	0,46	0,46	0,46
Egenkapitalprosent - Bransje	0,37	0,39	0,48	0,48	0,45	0,42	0,40	0,44

Tabell 6-6 Egenkapitalandelen til XXL og bransjen over tid

Som følge av justeringen i kapittel 5 knyttet til markedsføring og operasjonell leie, så vil egenkapitalandelen gå ned. Det kan forklares ved at nettoeffekten av kapitaliseringen av markedsføring (øker egenkapitalandelen) og operasjonaliseringen av leiekapital (minker egenkapitalandelen) er negativ.

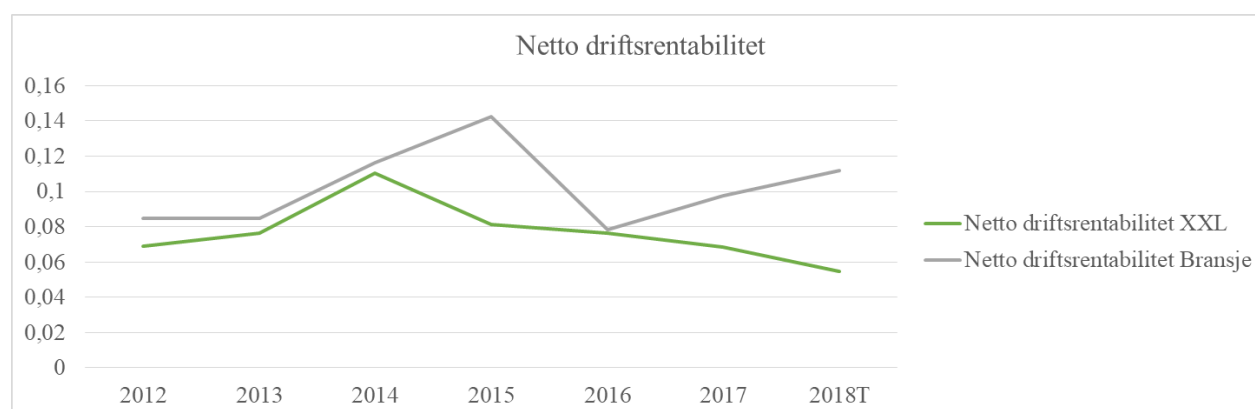
Som det fremkommer i figur 6-4 har XXL og bransjen stabil egenkapitalandel gjennom perioden. XXL har litt høyere egenkapitalandel enn bransjen. Økningen av egenkapital i 2014 skyldes børsnoteringen.

Et moment som knytter seg til verdien til balansen er goodwillandelen (heretter: GW). GW utgjør 70 prosent av egenkapitalen til XXL. GW er immateriell og kan derfor ikke brukes til å nedbetale gjeld. Generelt har XXL en middels soliditet, men det er viktig å huske på at GW er en stor eiendelspost i forhold til totale eiendeler.

6.2.2 Lønnsomhetsanalyse

Lønnsomheten har også relevans i en soliditetsanalyse. Lønnsomheten påvirker hvordan utviklingen til egenkapitalandelen blir, og videre evnen til å tåle tap (Knivsflå, 2018, F9). Netto driftsrentabilitet finnes ved netto driftsresultat dividert på inngående balanse av netto driftseiendeler pluss gjennomsnittet av justert netto driftseiendeler fratrukket netto driftsresultat. Formelen for netto driftsrentabilitet er vist ovenfor.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{NDR_t}{NDE_{t-1} + ((\Delta NDE_t - NDR_t)/2)}$$



Figur 6-5 Utviklingen i netto driftsrentabiliteten til XXL og bransjen over tid

Netto driftsrentabilitet	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet snitt
Nettodriftsrentabilitet XXL	6,9 %	7,6 %	11,0 %	8,2 %	7,7 %	6,8 %	5,5 %	7,3 %
Nettodriftsrentabilitet Bransje	8,5 %	8,5 %	11,6 %	14,2 %	7,8 %	9,8 %	11,2 %	10,5 %

Tabell 6-7 Netto driftsrentabilitet til XXL og bransjen over tid

Tidsvektet gjennomsnitt for netto driftsrentabilitet er 7 prosent for XXL, mens bransjen har 14 prosent. XXL har hatt en avtagende rentabilitet fra 2014. Økt konkurranse i sportsbransjen kan være en årsak til avtagende rentabilitet, jf. Kapittel 4.1.2. Sportsbransjen vil i fremtiden oppleve en enda mer spisset konkurranse, og det vil derfor være viktig for XXL å ha en effektiv kostnadsstruktur slik at rentabiliteten holder seg høyere enn kravet fra investor. Både JD sports og Sports Direct har høye marginer, og vil derfor dra opp bransjesnittet.

6.2.3 Kapitalstruktur

Videre kan en statisk finansieringsanalyse av XXLs kapitalstruktur fortelle noe om hvordan virksomheten er finansiert. Dette sier således noe om risikoen knyttet til finansieringen av selskapets eiendeler. For å gjøre dette benyttes en finansieringsmatrise slik som presentert i Knivsflå (2018, F11). Målet med finansieringsmatrisen er å synliggjøre til hvilken grad eiendelene i virksomheten er finansiert med kortsiktig og langsiktig kapital. Finansieringsmatrisen er utarbeidet både for XXL og for bransjen, og er presentert i henholdsvis tabell 6-8 og 6-10.

På den vertikale aksene er eiendelene rangert etter graden av illikviditet. Driftsrelaterte anleggsmidler (DAM) anses dermed som mer illikvid enn driftsrelaterte omløpsmidler (DOM). På den horisontale aksene er kapitalen rangert etter graden av langsiktighet. Her er eksempelvis egenkapitalen vurdert å være mer langsiktig enn kortsiktig finansiell gjeld. Logikken bak finansieringsmatrisen er å regne ut hvor stor andel av de ulike kapitalkildene som brukes til å finansiere eiendelene. Jo større andel av eiendelene som er finansiert med langsiktig kapital, desto mindre risikabel og solid er finansieringen. Dette betyr at risikoen er mindre ettersom virksomheten er i besittelse av langsiktig kapital. I tabell 6-9 fremkommer det at egenkapitalen til XXL finansierer 70,2 prosent av de driftsrelaterte omløpsmidlene. Det resterende beløpet av driftsrelaterte omløpsmidler dekkes med omtrent 1,6 prosent av langsiktig driftsrelatert gjeld og 28,2 prosent av langsiktig finansiell gjeld. Videre dekker langsiktig finansiell gjeld 100 prosent av finansielle omløpsmidler og 27,6 prosent av driftsrelaterte omløpsmidler. I XXL dekkes 45,6 prosent av eiendelene med egenkapital. Resten av eiendelene dekkes av langsiktig finansiell gjeld, kortsiktig driftsrelatert og finansiell gjeld. Kun 11,2 prosent av eiendelene dekkes av kortsiktig finansiell gjeld. XXL sin kapitalstruktur vurderes som god, ettersom en høy andel av egenkapital dekker eiendelene, mens kun en liten del av eiendelene dekkes av kortsiktig finansiell gjeld.

Kapitalstruktur for XXL i 2018T (absolutte tall i MNOK)							
	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	4647	0	108	1869			6624
FAM				3			3
DOM				985	1446	1138	3569
FOM						0	0
TK	4647	0	108	2857	1446	1138	10196

Tabell 6-8 Kapitalstruktur i absolutte tall for XXL

Kapitalstruktur for XXL i 2018T (i prosent)							
	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	70,2 %	0,0 %	1,6 %	28,2 %	0,0 %	0,0 %	100,0%
FAM	0,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0%
DOM	0,0 %	0,0 %	0,0 %	27,6 %	40,5 %	31,9 %	100,0%
FOM	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0%
TK	45,6 %	0,0 %	1,1 %	28,0 %	14,2 %	11,2 %	100 %

Tabell 6-9 Kapitalstruktur i prosent for XXL

Kapitalstruktur for Bransjen i 2018T (i prosent)							
	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	66,1 %	1,1 %	3,4 %	29,4 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %
FAM	0,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %
DOM	0,0 %	0,0 %	0,0 %	42,0 %	58,0 %	0,0 %	100,0 %
FOM	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	40,5 %	59,5 %	100,0 %
TK	38,8 %	0,7 %	2,0 %	33,5 %	20,8 %	4,2 %	100,0 %

Tabell 6-10 Kapitalstruktur for bransjen i prosent

Kapitalstrukturen i bransjen minner litt om XXL sin, men det er noen forskjeller. I bransjen dekkes 66,1 prosent av driftsrelaterte anleggsmidler av egenkapitalen. Dette er litt høyere enn hos XXL. Alt i alt dekker bransjens egenkapital 38,8 prosent av eiendelene, hvilket er rundt 7 prosent lavere enn for XXL. Bransjen har i midlertid mer langsiktig finansiell gjeld og kortsiktig driftsrelatert gjeld, hvilket gjør at kun 4,2 prosent av kortsiktig finansiell gjeld er brukt til å dekke eiendelene.

Selv om XXL har mer egenkapitalfinansiering enn bransjen, så har bransjen mindre finansiering av eiendeler med kortsiktig finansiell gjeld. Høy kortsiktig finansiell gjeld anses å være mer risikabelt. Som følge av dette vurderes bransjen å ha en kapitalstruktur som innehar litt mindre risiko enn XXL.

6.3 Syntetisk rating – oppsummering

For å oppsummere kapittel 6 er det hensiktsmessig å legge frem nøkkeltallene fra kortsiktig og langsiktig likviditetsanalyse og soliditetsanalyse. Disse tallene skal legge grunnlag i utarbeidelsen av en syntetisk rating. Syntetisk rating bestemmer kredittpremien til et selskap (Damodaran, 2012). De ulike ratingbyråene har ulik skala, men vår oppgave tar utgangspunkt i Standard & Poor's (heretter: S&P) ratingsystem. S&P benytter en gradering hvor AAA er det beste og D som svakest. Ved topprating er konkursrisiko tilnærmet null prosent de neste tolv månedene, mens ved D er den 85 prosent (Knivsflå, 2018, F9). De ulike ratingene er basert på samme rating som Damodaran (2012) benytter.

I vår analyse har vi brukt analysetallene likviditetsgrad, rentedekningsgrad, egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet for å regne oss frem til en passende rating for XXL og bransjen. Den kvalitative analysen i kapittel 4 skal også underbygge utfallet. Kredittpremien som brukes i utregningen av avkastningskravet i kapittel 7 påvirkes av den syntetiske ratingen. Den syntetiske ratingen er presentert i tabell 6-11 for XXL, og syntetisk rating for bransjen er presentert i tabell 6-12.

Syntetisk rating XXL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet snitt
Likviditetsgrad 1	2,01	1,61	1,97	1,78	1,53	1,41	1,38	1,56
Rating:	BBB	BB	BBB	BBB	BB	BB	BB	BB
Rentedekningsgrad	1,23	1,38	1,57	4,89	11,10	7,83	6,27	6,7
Rating:	BB	BB	BB	A	AA	A	AA	AA
Egenkapitalprosent	21,3%	27,9%	51,5%	50,1%	48,3%	45,8%	45,6%	46,4%
Rating:	B	B	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BB
Netto driftsrentabilitet	6,88 %	7,62 %	11,02 %	8,15 %	7,65 %	6,83 %	5,46 %	7,3 %
Rating:	BB	BB	BBB	BB	BB	BB	BB	BB
Gjennomsnittsrating	BB	BB-	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 6-11 Syntetisk rating XXL

Syntetisk rating Bransje	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet snitt
Likviditetsgrad 1	1,53	1,20	1,90	2,00	1,57	1,71	1,61	1,70
Rating:	BB	BB	BBB	BBB	BB	BBB	BB	BB
Rentedekningsgrad	2,3	3,5	3,2	3,1	4,3	5,2	6,4	4,7
Rating:	BBB	A	BBB	BBB	A	A	AA	A-
Egenkapitalprosent	37,6 %	39,5 %	47,6 %	47,2 %	44,1 %	41,7 %	39,3 %	42,8 %
Rating:	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BB	BB	BBB-
Netto driftsrentabilitet	8,1 %	8,9 %	11,9 %	15,9 %	10,5 %	13,8 %	17,4 %	13,9 %
Rating:	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Gjennomsnittsrating	BB+	BBB	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 6-12 Syntetisk rating bransje

Både XXL og bransjen har en tidsvektet rating på BBB, og dermed en sannsynlighet for konkurs på 0,3 prosent. Som tallene viser er det ganske lik totalscore samlet sett på de ulike nøkkeltallene. XXL scorer bedre enn bransjen i rentedekningsgrad, mens bransjen har høyere rating i netto driftsrentabilitet.

Videre tilføyes den kvantitative analysen kvalitativt påfyll fra SWOT-analysen, jf. kapittel 4.4 Det er estimert at etterspørselen etter sportsutstyr vil øke i fremtiden, men bransjen er preget av høy konkurranse samtidig som at leverandørene ønsker å ta større del i markedet. XXL er likevel er sterk aktør på det nordiske markedet med store markedsandeler. Likevel vil JD sports og Sports Direct være sterkere aktører når XXL skal ekspandere videre fra det nordiske markedet. Samlet sett vil XXL oppleve en økning i kredittrisiko i fremtiden, men på kort sikt vil kredittrisikoen ligge stabilt.

Avslutningsvis er det hensiktsmessig å bemerke at XXL ligger under bransjesnittet på sentrale nøkkeltall, men har til gjengjeld lik rating. Tallene som er benyttet i analysen er historiske tall, og derfor kan ratingen til XXL tenkes å endre seg i fremtiden. Derfor vil vi i kapittel 10.2.1 gjennomføre en syntetisk for XXL i fremtiden.

7 Historisk avkastningkrav

I følgende kapittel vil de historiske avkastningskravene til XXL beregnes. Avkastningskravene som beregnes her er viktige for den senere analysen av strategisk fordel i kapittel 8, i tillegg til beregningene av fremtidskrav i kapittel 10. For å avdekke om XXL har en strategisk fordel må rentabiliteten vurderes opp mot avkastningskravet (Knivsflå, 2018, F10). Videre er dette kapittelet viktig, fordi den historiske utviklingen av avkastningskravene til en viss grad bør være gjenspeilet og realistiske når vi senere beregner fremtidskravene. Avkastningskravene er også relevante i diskonteringen av fremtidige kontantstrømmer i den fundamentale verdsettelsen av XXL presentert i kapittel 11.

7.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

Det finnes flere metoder for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen, og flere lærebøker gir innsikt i hvordan dette gjøres. I denne seksjonen vil Kaldestad og Møller (2016) og Damodaran (2012) benyttes, i tillegg til Knivsflå (2018, F10).

Vi har basert våre beregninger av avkastningskravet til egenkapitalen på kapitalverdimodellen (CAPM) slik som beskrevet av Kaldestad og Møller (2016):

$$R_e = R_f + \beta_e * (R_m - R_f)$$

Her er R_e avkastningskravet til egenkapitalen, R_f risikofri rente, β_e egenkapitalbeta og $R_m - R_f$ er markedets risikopremie, senere forkortet som "mrp".

Vi ser fra likningen at avkastningskravet til egenkapitalen kan beregnes ved hjelp av risikofri rente pluss et tillegg for markedets risikopremie justert med egenkapitalbetaen.

CAPM i sin rene form tar utgangspunkt i perfekte finansmarkeder, hvor usystematisk risiko er diversifisert bort. Videre forutsetter også CAPM at det ikke eksisterer transaksjonskostnader eller privat informasjon, og at prisen på en aktiva gjenspeiler all relevant informasjon (Damodaran, 2012). I denne oppgaven forutsettes det at finansmarkedene ikke er helt perfekte. Dermed tillegges avkastningskravet til egenkapital en illikviditetspremie som kompenserer for den ekstra risikoen investor påtar seg som følge av at markedene ikke er helt perfekte slik lærebøker anbefaler (Damodaran, 2012). I tillegg vil det i denne oppgaven brukes avkastningskrav etter skatt, hvilket innebærer at risikofri rente må justeres for skatt. Dette

skyldes at egenkapitalrentabiliteten er en nominell rente etter skatt, og justeringen er nødvendig slik at sammenligningen mellom krav og rentabilitet er konsistent.

$$R_e = R_f * (1 - s) + \beta_e * (R_m - R_f * (1 - s)) + \text{illikvidtetspremie}$$

Der s er selskapsskattesatsen.

Egenkapitalbetaen, β_e , viser hvor sensitiv aksjeavkastningen er overfor endringer i markedsavkastningen, R_m . Dermed blir egenkapitalbetaen et mål på den systematiske risikoen ved å investere i selskapets egenkapital (Knivsflå, 2018, F10).

I de påfølgende delkapitlene vil høyresidevariablene for egenkapitalkravet beregnes.

7.1.1 Risikofri rente

Det finnes ulike tilnærminger til hva som anses som risikofri rente. I følge Kaldestad og Møller (2016) kan risikofri rente være renten, eller avkastningen til et selskap uten konkurrisiko eller misligholdsrisiko. I følge Damodaran (2012) er det svært få virksomheter som kan vurderes som risikofrie. Dette kan gjøre det utfordrende å finne en passende risikofri rente. Likevel påpeker begge at renten knyttet til statsobligasjoner kan vurderes som risikofri, ettersom myndighetene kontrollerer utstedingen av valuta, og vil i teorien dermed ha evne til å betale for sine forpliktelser (Damodaran, 2012). Det betyr ikke at myndighetene alltid har mindre risiko enn private foretak, eller driver bedre. Det har eksempelvis etterdønningen av finanskrisen i 2010 vist ved at myndighetene i for eksempel Hellas i 2012 var vurdert til å være mer risikabel enn private foretak grunnet store gjeldsproblemer (Trading Economics, 2018)

Til tross for dette vil likevel det beste estimatet i denne utredningen for risikofri rente være tre måneders effektiv NIBOR-rente. NIBOR karakteriseres som en kort rente og må justeres for en kredittrisikopremie og for selskapsskattesatsen over tilhørende periode. Denne renten er den interne renten bankene tilbyr hverandre, med fradrag av en kortsiktig risikopremie basert på en gjennomsnittlig AA bank rating slik Knivsflå (2018, F10) foreslår. Det bør imidlertid bemerkes at man alternativt kan benytte seg av norsk statsobligasjonsrente, som karakteriseres som en lang rente.

Utviklingen av tre måneders effektiv Nibor er hentet fra Oslo Børs sine hjemmesider for NIBOR. Kredittrisikopremien baserer seg på AA rating etter skatt, og er hentet fra Knivsflå

(2018, F10). Tabell 7-1 viser beregningen av risikofri rente etter skatt for analyseperioden 2012-2018T.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Snitt
Rating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Nibor-rente 3 måneder	0,0220	0,0175	0,0170	0,0129	0,0107	0,0089	0,0103	0,0142
(-) kredittrisikopremie	0,0060	0,0060	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0053
(=) Risikofri rente før skatt	0,0160	0,0115	0,0120	0,0079	0,0057	0,0039	0,0053	0,0089
(-) skatt	0,0045	0,0032	0,0032	0,0021	0,0014	0,0009	0,0012	0,0024
(=) Risikofri rente etter skatt	0,0115	0,0083	0,0088	0,0058	0,0043	0,0030	0,0041	0,0065

Tabell 7-1: Risikofri rente etter skatt

7.1.2 Markedets risikopremie

Slik som nevnt i 7.1 er markedets risikopremie lik differansen mellom risikofri rente og markedsavkastningen. I praksis kan man estimere markedets risikopremie ved hjelp av historiske risikopremier oppnådd av aksjer uten konkurs eller misligholdsrisiko over en lang tidsperiode (Damodaran, 2012). Dette er typisk statsobligasjoner. I Knivsfå (2018, F10) er det gitt en oversikt over den langsiktige utviklingen av markedets risikopremie på Oslo Børs fra 1958 til 2017, hvor gjennomsnittlig risikopremie for markedet var 6,7 prosent. På kort sikt derimot var markedets risikopremie 4,1 prosent i perioden 2012 til 2017. I denne analysen vil både den kortsiktige og langsiktene risikopremien benyttes. Kortsiktig og langsiktig risikopremie vektet med henholdsvis 1/3 og 2/3, hvilket innebærer at den lange risikopremien veier tyngst. Denne vektningen gir en gjennomsnittlig markedsrisikopremie på omtrent 5 prosent over analyseperioden. Dette betyr at markedsavkastningen, R_m , kan regnes implisitt ved å trekke den risikofri renten etter skatt fra markedets kredittrisikopremie (Damodaran, 2012). Markedetsrisikopremie over analyseperioden er vist i tabell 7-2.

År	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Snitt
Kortsiktig perspektiv mvp	0,040	0,042	0,041	0,042	0,041	0,042	0,042	0,041
Vekt	0,67	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667
Langsiktig perspektiv mvp	0,064	0,067	0,066	0,066	0,067	0,067	0,069	0,067
Vekt	0,33	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
Markedets risikopremie	mvp	0,048	0,050	0,049	0,050	0,050	0,050	0,051

Tabell 7-2 Utrekning av markedets risikopremie

7.1.3 Illikviditetspremie

Illikviditetspremien er en kompensasjon som gis for å investere i mindre omsettelige verdipapirer. Graden av omsettelighet avhenger av hvilket selskap det dreier seg om, samt

hvorvidt selskapet er børsnotert eller ikke (Kaldestad & Møller, 2016). I tilfeller hvor selskapet er børsnotert vil som regel aksjen være mer omsettelig sammenlignet med om det ikke er børsnotert. Ettersom XXL er børsnotert vil det bety at XXL aksjen anses som høyt omsettelig, men det kan likevel argumenteres for at det bør tillegges en illikviditetspremie som følge av vridningseffekter av eierskatter (Knivsfå, 2018, F10).

Over analyseperioden er det vurdert som beste estimat å sette en illikviditetspremie på 1 prosent over tidsperioden 2012 til 2014, og 0,5 prosent fra 2015 frem til 2018T. Bakgrunnen for dette er å synliggjøre det faktum at XXL var et aksjeselskap inntil det ble børsnotert høsten 2014. Etter 2014 er illikviditetspremien noe lavere, ettersom XXL nå er blitt børsnotert. Som følge av deres risikoeksponering i utlandet og eventuelle vridningseffekter på eierskatt foreslår Knivsfå (2018, F10) å likevel legge til en liten premie. Samtidig vil dette dra i retningen av en noe mer konservativ verdsettelse av egenkapitalen til XXL i kapittel 11, som følge av at avkastningskravet til egenkapitalen vil bli noe høyere når illikviditetspremie er tillagt, hvilket vil redusere de diskonterte kontantstrømmene.

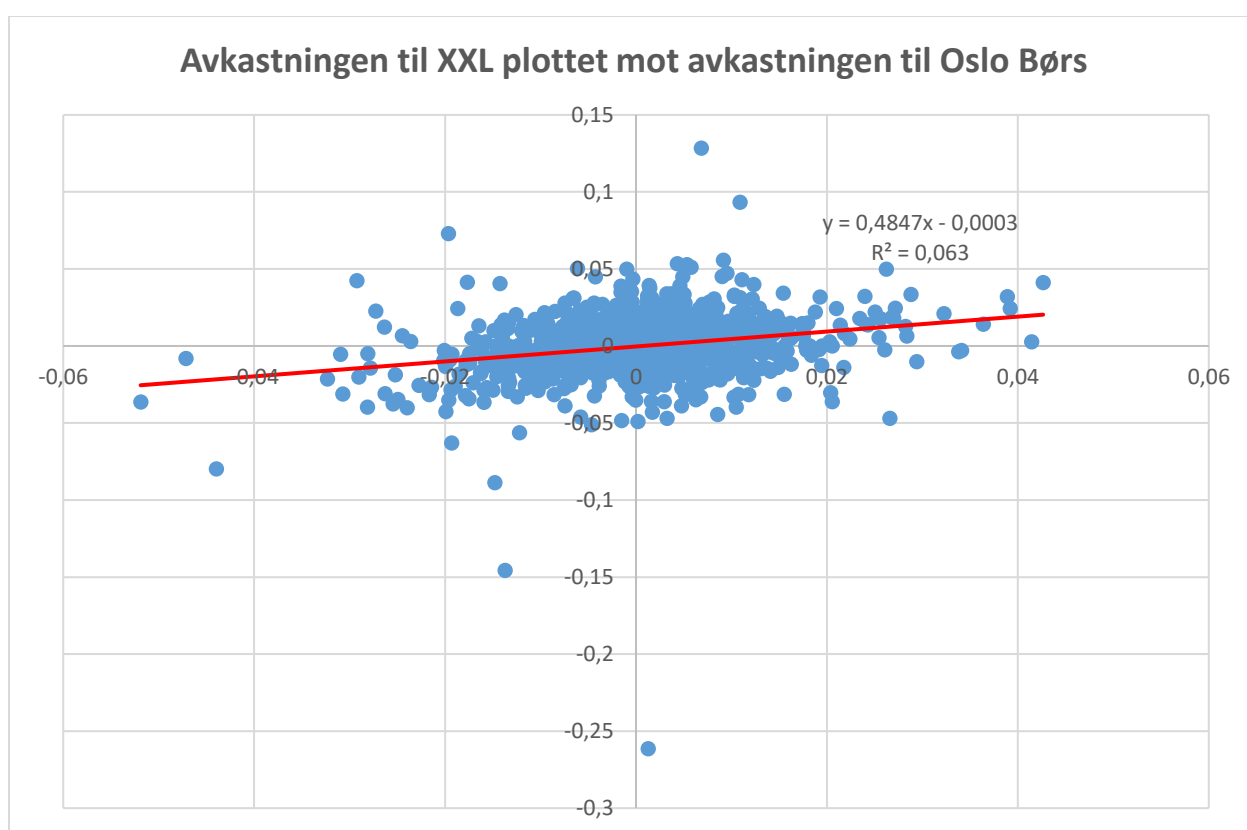
7.1.4 Egenkapitalbeta

I følge Damodaran (2012) er egenkapitalbetaen den ekstra risikoen som tillegges markedsporteføljen. Slik som nevnt tidligere forteller betaen noe om hvor eksponert en XXL aksje er for den generelle markedsrisikoen. Egenkapitalbetaen er aksjekursens relative volatilitet i forhold til markedet, og kan finnes matematisk ved å dividere samvariasjonen (kovariansen) mellom aksjen og markedet, på variansen til markedet (Kaldestad & Møller, 2016). Dette kan uttrykkes slik som nevnt i Kaldestad og Møller (2016) på følgende måte:

$$\beta_E = \frac{\text{Kovarians mellom aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians til markedsporteføljen}}$$

Ettersom det vil være utfordrende å finne den nøyaktige kovariansen og variansene, finnes det andre metoder for å estimere egenkapitalbetaen til XXL. Eksempelvis kan egenkapitalbetaen for børsnoterte selskaper estimeres basert på historiske kursdata (Knivsfå, 2018, F10). Dette er også beskrevet i Damodaran (2012). Ettersom XXL er børsnotert er det dermed mulig å finne egenkapitalbetaen ved å foreta en regresjon med avkastningen til XXL som avhengig variabel og avkastningen på Oslo Børs som uavhengig variabel. Dette er gjort i denne masterutredningen. Alternativet var mellom å benytte daglig avkastning eller månedlig avkastning, men valget falt på å bruke daglige avkastninger for XXL aksjen og indeksen Oslo

Børs. Disse vurderes til å beskrive hvordan XXL utvikler seg i forhold til markedet. Regresjonen inneholder observasjoner som er daglige avkastninger fra 6. oktober 2014 frem til 30. november 2018. Resultatene av regresjonen er vist i figur 7-2. Regresjonen gir en egenkapitalbeta til XXL på 0,485. Dette kan tolkes som at når indeksen på Oslo Børs stiger med 1 prosent, så stiger XXL-aksjen med 0,485 prosent, og i motsatt tilfelle vil XXL aksjen falle 0,485 prosent dersom indeksen faller med 1 prosent. Forklaringskraften er 6,3 prosent, hvilket betyr at 6,3 prosent av variasjonene i XXL avkastningen kan forklares av variasjon i avkastningen på Oslo Børs-indeksen. I figur 7-1 er avkastningene til henholdsvis XXL og indeksen på Oslo Børs plottet inn i Excel. Den tilhørende regresjonslinjen er lagt til.



Figur 7-1 Avkastningen til XXL mot avkastningen på Oslo Børs

Summary output from linear regression					
Regression Statistics					
Multiple R		0,250934			
R Square		0,062968			
Adjusted R Square		0,062069			
Standard Error		0,019308			
Observations		1045			
ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0,02613	0,02613	70,08869	1,80779E-16
Residual	1043	0,388845	0,000373		
Total	1044	0,414975			
	Coefficient	Standard Err	t Stat	P-value	
Intercept	-0,00034	0,000598	-0,57226	0,567269	
Avkastning OSEBX	0,484767	0,057904	8,371899	1,81E-16	

Figur 7-2 Regresjonsutskrift for linear regresjon med XXL som avhengig variabel

Damodaran (2012) legger vekt på at man bør justere egenkapitalbetaen fra regresjonen med henholdsvis 2/3 vekt på regresjonsbetaen og 1/3 vekt på 1. Bakgrunnen for det er at empiriske bevis viser at betaer på lang sikt går mot 1. Det skyldes at selskaper over tid blir mer diversifiserte innenfor produktene de tilbyr og i kundebasen. Derfor kan det i dette tilfellet også være hensiktsmessig å justere egenkapitalbetaen til XXL.

$$\beta_e^* = \beta_e * \frac{2}{3} + \frac{1}{3} * 1,000$$

Der β_e^* er egenkapitalbeta etter justering, β_e er opprinnelig egenkapitalbeta fra regresjonsutskriften. Ved innsetting får vi en justert egenkapitalbeta for XXL på 0,657. Denne egenkapitalbetaen vil senere benyttes i analysen av de ulike avkastningskravene. Derimot vil årlig egenkapitalbeta beregnes i 7.3.

7.1.5 Estimert avkastningskrav til egenkapital over analyseperioden

Ettersom alle parameterne er estimert kan avkastningskravet til egenkapitalen til XXL beregnes. Det er viktig å poengtere at dette kun vil være et gjennomsnittlig avkastningskrav over analyseperioden, ettersom de årlige avkastningskravene til egenkapital vil estimeres senere i kapittel 7.4.

Ved innsetting av parameterne i uttrykket for krav til egenkapital estimeres den gjennomsnittlige egenkapitalavkastningen til XXL etter skatt til å være omtrent 4 prosent:

$$R_e = R_f * (1 - s) + \beta_e * (R_m - R_f * (1 - s)) + \text{illikvidtetspremie}$$

$$R_e = 0.7\% + 0.657 * (5\% - 0.7\%) + 0.5\%$$

$$R_e = 4.03\%$$

7.2 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Ettersom avkastningskravet til netto finansiell gjeld senere vil benyttes for å estimere avkastningskravet til netto driftskapital i 7.5, er det nødvendig å gjennomføre en estimering av kravet til netto finansiell gjeld.

Avkastningskravet til netto finansiell gjeld kan uttrykkes på følgende måte:

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

Der $nfgk$ er netto finansielt gjeldskrav (avkastningskrav til netto finansiell gjeld), fgk = finansielt gjeldskrav, FG = finansiell gjeld, NFG = netto finansiell gjeld, FE = finansielle eiendeler.

Det betyr at avkastningskravet til netto finansiell gjeld er avkastningskravet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler vektet med henholdsvis andelen av finansielle eiendeler og -gjeld av netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2018, F10). Estimeringen av avkastningskravet for netto finansiell gjeld til XXL gjennomføres i 7.2.3. Først vil avkastningskravene til finansielle eiendeler og gjeld beregnes.

7.2.1 Avkastningskrav til finansiell gjeld

Avkastningskravet til finansiell gjeld er ifølge Kaldestad og Møller (2018) kostnaden til virksomhetens gjeld. Mer spesifikt kan finansielt gjeldskrav estimeres ved å ta risikofri rente etter skatt, og legge til en kredittrisikopremie. Avkastningskrav på finansiell gjeld kan dermed uttrykkes ved:

$$fgk = \text{risikofri rente etter skatt} + \text{kredittrisikopremie}$$

Der fgk er avkastningskravet til den finansielle gjelden. Kredittrisikopremiens verdi avhenger av selskapets syntetiske rating. XXLs syntetiske rating ble vurdert i kapittel 6. XXL har over

analyseperioden blitt vurdert til rating BB fra 2012 til 2013 og BBB fra 2014 til 2018T. Dette gir følgelig en tilhørende kredittrisikopremie på henholdsvis 3,1 prosent og 1,4 prosent.

Ettersom risikofri rente ble beregnet i 7.1.1 vil disse brukes i beregningen av avkastningskravet til finansiell gjeld. Videre er det viktig å bemerke at estimatet av kravet i stor grad avhenger av om en legger til grunn en lang eller kort kredittrisikopremie. Her er det benyttet kredittrisikopremie med lang tidshorisont. Vi har vist utviklingen av finansiell gjeldskrav etter skatt i tabell 7-3.

Avkastningskrav til finansiell gjeld	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Tidsvektet
Syntetisk rating		BB	BB-	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	$r_f(1-s)$	0,012	0,008	0,009	0,006	0,004	0,003	0,004	0,007	
(+) Kredittrisikopremie	krp	0,031	0,031	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,019	
(-) Finansielt gjeldskrav etter skatt	fgk	0,043	0,039	0,023	0,020	0,018	0,017	0,018	0,025	0,020

Tabell 7-3 Avkastningskrav til finansiell gjeld etter skatt for XXL

7.2.2 Avkastningskrav på finansielle eiendeler

Videre kan finansielt eiendelskrav beregnes ved å vekte kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet til de finansielle eiendelene (Knivsflå, 2018, F10). Slik som nevnt i kapittel 5 består finansielle eiendeler av kontanter, finansielle fordringer og investeringer. Sammenhengen mellom kravene til disse størrelsene og finansielt eiendelskrav kan uttrykkes ved:

$$fek = r_f * (1 - s) * \frac{KON}{FE} + (r_f * (1 - s) + krp_{for}) * \frac{FOR}{FE} + (r_f * (1 - s) + \beta_{INV} * mrp + ilp_{INV}) * \frac{INV}{FE}$$

Der KON =kontanter, FOR =finansielle fordringer, INV =finansielle investeringer, β_{INV} =investeringsbeta, krp_{for} = kredittrisikopremie fordringer, ilp_{INV} = illikviditetspremie for investeringer.

I beregningen av avkastningskravet til finansielle eiendeler for XXL foretas noen forutsetninger. På bakgrunn av omgrupperingen av balansen til XXL i kapittel 5 er XXL vurdert til å ha relativt lite av finansielle eiendeler. Dette skyldes at mange av omløpsmidlene ble klassifisert som driftsrelaterte, fremfor finansrelaterte. I beregningen av kravet til netto finansiell gjeld vil likevel den være upåvirket av denne klassifiseringen. Det skyldes at andelen finansielle eiendeler er svært liten, noe som gjør at finansielt eiendelskrav vil tillegges liten vekt. Videre settes kontantkravet lik risikofri rente etter skatt, som ble beregnet i 7.1.1. Knivsflå (2018, F10) foreslår å sette betaen til investeringer til 1, og illikviditetspremie for investeringer til lik 0, noe som gjøres her. Til slutt settes kredittrisikoen til fordringer med utgangspunkt i den syntetiske ratingen fra kapittel 6. Markedets risikopremie ble

beregnet i 7.1.2, og blir følgende den samme her. Avkastningskravet til finansielle eiendeler er vist i tabell 7-4.

Avkastningskrav til finansielle eiendeler	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet snitt
Kontantkrav		0,01	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,0049
*kontantvekt	KON/FE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,0000
(+) fordringskrav		0,02	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,0149
*fordringsvekt	FOR/FE	0,80	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,0450
(+) investeringskrav		0,06	0,06	0,06	0,06	0,05	0,05	0,06	0,0550
*investeringsvekt	INV/FE	0,20	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	0,7050
(=) Finansielt eiendelskrav	fek	0,03	0,02	0,00	0,00	0,05	0,05	0,06	0,0391

Tabell 7-4 Avkastningskrav til finansielle eiendeler for XXL

7.2.3 Estimert avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Ettersom alle parameterne for å finne avkastningen til netto finansiell gjeld er beregnet kan denne nå regnes ut som vist i tabell 7-5.

Avkastningskrav til netto finansiell gjeld	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet snitt
Krav til finansiell gjeld		0,043	0,039	0,023	0,020	0,018	0,017	0,018	0,025
*Finansiell gjeld/ Netto finansiell gjeld	FG/NFG	1,001	1,001	1,000	1,000	1,001	1,001	1,001	1,001
(-) Krav til finansielle eiendeler	fek	0,029	0,018	0,000	0,000	0,054	0,053	0,055	0,030
*finansielle eiendeler/netto finansiell gjeld	FE/NFG	0,001	0,001	0,000	0,000	0,001	0,001	0,001	0,001
(=) Krav til netto finansiell gjeld	nfgk	0,043	0,039	0,023	0,020	0,018	0,017	0,018	0,020

Tabell 7-5 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Det kan observeres at avkastningskravet til netto finansiell gjeld for XXL i gjennomsnitt har vært omtrent 2 prosent over analyseperioden.

7.2.4 Beta for finansielle eiendeler

For å beregne betaen for finansielle eiendeler til XXL er det nødvendig å legge til grunn noen forutsetninger. For det første antas det at kontanter er risikofrie, hvilket gjør at medfølgende kontantbeta blir 0. Investeringsbetaen settes til 1. Videre vil derimot finansielle fordringer inneholde risiko, ettersom fordringene kan gå tapt eller misligholdes. Betaen for finansielle fordringer kan beregnes på følgende måte, slik som beskrevet i Knivsflå (2018, F10):

$$\beta_{FOR} = \frac{\text{Kreditrisikopremie for fordringer} * \text{Markedsrisikodel}}{\text{Markedsrisikopremien}}$$

Der β_{FOR} er beta for finansielle fordringer. Utregningen for denne er vist i tabell 7-6.

Netto finansiell gjeldsbeta	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Tidsvektet snitt
Lang kredittrisikopremie	0,03	0,03	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Langtillegget	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
(=) Kort kredittrisikopremie	0,03	0,03	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
/ Markedsrisikopremien	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
(=) Fordringsbeta når mrd=1	0,56	0,54	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,22	0,22
* Markedsrisikodel	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
(=) Fordringsbeta	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

Tabell 7-6 Fordringsbeta til XXL over analyseperioden

Ettersom alle parameterne som trengs i utregningen for finansiell eiendelsbeta er funnet, kan den finansielle eiendelsbetaen til XXL beregnes. Finansiell eiendelsbeta over analyseperioden er vist i tabell 7-7. Tidssnittet ligger på 0,51. Det er noe høyt, men ettersom finansielle eiendeler i XXL er svært liten vil dens påvirkning på beregningen av netto finansiell gjeldsbeta være av liten effekt. Dette kan forklares av at vekten av eiendelsbeta blir liten som følge av lite finansielle eiendeler.

Beta til finansielle eiendeler	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Tidsvektet snitt
Kontantbeta		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
*Kontantvekt	KON/FE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
(+) Fordringsbeta		0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
* Fordringsvekt	FOR/FE	0,80	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,26	0,04
(+) Investeringsbeta		1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
* Investeringsvekt	INV/FE	0,20	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	0,46	0,71
(=) Finansiell eiendelsbeta		0,2	0,02	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	0,32	0,51

Tabell 7-7 Finansiell eiendels beta for XXL over analyseperioden

7.2.5 Beta for finansiell gjeld

Videre kan beta for finansiell gjeld beregnes ved å multiplisere markedsrisikodelen, som er en del av konkurrisikoen, med kredittrisikopremien, dividert med markedspremien. Beta for finansiell gjeld kan derfor uttrykkes ved:

$$\beta_{FG} = \frac{\text{Markedsrisikodel} * \text{kredittrisikopremien}}{\text{Markedsrisikopremien}}$$

Kredittrisikopremien ble fastsatt i 7.2.1 med utgangspunkt i XXLs syntetiske rating, og markedsrisikopremien ble beregnet i 7.1.2. Markedsrisikodelen for egenkapitalen tilsvarer forklaringskraften, R^2 , som ble funnet i regresjonsanalysen av betaen til XXL i 7.1.4. R^2 ble gjennom regresjon estimert til å være omtrent 0,063. Videre tar markedsrisikodelen til finansiell gjeld utgangspunkt i markedsrisikodelen til EK, justert med en justeringsfaktor til finansiell gjeld. Justeringsfaktoren som er valgt her er 0,451, som er tidsvektet gjennomsnitt av FG i

forhold til netto driftskapital over analyseperioden. Beregningen av finansiell gjeldsbeta for XXL er vist i tabell 7-8.

Netto finansiell gjeldsbeta	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet snitt
Syntetisk rating	BB	BB-	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Lang kredittrisikopremie	0,031	0,031	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,015
/ Markedspremie	0,048	0,050	0,049	0,050	0,050	0,050	0,051	0,050
(=) Finansiell gjeldsbeta når mrd=1	0,646	0,616	0,284	0,280	0,282	0,278	0,275	0,296
Markedsrisikoandel EK	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064
* Justeringsfaktor til gjeld	0,451	0,451	0,451	0,451	0,451	0,451	0,451	0,451
(=) Markedsrisikodel FG	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029
(=) Finansiell gjeldsbeta	0,019	0,018	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,009

Tabell 7-8 Finansiell gjeldsbeta for XXL over analyseperioden

Over analyseperioden har XXL hatt en gjennomsnittlig finansiell gjeldsbeta på 0,009, og denne har holdt seg stabilt over hele analyseperioden, med unntak av 2012 og 2013 hvor denne lå høyere. Ettersom de siste årene tillegges mer vekt vil naturligvis de høyere verdiene i starten av perioden veie mindre i det tidsvektede gjennomsnittet.

7.2.6 Beta for netto finansiell gjeld

Ettersom både betaen til finansielle eiendeler og finansiell gjeld er regnet ut kan betaen til netto finansiell gjeld ifølge Knivsflå (2018, F10) regnes ut på følgende måte:

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

Der β_{NFG} er netto finansiell gjeldsbeta, FG er finansiell gjeld, FE er finansielle eiendeler og β_{FE} er beta for finansielle eiendeler.

Netto finansiell gjeldsbeta	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Tidsvektet snitt
Finansiell gjeldsbeta		0,019	0,018	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,011	0,009
* Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	1,001	1,001	1,000	1,000	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001
(-) Finansiell eiendelsbeta		0,215	0,015	0,000	0,000	0,000	1,000	1,000	0,319	0,506
* Finansiell eiendelsvekt	FE/NFG	0,001	0,001	0,000	0,000	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
(=) Netto finansiell gjeldsbeta		0,018	0,018	0,008	0,008	0,008	0,007	0,007	0,008	0,008

Tabell 7-9 Netto finansiell gjeldsbeta

Av tabell 7-9 ser netto finansiell gjeldsbetaen ut til å ha holdt seg relativt stabil over hele analyseperioden. Ettersom finansielle eiendeler er tillagt tilnærmet ingen vekt vil betaen til netto finansiell gjeld være tilnærmet lik betaen for finansielle eiendeler. Tidssnittet for finansiell gjeldsbeta er 0,008.

7.3 Netto driftsbeta og årlig egenkapitalbeta

I følge Miller og Modigliani (1958) vil verdien av et selskap være uavhengig av hvordan selskapet er finansiert med egenkapital eller gjeld. Ettersom netto driftsbetaen er betaen til verdien av hele selskapet skal dens verdi også være uavhengig av selskapets finansiering. Dette underbygges i Kaldestad og Møller (2016). Ettersom netto driftsbeta skal holdes konstant over analyseperioden, så kan denne beregnes med utgangspunkt i den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen utregnet i 7.1.4 og netto finansiell gjeldsbeta fra 7.2.6. I tillegg brukes gjennomsnittsvektene for andel egenkapital og netto finansiell gjeld av netto driftskapital, som tidsvektes. Dette gir en netto driftsbeta på 0,3644.

Nå som netto driftsbeta er beregnet kan den årlige egenkapitalbetaen finnes residualt (Knivsflå, 2018, F10). Dette gjøres ved følgende formel:

$$\beta_{EK} = \frac{\text{Netto driftsbeta} - (\text{Netto finansiell gjeldsbeta}) * \frac{NFG}{NDK}}{\frac{EK}{NDK} + \frac{MI}{NDK}}$$

Dette er gjort for alle årene i analyseperioden for XXL, og sammenhengen mellom egenkapitalbetaen og netto driftskapital beta er vist i tabell 7-10. I følge Damodaran (2012) beregnes selskapsbetaen som en vektning av egenkapital og netto finansiell gjeldsbetaen, hvor vektene er egenkapitals, minoritets og netto finansiell gjeldsandel av netto driftskapital. I beregning av netto driftsbetaen brukes formelen slik som beskrevet i Knivsflå (2018, F10):

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} * \frac{EK + MI}{NDK} + \frac{NFG}{NDK} * \beta_{NFG}$$

Der β_{NDK} er netto driftsbeta, β_{NFG} er netto finansiell gjeldsbeta, β_{EK} er egenkapitalbeta.

Netto driftskapitalbeta	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt
Egenkapitalbeta		1,50	1,13	0,61	0,61	0,63	0,65	0,67	0,83
* Egenkapitalvekt	EK/NDK	0,23	0,31	0,59	0,59	0,57	0,56	0,54	0,48
(+) Egenkapitalbeta		1,50	1,13	0,61	0,61	0,63	0,65	0,67	0,83
* Minoritetsandel	MI/NDK	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
(+) Netto finansiell gjeldsbeta		0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
* Netto finansiell gjeldsandel	NFG/NDK	0,77	0,69	0,41	0,41	0,43	0,44	0,46	0,52
(-) Netto driftskapitalbeta		0,364	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364

Tabell 7-10 Netto driftskapitalbeta for XXL over analyseperioden

Av tabell 7-10 fremkommer netto driftskapitalbeta som konstant over analyseperioden, noe som er forventet, selv om både egenkapitalbetaen og netto finansiell gjeldsbeta endrer seg. Dette

samsvarer godt med Miller-Modigliani-teoremet om at betaen til netto driftskapitalen i et selskap vil være konstant, som følge av at egenkapitalkravet og egenkapitalbetaen øker (reduseres) ved økt (reduisert) risiko (Kaldestad & Møller, 2016).

7.4 Årlig avkastningskrav til egenkapitalen

Etter at justert egenkapitalbeta ble beregnet i 7.3 kan følgelig årlige avkastningskrav til egenkapitalen til XXL beregnes. Av tabell 7-11 er tidsvektet snitt for egenkapitalkrav 4,4 prosent over analyseperioden. Dette betyr at investorer krever 4,4 prosent avkastning på egenkapitalen til XXL, og at deres alternative kapitalplassering ville gitt investor 4,4 prosent avkastning. Dermed vil investorene være tjent med å investere kapitalen sin i XXL dersom XXL oppnår en egenkapitalrentabilitet som overstiger avkastningskravet til investoren. Dette vil analyseres nærmere i kapittel 8.

Egenkapitalkrav etter skatt	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Tidsvektet snitt
Risikofri rente etter skatt		0,0115	0,0083	0,0088	0,0058	0,0043	0,0030	0,0041	0,007	0,005
(+) Justert EK-beta		1,50	1,13	0,61	0,61	0,63	0,65	0,67	0,829	0,675
* Risikopremie etter skatt		0,048	0,050	0,049	0,050	0,050	0,050	0,051	0,050	0,050
(=) Egenkapitalkrav- CAPM		0,08	0,07	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,048	0,039
(+) Illikviditetspremie majoritet		0,010	0,010	0,010	0,005	0,005	0,005	0,005	0,007	0,006
(=) Egenkapitalkrav etter skatt	ekk	0,09	0,08	0,05	0,04	0,04	0,04	0,04	0,055	0,044

Tabell 7-11 Avkastningskrav til egenkapitalen etter skatt for XXL

7.5 Avkastningskrav til netto driftskapital og sysselsatt kapital

Tilslutt skal avkastningskravet til XXLs netto driftskapital og sysselsatt kapital beregnes. Fra litteraturen er dette kjent som WACC (weighted average cost of capital), som er et selskaps vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad (Kaldestad & Møller, 2016). Mer spesifikt vil nettodriftskravet (avkastningskrav til netto driftskapital) være det vektete avkastningskravet av egenkapitalen, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. De ulike finansieringskildene, som egenkapital og gjeld, vil kunne bære ulik risiko, og dermed kostnad. Avkastningskravet til sysselsatt kapital viser kapitalkostnaden knyttet til sysselsatt kapital, hvor driftsfremmede kapitaler og kontantekvivalentposter er fratrukket. I følge Knivsflå (2018, F10) kan nettodriftskrav beregnes på følgende måte:

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

Der ndk er avkastningen til driftskapitalen, ekk er avkastningen til egenkapitalen, mik er minoritetskrav, MI = Minoritetsandel

Ettersom XXL ikke har minoritetsinteresser vil minoritetsleddet bli null. I tabell 7-12 presenteres XXLs avkastningskrav til netto driftskapital over analyseperioden.

Krav til netto driftskapital	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Tidsvektet snitt
Egenkapitalkrav etter skatt		0,09	0,08	0,05	0,04	0,04	0,04	0,04	0,05	0,0444
* Egenkapitalvekt		0,23	0,31	0,59	0,59	0,57	0,56	0,54	0,48	0,5495
(+) Minoritetsinteressekrav		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,0000
*Minoritetsandel		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,0000
(+) Netto finansiell gjeldskrav nfgk		0,04	0,04	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03	0,0197
* Netto finansiell gjeldsandel		0,77	0,69	0,41	0,41	0,43	0,44	0,46	0,52	0,4505
(=) Netto driftskapital krav	ndk	0,054	0,050	0,038	0,032	0,031	0,030	0,032	0,0384	0,0330

Tabell 7-12 Avkastningskrav til netto driftskapital

Netto driftskapitalkravet i XXL har i gjennomsnitt vært 3,3 prosent over analyseperioden fra 2012 til 2018T. Dette kravet gjenspeiler hva en investor alternativt kunne ha tjent på en tilsvarende kapitalplassering enn å investere i netto driftskapitalen til XXL.

Videre kan avkastningskravet til sysselsatt kapital beregnes slik som nevnt i Knivsflå (2018, F10):

$$skk = ekk * \frac{EK}{SSK} + mik * \frac{MI}{SSK} + fgk * \frac{FG}{SSK}$$

Der SSK = sysselsatt kapital, skk = avkastningskrav til sysselsatt kapital, ekk= avkastningskrav til egenkapital, fgk = avkastningskrav til finansiell gjeld.

Avkastningskrav til sysselsatt kapital i XXL er vist i tabell 7-13. Minoritetsleddet faller også bort her.

Krav til sysselsatt kapital	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Tidsvektet snitt
Krav til egenkapital	ek	0,094	0,075	0,049	0,041	0,041	0,041	0,043	0,055	0,0444
* Andel EK av SSK	EK/SSK	0,233	0,313	0,588	0,595	0,571	0,556	0,538	0,485	0,5493
(+) Krav til minoritet	mik	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,0000
* Andel MI av SSK	MI/SSK	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,0000
(+) Krav til finansiell gjeld	fgk	0,043	0,039	0,023	0,020	0,018	0,017	0,018	0,025	0,0197
* Andel FG av SSK	FG/SSK	0,767	0,687	0,412	0,405	0,429	0,444	0,462	0,515	0,4507
(=) Krav til sysselsatt kapital	skk	0,054	0,050	0,038	0,032	0,031	0,030	0,032	0,0383	0,0330

Tabell 7-13 Avkastningskrav til sysselsatt kapital

Tidsvektet snitt for avkastningskravet til sysselsatt kapital for XXL over analyseperioden er 3,3 prosent. Dette snittet er tilnærmet likt netto driftskrav som følge av at balanseposten finansielle

eiendeler er svært liten i XXL, hvilket gjør differansen mellom sysselsatt kapital og netto driftskapital liten.

7.6 Oppsummering av avkastningskrav for XXL og Bransjen

I dette kapittelet er de ulike avkastningskravene til XXL over analyseperioden beregnet. Disse er oppsummert i tabell 7-14. Avkastningskravene for Bransjen er oppsummert i tabell 7-15.

Ulike avkastningskrav for XXL	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Tidsvektet snitt
Finansielt eiendelskrav	fek	0,0292	0,0183	0,0000	0,0000	0,0539	0,0533	0,0551	0,0300	0,0391
Finansielt gjeldskrav	fgk	0,0425	0,0393	0,0228	0,0198	0,0183	0,0170	0,0181	0,0254	0,0197
Netto Finansiell gjeldskrav	nfgk	0,0425	0,0393	0,0228	0,0198	0,0182	0,0169	0,0181	0,0254	0,0197
Egenkapitalkrav etter skatt	ekk	0,0937	0,0750	0,0490	0,0411	0,0407	0,0406	0,0433	0,0548	0,0444
Netto driftskapitalkrav	ndk	0,0545	0,0505	0,0382	0,0325	0,0310	0,0301	0,0317	0,0384	0,0330
Krav til sysselsatt kapital	ssk	0,0544	0,0505	0,0382	0,0325	0,0310	0,0301	0,0317	0,0383	0,0330

Tabell 7-14 Oppsummering av ulike avkastningskrav for XXL i analyseperioden

For XXL har egenkapitalkravet holdt seg relativt stabilt over analyseperioden, med unntak av 2012 og 2013 hvor denne lå høyere enn i de senere årene. Det kan forklares ved at XXL på det tidspunktet ikke var børsnotert, hvilket kan innebære mer risiko som investorer ønsker kompensasjon for. Over analyseperioden har XXL hatt et tidsvektet snitt for egenkapitalkravet på 4,44 prosent. Gjennomsnittlig og tidsvektet avkastningskrav til netto driftskapital og sysselsatt kapital er tilnærmet lik hverandre, hvilket forklares av at avkastningskrav til finansiell gjeld er tilnærmet lik netto finansielt gjeldskrav, som følge av at XXL er i besittelse av få finansielle eiendeler.

Videre poengterer Knivsflå (2018, F10) at det er naturlig å forvente at:

$$mik > ekk > ndk > nfgk$$

Hvilket er tilfellet for XXL over hele analyseperioden. Det samme gjelder for bransjen. Merk at XXL ikke har minoritetskrav, ettersom de ikke har noen minoritetsinteresser.

For å kunne gjennomføre en god lønnsomhetsanalyse i kapittel 8 er det også beregnet tilsvarende avkastningskrav for resten av bransjen. Denne prosessen har vært minst like omfattende som beregningene av kravene for XXL. Resultatet er presentert i tabell 7-15. De samme beregningene er gjort for de komparative selskapene som for XXL. Det er benyttet samme tidsvektning som for XXL, men kravene er også verdivektet slik at de blir vektet med hvert selskaps vekt av bransjen. Her er dette gjort med utgangspunkt i driftsinntekter, som anses

som en tilnærming på hvordan vekte hvert enkelt selskap i bransjen. Fra tabell 7-15 har bransjen minoritetskrav som følge av at JD Sports og Sports Direct har minoritetsandeler. Videre er egenkapitalkravet marginalt lavere enn XXLs tidsvektet egenkapitalkrav.

Ulike avkastningskrav for Bransjen	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Snitt	Tidsvektet snitt
Finansielt eiendelskrav	fekb	0,0018	0,0007	0,0001	0,0002	0,0015	0,0034	0,0011	0,0013	0,0015
Finansielt gjeldskrav	fkgb	0,0255	0,0223	0,0228	0,0198	0,0183	0,0170	0,0181	0,0205	0,0189
Netto Finansiell gjeldskrav	nfgkb	0,0285	0,0267	0,0306	0,0324	0,0240	0,0247	0,0249	0,0274	0,0265
Egenkapitalkrav etter skatt	ekkb	0,0588	0,0536	0,0448	0,0394	0,0409	0,0399	0,0433	0,0458	0,0422
Netto driftskapitalkrav	ndkb	0,0425	0,0404	0,0398	0,0375	0,0349	0,0350	0,0363	0,0381	0,0365
Krav til sysselsatt kapital	skkb	0,0400	0,0368	0,0355	0,0316	0,0313	0,0298	0,0315	0,0338	0,0318
Krav til minoritet	mikb	0,084	0,079	0,070	0,064	0,066	0,065	0,068	0,0708	0,0672

Tabell 7-15 Oppsummering av ulike avkastningskrav for Bransjen i analyseperioden

Avkastningskravene som er beregnet for XXL og bransjen vil være viktig for lønnsomhetsanalysen som gjennomføres i kapittel 8. Bakgrunnen for dette er, slik som nevnt innledningsvis i dette kapitlet, at avkastningskravene fungerer som en målestokk i vurdering av lønnsomheten til selskapet.

8 Lønnsomhetsanalyse

En lønnsomhetsanalyse er et nøkkelelement i en regnskapsanalyse, og grunnlaget for fremtidsregnskapet legges her (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Det er viktig for et selskap at lønnsomheten holder seg stabilt på et minimumsnivå slik at aksjonærenes avkastning er tilfredsstillende. Det er videre et styrketegn utad å vise god lønnsomhet til eksterne aktører som har tilknytning til selskapet (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

I en lønnsomhetsanalyse analyseres rentabiliteten og superrentabiliteten til XXL. Rentabilitet sier noe om hvor mye investert kapital gir tilbake i renteform (Knivsflå, 2018, F11). Egenkapitalrentabiliteten i dette kapitlet sammenlignes med egenkapitalkravet funnet i kapittel 7 for å vurdere om XXL har en superrentabilitet. Superrentabilitet er synonymt med strategisk fordel.

I utregningen av rentabilitetstall benyttes tall fra resultatet, som inneholder både normale og unormale poster. Siden unormale poster ikke er med i det normaliserte regnskapet, som følge av at det ikke er forventet at de gjentar seg, er det de normale postene som gir det beste bildet av den underliggende verdien til selskapet (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Normale poster er også mer fremtidsrettet, og derfor også mer relevante for analysen. Som det fremkommer i formelen nedenfor beregnes rentabilitet på gjennomsnittlig kapital (Knivsflå, 2018, F11). Siden det brukes etterskuddsvis avkastningskrav benyttes også etterskuddsvis rentabilitet for å ha konsistens. Det brukes i tillegg tidsvektning som brukt tidligere.

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{Inngående kapital} + \left(\frac{\Delta \text{kapital i året} - \text{normalisert nettoresultat}}{2} \right)}$$

I kapittel 4 forventet vi at XXL har hatt en moderat strategisk fordel over analyseperioden. Innsikten fra den strategiske analysen her skal brukes sammen med de kvantitative tallene beregnet i dette kapitlet, for å underbygge om XXL faktisk har en strategisk fordel eller ikke. Det er viktig at det er samsvar mellom den strategiske analysen den kvantitative analysen her. For å finne ut om den strategiske fordel er varig, er det hensiktsmessig å bruke de omgrupperte og justerte tallene, slik det har blitt gjort i kapittel 6 og 7 (Penman, 2010).

8.1 Strategisk fordel

Når en virksomhet oppnår en avkastning høyere enn avkastningskravet vil den ha strategisk fordel. Dette blir ifølge Knivsflå (2018, F2) også kalt for superrentabilitet, og kan uttrykkes på følgende måte:

$$\text{Superrentabilitet} = \text{egenkapitalrentabilitet} - \text{egenkapitalkrav}$$

I de påfølgende kapitlene vil superrentabiliteten utregnes for analyseperioden 2012-2018T for XXL.

8.1.1 Egenkapitalrentabilitet

For å finne ut om XXL har superrentabilitet må egenkapitalrentabiliteten beregnes. Følgende uttrykk benyttes for dette:

$$ekr_t = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + \left(\frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}\right)}$$

Egenkapitalrentabilitet XXL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Tidsvektet snitt
Nettoreultat til EK	75	128	263	446	511	478	385		327
Justert EK	1462	1685	3010	4015	4177	4433	4526		3330
Egenkapitalrentabilitet ekr	5,1 %	7,6 %	8,7 %	11,1 %	12,2 %	10,8 %	8,5 %		9,2 %

Tabell 8-1 Egenkapitalrentabilitet til XXL

Av tabell 8-1 fremkommer det at egenkapitalrentabiliteten til XXL var under 10 prosent i 2012 og 2013, men økte gradvis til 10,8 prosent i 2017. Denne utviklingen samstemmer med analysen av det omgrupperte resultatet i 5.6.

Et moment som bør nevnes er at tallene brukt i beregningene baserer seg på justeringene gjennomført i kapittel 5.5.1. Etersom markedsføringskostnader og operasjonelt leiekraft ble balanseført så blir den strategiske fordelene lavere enn med ujusterte tall. Årsaken til disse justeringene er at hadde det blitt brukt ujusterte tall så ville selskapets strategiske fordel ha blitt overvurdert.

8.1.1.1 Superrentabilitet

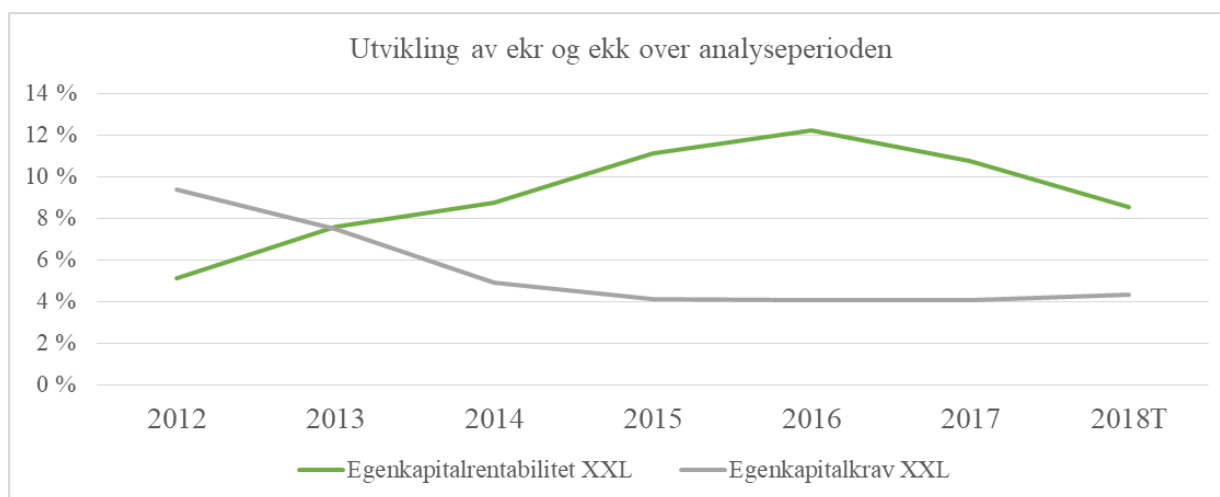
Ved å sammenligne egenkapitalrentabiliteten med egenkapitalkravet vil det komme frem om XXL har en strategisk fordel (superrentabilitet). Tabell 8-2 viser en tidsvektet superrentabilitet på 5,7 prosent. Fra 2017 har superrentabiliteten avtatt, noe som blant annet kan forklares ved at

konkurransen i både det norske og utenlandske markedet for sportsutstyr gradvis har blitt hardere. Videre har avkastningskravet holdt seg relativt stabilt fra 2014, noe som tyder på at det er egenkapitalrentabiliteten som påvirker den strategiske fordelene over analyseperioden.

Superrentabilitet XXL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Tidsvektet
Egenkapitalrentabilitet XXL ekr	5,1 %	7,6 %	8,7 %	11,1 %	12,2 %	10,8 %	8,5 %	9,2 %	10,1 %
Egenkapitalkrav XXL ekk	9,37 %	7,50 %	4,90 %	4,11 %	4,07 %	4,06 %	4,33 %	5,5 %	4,4 %
Superrentabilitet ekr-ekk	-4,24 %	0,10 %	3,83 %	7,01 %	8,16 %	6,71 %	4,18 %	3,7 %	5,686 %

Tabell 8-2 Superrentabilitet for XXL

XXL har en superrentabilitet i alle årene utenom 2012, og det betyr at investorene har fått avkastning på sine investeringer. Figur 8-1 viser utviklingen av egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet over analyseperioden for XXL. I tilfellene der rentabiliteten ligger over egenkapitalkravet så får vi superrentabilitet.



Figur 8-1 Utviklingen av ekr og ekk i analyseperioden for XXL

For å få dypere innsikt i hva som danner grunnlaget for superrentabiliteten vil det være hensiktsmessig å dekomponere den strategiske fordelene inn i en ekstern bransjefordel og intern ressursfordel. De ulike begrepene forklares i de påfølgende avsnittene. Knivsflå (2018, F2) presenter følgende formel for superrentabilitet:

$$\begin{aligned}
 ekr - ekk &= (ekr_B - ekk_B) + (ekr - ekr_B) + (ekk_B - ekk) = \text{ekstern bransjefordel} + \\
 &\text{intern ressursfordel} + \text{egenkapitalkravfordel} = \text{ekstern bransjefordel} + \\
 &\text{intern ressursfordel}
 \end{aligned}$$

Formålet med dekomponeringen er å få innsikt i hva som skaper superrentabiliteten. Ved å gjøre dette får vi informasjon om det er XXL som har noen interne ressurser som gjør at de

presterer bedre enn bransjen. Tilfellet kan også være at sportsbransjen generelt presterer bedre enn avkastningskravet. Det kan også være en kombinasjon av både ekstern bransjefordel og intern ressursfordel.

8.1.1.2 Ekstern bransjefordel

For å finne ut om sportsbransjen har en høyere rentabilitet enn avkastningskravet, sammenlignes først rentabiliteten til bransjen med avkastningskravet til bransjen. Dette vil gi informasjon om bransjen som helhet har en strategisk fordel. Dette ble det lagt vekt på i PESTEL-analysen og konkurranseanalysen gjennomført i 4.1.1 og 4.1.2. Superrentabiliteten til bransjen i analyseperioden er vist i tabell 8-3. Tidsvektet snitt ligger på 8,83 prosent, hvilket anses som veldig høyt. Kravet ligger også her stabilt, og det er derfor egenkapitalrentabiliteten som forklarer mesteparten av svingningene til superrentabiliteten. I kapittel 4.1.2 ble det trukket frem at bransjens evne til å nøytralisere inntrengere var en viktig årsak til hvorfor vi forventet at bransjen hadde en bransjefordel. Dette mener vi er en viktig årsak til hvorfor bransjen som helhet har gjort det så godt. I tillegg fant vi i PESTEL-analysen at sosiokulturelle faktorer i stor grad påvirker forbruksmønstre og klestrender hos forbrukeren. Dette mener vi er viktige forhold som påvirker alle aktørene i bransjen, og kan være med å skape en bransjefordel.

Superrentabilitet i bransjen		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Tidsvektet snitt
Egenkapitalrentabilitet i bransjen	ekrb	10,3 %	12,9 %	14,1 %	14,4 %	9,0 %	12,6 %	15,8 %	12,72 %	
Egenkapitalkrav i bransjen	ekkb	5,9 %	5,4 %	4,5 %	3,9 %	4,1 %	4,0 %	4,3 %	4,58 %	
Superrentabilitet i bransjen	ekrb-ekkb	4,40 %	7,54 %	9,62 %	10,46 %	4,90 %	8,57 %	11,51 %	8,14 %	8,83 %

Tabell 8-3 Superrentabiliteten i bransjen

8.1.1.3 Intern ressursfordel

Den interne ressursfordelen viser om XXL utnytter sine ressurser bedre enn bransjen. Her sammenlignes egenkapitalrentabilitetene. Ressursanalysen som ble gjennomført i kapittel 4.2 kan ses i sammenheng med tallene som fremkommer i tabell 8-4. I VRIO-analysen ble det konkludert med at XXL ikke har noen konkurransefordeler sammenlignet med bransjen som helhet. Dette kan være med å forklare hvorfor XXL gjør det dårligere enn bransjen. I tillegg utgjør to store internasjonale sportskjeder, JD Sports og Sports Direct, en betydelig andel av bransjen. Disse to selskapene har eksistert lengre og man kan også tolke det slik at størrelsen på selskapet gjør dem i stand til å inngå bedre avtaler. Vi kan videre dekomponere intern ressursfordel i rentabilitetsfordel og kravfordel.

Intern ressursfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Tidsvektet snitt
Egenkapitalrentabilitet XXL	ekr	5,1 %	7,6 %	8,7 %	11,1 %	12,2 %	10,8 %	8,5 %	9,2 %	
Egenkapitalrentabilitet i bransjen	ekrb	10,3 %	12,9 %	14,1 %	14,4 %	9,0 %	12,6 %	15,8 %	12,7 %	
Rentabilitetsfordel	ekr-ekrb	-5,16 %	-5,31 %	-5,36 %	-3,27 %	3,24 %	-1,78 %	-7,32 %	-3,56 %	-2,91 %

Tabell 8-4 Intern ressursfordel i XXL

Det fremkommer av tabell 8-4 at XXL har en tidsvektet gjennomsnittlig rentabilitetsulempe på -2,91 prosent sammenlignet mot bransjen. Det betyr at XXL ikke skiller seg ut fra bransjen positivt. Dette har sammenheng med VRIO-analysen vår, hvor det ble konkludert med at XXL har en midlertidig konkurranseulempe knyttet til størrelsen og merkevaren. I tillegg kan prisrigg i det norske markedet ha ført til lavere salgsinntekter.

8.1.1.4 Kravfordel

Den siste delen av dekomponeringen av strategisk fordel innebærer å avdekke hvorvidt XXL har en egenkapitalkravfordel. Egenkapitalkravfordel utgjør forskjellen mellom egenkapitalkravet til XXL og bransjen. Her ønsker vi å avdekke om investorene anser XXL som mer risikabel i forhold til bransjen generelt. Av tabell 8-5 ser vi at egenkapitalkravet til XXL er litt høyere enn resten av bransjen. I 2012 og 2013, da XXL enda ikke var børsnotert, var kravet på henholdsvis hele 9,4 prosent og 7,5 prosent. Bakgrunnen for de høye avkastningskravene, spesielt i begynnelsen av analyseperioden, kan forklares av at investorene vurderte XXL til å være et selskap med betydelig mer risiko enn resten av bransjen. Det kan forklares ved at XXL ikke var børsnotert på det tidspunktet. Dette kunne implisitt betydd at investorene også la til en illikviditetspremie, hvilket ville ha økt avkastningskravet.

Egenkapitalkravfordel XXL		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Tidsvektet snitt
Egenkapitalkrav i bransjen	ekkb	5,9 %	5,4 %	4,5 %	3,9 %	4,1 %	4,0 %	4,3 %	4,6 %	
Egenkapitalkrav XXL	ekk	9,4 %	7,5 %	4,9 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,3 %	5,5 %	
Egenkapitalkravfordel	ekkb-ekk	-3,49 %	-2,14 %	-0,43 %	-0,17 %	0,02 %	-0,07 %	-0,01 %	-0,90 %	-0,23 %

Tabell 8-5 Egenkapitalkravfordel i XXL

8.1.2 Oppsummering av strategisk fordel

Strategisk fordel for XXL		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Tidsvektet snitt
Superrentabilitet i bransjen	ekrb-ekkb	4,4 %	7,5 %	9,6 %	10,5 %	4,9 %	8,6 %	11,5 %	8,1 %	
Rentabilitetsfordel	ekr-ekrb	-5,2 %	-5,3 %	-5,4 %	-3,3 %	3,2 %	-1,8 %	-7,3 %	-3,6 %	
Egenkapitalkravfordel	ekkb-ekk	-3,5 %	-2,1 %	-0,4 %	-0,2 %	0,0 %	-0,1 %	0,0 %	-0,9 %	
Strategisk fordel	SF	-4,24 %	0,10 %	3,83 %	7,01 %	8,16 %	6,71 %	4,18 %	3,68 %	5,69 %

Tabell 8-6 Oppsummering strategisk fordel XXL

En oppsummering av dekomponeringen vises i tabell 8-6. Her kan vi se at XXL har hatt en strategisk fordel over hele analyseperioden, unntatt i 2012. Tidsvektet snitt er 5,7 prosent. For XXL er superrentabiliteten i bransjen den viktigste driveren for strategisk fordel.

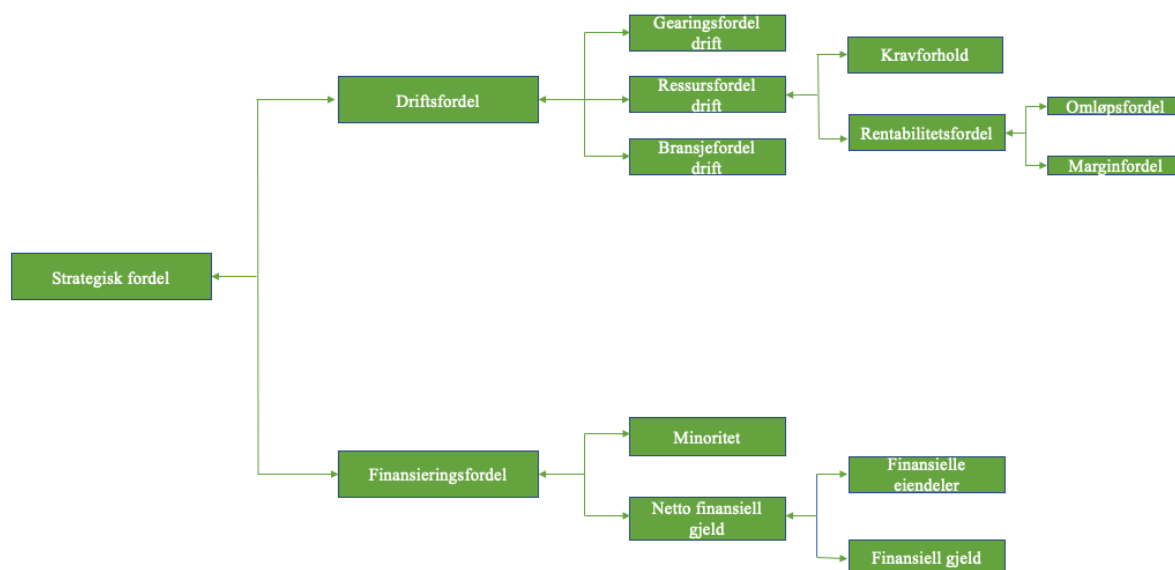
Bransjefordelen blir i stor grad forklart av at bransjen klarer å holde inntrengere unna fra å etablere seg i markedet, slik som nevnt i 4.1.2. Kapitalbehov, stordriftsfordeler og forventet motreaksjoner fra etablerte aktører vil alle ha en avskrekkende effekt for å etablere seg i bransjen. I tillegg kan sosiokulturelle faktorer som klestrender og aktivitetstrender, som nevnt i 4.1.1, føre til økt etterspørsel etter sportsutstyr og diverse bekledding.

Den negative ressursfordelen kan forklares ved at XXL er mindre enn mange av aktørene i bransjen. Selv om de er store i Norge er det mange sportskjeder som er mye større enn XXL. Dette kan føre til dårligere innkjøpsavtaler ettersom XXL ikke kan like store nok kvantum som de største kjedene. I tillegg kan dette resultere i at driftsrentabiliteten sammenlignet med bransjen faller som følge av at innkjøpsprisen for XXL blir dyrere. Videre mente vi i 4.2.1 at XXL også har en midlertidig konkurranseulempe knyttet til varemerket.

Over perioden ser vi at egenkapitalkravfordelen har forholdt seg relativt stabil, hvor den i 2014 var -0,4 prosent, før den gradvis steg mot 0 prosent i 2018T. Vi vil komme tilbake til en utdypende diskusjon om strategisk fordel i 8.4 etter vi nå først skal dekomponere den strategiske fordel til XXL.

8.2 Rammeverk - dekomponering av strategisk fordel (drift) og finansieringsfordel

For å kunne analysere superrentabiliteten grundigere dekomponeres den strategiske fordel i driftsfordel og finansieringsfordel. I følge Knivsflå (2018, F11) er det driftsfordelen som skal vektas mest i videre analyse. Rammeverket for dekomponering av strategisk fordel er presentert i figur 8-2. Her vi vi hvordan strategisk fordel kan dekomponeres inn i ulike komponenter eller "grener".



Figur 8-2 Rammeverk dekomponering strategisk fordel (Knivsflå, 2018, F11)

8.2.1 Driftsfordel

Som figur 8-2 viser så dekomponeres driftsfordel i ressursfordel, bransjefordel og gearingfordel (Knivsflå, 2018, F12). Bransjefordel og ressursfordel er rene driftsfordeler, mens gearingfordelen kun er en skalering av strategisk driftsfordel. Videre splittes ressursfordelen fra drift inn i kravfordel og rentabilitetsfordel (Knivsflå, 2018, F18).

$$\begin{aligned} \text{Ren driftsfordel} &= (ndr - ndk) = (ndr_B - ndk_B) + (ndr - ndr_B) + (ndk_b - ndk) \\ &= \text{Bransjefordel} + \text{rentabilitetsfordel} + \text{kravfordel} \end{aligned}$$

8.2.2 Ren driftsfordel

For at det skal være konsistens mellom egenkapitalrentabiliteten og netto driftsrentabilitet skal netto driftsrentabilitet divideres på gjennomsnittlig netto driftskapital fratrukket netto driftsresultat.

$$ndr = \frac{NDR}{NDK_{IB} + \frac{(\Delta NDK - NDR)}{2}}$$

Ren driftsfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Tidsvektet snitt
Netto driftsrentabilitet	ndr	6,9 %	7,6 %	11,0 %	8,2 %	7,7 %	6,8 %	5,5 %	7,7 %	7,3 %
Netto driftskrav	ndk	5,4 %	5,0 %	3,8 %	3,2 %	3,1 %	3,0 %	3,2 %	3,8 %	3,3 %
Ren driftsfordel	RDF	1,44 %	2,57 %	7,20 %	4,91 %	4,55 %	3,82 %	2,30 %	3,83 %	4,0 %

Tabell 8-7 Ren driftsfordel XXL

Som det fremkommer i tabell 8-7 avtar den rene driftsfordelen etter 2014, og det kan blant annet ha sammenheng med tøffere konkurranse og lavere marginer, slik som vi konkluderte med i 4.1.2.3.

8.2.3 Bransjefordel drift

Tilsvarende kapittel 8.2.1, inngår bransjefordelen som et ledd dekomponeringen av driftsfordelen. For at det skal være bransjefordel i driften må netto driftsrentabiliteten til bransjen være høyere en nettokravet til bransjen. Bransjen har bransjefordel knyttet til drift over hele analyseperioden fra 2012 til 2018T. Dette er vist i tabell 8-8. Det ser ut til å være konsistens mellom bransjefordelen og den kvalitative analysen i 4.3. Det er blant annet høye inngangsbarrierer som følge av høye kapitalkrav og stordriftsfordeler, men også høy kundemakt, som trekker ned lønnsomheten i bransjen slik som diskutert i 4.1.2.

Bransjefordel drift		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Tidsvektet snitt
Netto driftsrentabilitet i bransjen	ndrb	8,08 %	8,49 %	11,65 %	14,25 %	7,84 %	9,76 %	11,18 %	10,18 %	10,52 %
Netto driftskrav bransje	ndkb	4,25 %	4,04 %	3,98 %	3,75 %	3,49 %	3,50 %	3,63 %	3,81 %	3,65 %
Bransjefordel drift	BFD	3,83 %	4,45 %	7,66 %	10,50 %	4,35 %	6,26 %	7,55 %	6,37 %	6,87 %

Tabell 8-8 Bransjefordel drift

8.2.4 Ressursfordel drift

En virksomhet kan ha sterke eller svake internressurser sammenlignet med bransjen. Graden av internressurser påvirker rentabiliteten til et selskap (Knivsflå, 2018, F12). Som figur 8-2 viser så dekomponeres ressursrentabilitet inn i en rentabilitetsfordel og kravfordel. Hvis XXL har en høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen har de en rentabilitetsfordel. Som det ble nevnt i 8.1.1.4 har XXL et høyere avkastningskrav til egenkapitalen sammenlignet med bransjen, og det betyr høyere skepsis fra investorene. Nedenfor viser tabell 8-9 en oppsummert oversikt over ressursfordelen for XXL dekomponert i rentabilitetsfordel og kravfordel sammenlignet med bransjen.

Ressursfordel drift		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Tidsvektet snitt
Netto driftsrentabilitet	ndr	6,9 %	7,6 %	11,0 %	8,2 %	7,7 %	6,8 %	5,5 %	7,7 %	7,29 %
(-) Netto driftsrentabilitet i bransje	ndrb	8,1 %	8,5 %	11,6 %	14,2 %	7,8 %	9,8 %	11,2 %	10,2 %	10,52 %
(=) Rentabilitetsfordel	RF	-1,2 %	-0,9 %	-0,6 %	-6,1 %	-0,2 %	-2,9 %	-5,7 %	-2,5 %	-3,23 %
Netto driftskrav i bransje	ndkb	4,3 %	4,0 %	4,0 %	3,7 %	3,5 %	3,5 %	3,6 %	3,8 %	3,65 %
(-) Netto driftskrav	ndk	5,4 %	5,0 %	3,8 %	3,2 %	3,1 %	3,0 %	3,2 %	3,8 %	3,30 %
(=) Rentekravfordel	KF	-1,2 %	-1,0 %	0,2 %	0,5 %	0,4 %	0,5 %	0,5 %	0,0 %	0,35 %
(=) Ressursfordel drift	RFD	-2,39 %	-1,87 %	-0,47 %	-5,59 %	0,20 %	-2,44 %	-5,25 %	-2,55 %	-2,88 %

Tabell 8-9 Oppsummert bransjefordel XXL

8.2.5 Rentekravfordel og rentabilitetsfordel – oppsummert

Tabell 8-9 viser at XXL har en gjennomsnittlig rentabilitetsulempe på -3,23 prosent og marginalt lavere krav enn bransjen. Netto driftsrentabiliteten til bransjen er derfor noe høyere enn for XXL, mens kravet er tilnærmet likt. I VRIO-analysen i kapittel 4.3 kommer det frem at XXL har en negativ ressursfordel i forhold til bransjen, og den negative netto driftsrentabiliteten XXL har ovenfor bransjen funnet her, stemmer overens med analysen.

Ressursfordelen er -2,88 prosent, består av rentabilitetsfordel og rentekravfordel. En ren driftsfordel på 4 prosent for XXL holdes oppe av en høy bransjefordel på 6,87 prosent, men trekkes da ned av ressursfordelen. Som det fremkommer i kapittel 4.3 stemmer ressursulempen og bransjefordelen ganske godt med vår kvantitative analyse her. Videre vil dekomponeringen av rentabilitetsfordelen analyseres, og den består av margin- og omløpsfordel.

8.2.6 Margin- og omløpsfordel

Ved hjelp av en Du-Pont modell skal rentabilitetsfordelen nå dekomponeres i en margin- og omløpsfordel. Ifølge beregningene vist tabell i 8-9 hadde XXL en rentabilitetsulempe på -3,23 prosent, og skal følgelig analyseres i de neste delkapitlene. Formelen for rentabilitetsfordel kan uttrykkes matematisk på følgende måte:

$$ndr - ndr_B = (ndm - ndm_B) * onde + ndm_B * (onde - onde_B)$$

Der $(ndm - ndm_B) = \text{marginfordel}$, $(onde - onde_B) = \text{omløpsfordel}$

8.2.7 Marginfordel

Netto driftsmargin måler evnen XXL har til å tjene penger per omsatte krone, og er et lønnsomhetsmål. For at XXL skal ha en marginfordel ovenfor bransjen må de ha lavere driftskostnader per krone omsatt enn bransjen (Knivsfå, 2018, F12). Typiske ressurser som trekker ned driftskostnadene kan være den integrerte verdikjeden til XXL og en effektiv drift. Netto driftsmargin uttrykkes ved følgende formel:

$$\text{Netto Driftsmargin} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Driftsinntekt}}$$

Marginfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Tidsvektet snitt
Netto driftsmargin	ndm	12,8 %	11,6 %	13,9 %	8,7 %	7,2 %	6,3 %	4,7 %	9,3 %	7,5 %
(-) Netto driftsmargin i bransjen	ndmb	7,7 %	7,0 %	8,2 %	8,7 %	5,3 %	5,8 %	6,7 %	7,0 %	6,7 %
(=) Marginfordel- uvektet	MF	5,06 %	4,64 %	5,70 %	-0,06 %	1,90 %	0,51 %	-1,94 %	2,3 %	0,8 %
* Omløp til netto driftseiendeler	onde	0,54	0,66	0,78	0,93	1,07	1,09	1,14	0,89	1,019
(=) Marginfordel- vektet	MF	2,72 %	3,08 %	4,46 %	-0,06 %	2,04 %	0,55 %	-2,21 %	1,51 %	0,58 %

Tabell 8-10 Marginfordel for XXL

Tabell 8-10 viser utviklingen av marginfordelen over analyseperioden. Marginfordelen, der driftsmarginen til bransjen trekkes ifra driftsmarginen til XXL, er i første omgang uvektet, men blir vektet med omløpet til netto driftseiendeler. XXL har ifølge tabell 8-10 en tidsvektet gjennomsnittlig uvektet marginfordel på 0,83 prosent, og har derfor marginalt bedre marginfordel enn bransjen. En mulig forklaring på dette kan være at XXL kan sette høyere priser enn utenlandske selskaper på tilsvarende produkter.

Common-size

For å få en dypere innsikt i de underliggende verdiene knyttet til marginfordelene utføres det en common-size analyse. I en slik analyse vil de ulike driftskostnadene sammenlignes i forhold til driftsinntekter (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

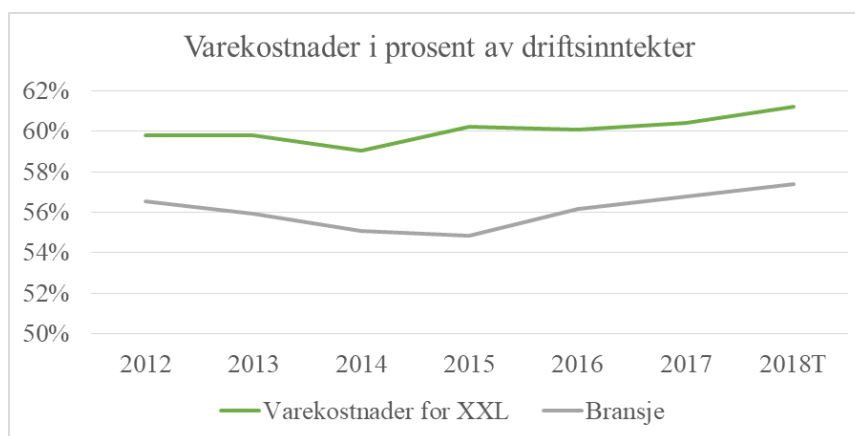
Resultatregnskap til XXL - Common Size	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidssnitt XXL	Tidssnitt bransje	Avvik
Driftsinntekter	DI	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	0,0 %
(-) Varekostnader	DK	59,8 %	59,8 %	59,1 %	60,2 %	60,1 %	60,4 %	61,2 %	60,4 %	56,3 %	4,0 %
(-) Lønnskostnader	DK	14,3 %	15,1 %	15,3 %	15,3 %	15,9 %	16,3 %	16,7 %	16,0 %	14,0 %	2,0 %
(-) Avskrivning	DK	6,1 %	6,1 %	2,8 %	9,7 %	10,9 %	11,0 %	11,7 %	9,9 %	10,4 %	-0,5 %
(-) Andre driftskostnader	DK	3,0 %	3,7 %	4,6 %	3,4 %	3,7 %	4,0 %	4,2 %	3,9 %	10,3 %	-6,4 %
(=) Driftsresultat i egen virksomhet	DR	16,8 %	15,3 %	18,2 %	11,4 %	9,4 %	8,3 %	6,2 %	9,8 %	8,9 %	1,0 %
(-) Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	DSK	4,0 %	3,7 %	4,4 %	2,7 %	2,3 %	2,0 %	1,5 %	2,4 %	2,2 %	0,1 %
(=) Netto driftsresultat i egen virksomhet	NDRE	12,8 %	11,6 %	13,9 %	8,7 %	7,2 %	6,3 %	4,7 %	7,5 %	6,7 %	0,8 %
(+) Nettoresultat fra tilknyttede virksomheter	RTS	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
(=) Netto driftsresultat	NDR	12,8 %	11,6 %	13,9 %	8,7 %	7,2 %	6,3 %	4,7 %	7,5 %	6,7 %	0,8 %

Tabell 8-11 Common Size – analyse XXL

Tabell 8-11 viser hvilken andel de ulike driftskostnadene utgjør av totale driftsinntekter. Bransjen har også blitt tatt med for sammenligningens skyld. Når avviket er positivt betyr det egentlig at XXL har høyere kostnad enn bransjen, og omvendt når avviket er negativt. I de neste avsnittene vil de ulike kostnadene i prosent av driftsinntekter sammenlignet med bransjen fremlegges.

Varekostnad

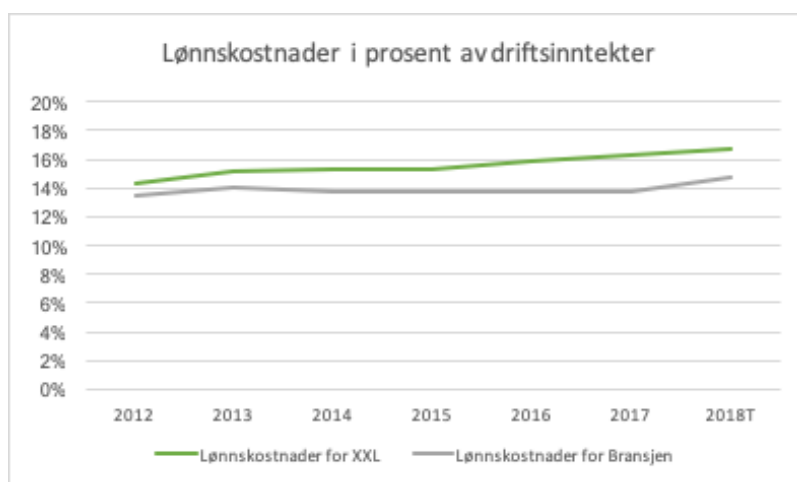
Varekostnaden er den største kostnadsposten for en handelsbedrift, og utgjør nesten 60 prosent av kostnadene for XXL, men den utgjør 4 prosent mindre for bransjen. Det betyr at XXL har en varekostulempe overfor bransjen. Varekostnaden øker også i løpet av perioden, men det gjør den også for bransjen. For XXL kan varekostnaden ha økt som følge av svakere krone, jf. kapittel 2.5, hvilke kan føre til dyrere innkjøpspriser. En annen faktor kan være den økte konkurransen i det norske markedet, som ble diskutert i kapittel 2 og 4. Utviklingen av andel varekostnad av driftsinntektene er vist i figur 8-3.



Figur 8-3 Varekostnad i prosent av driftsinntekter

Lønnskostnader

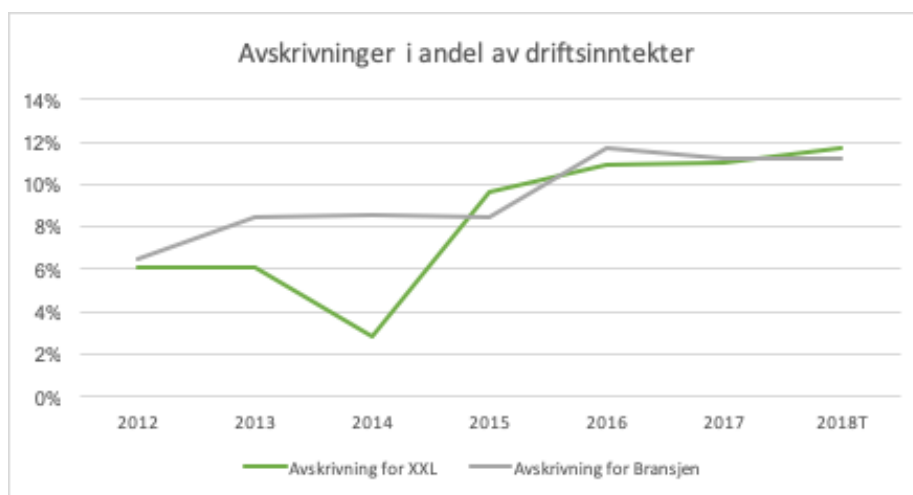
Som det fremkommer av figur 8-4 er andelen lønnskostnader av driftsinntekter litt høyere for XXL sammenlignet med bransjen. Trenden viser at forskjellene øker i negativ retning for XXL, og kan blant annet forklares med at lønningene i Norge relativt sett kan være høyere, på grunn av sterke fagforeninger og gode betingelser. Lønnskostnadene er ofte noe ledelsen kan få gjort lite med som følge av at de er nødt til å følge lønnsnivået og betingelsene for de enkelte landet.



Figur 8-4 Lønnskostnader i prosent av driftsinntekter

Avskrivninger

I slutten av analyseperioden har avskrivningene som andel av driftsinntektene til XXL blitt tilnærmet lik som forholdet i bransjen. I 2014 økte avskrivningene til XXL ganske mye. Økningen kan skyldes ekspansjonen til XXL i antall varehus. Med unntak av dette året, ser det ut til at andel avskrivninger av driftsinntektene følger bransjen tett fra 2015. Vi viser til utviklingen i figur 8-5.

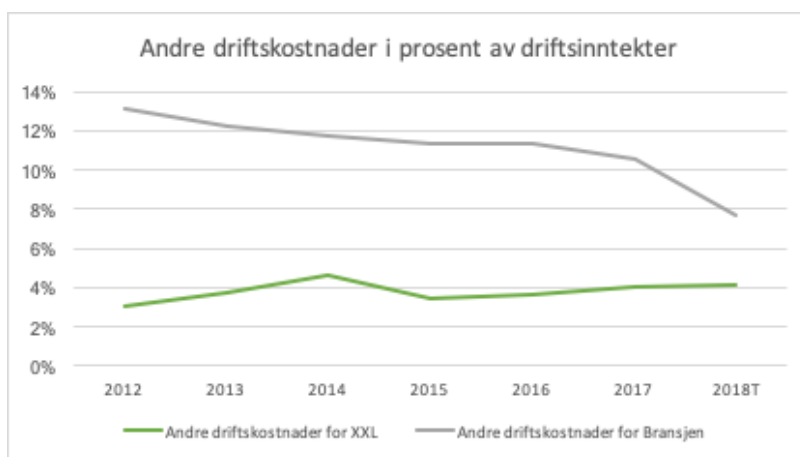


Figur 8-5 Avskrivninger i andel av driftsinntekter

Andre driftskostnader

XXL har en kostnadsfordel knyttet til andre driftskostnader, og det utgjør en stor del av den uvektede fordel som XXL har ovenfor bransjen. Trenden i figur 8-6 viser derimot at andelen

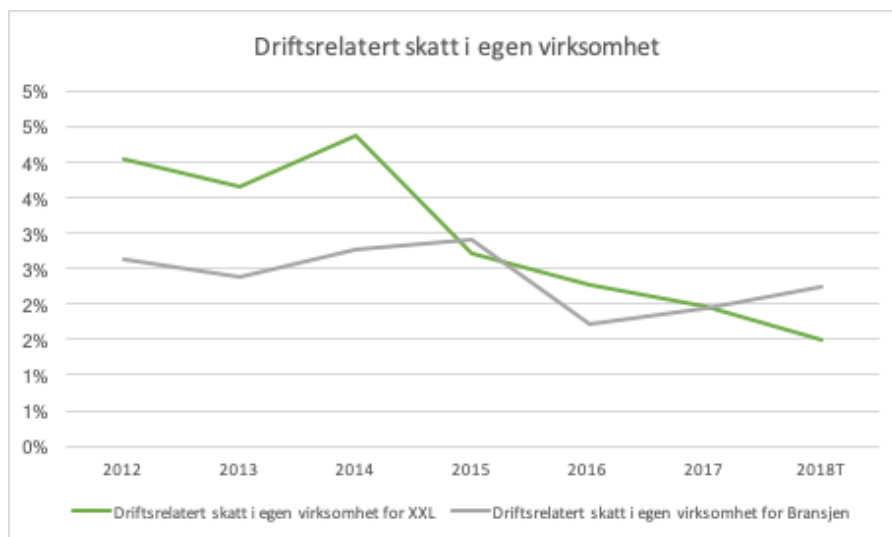
andre driftskostnader av driftsinntekter for bransjen avtar, mens den øker hos XXL. På sikt kan det se ut til at forskjellen utjevnes. Likevel tyder dette på at ledelsen i XXL har vært gode på å holde andre driftskostnader relativt lave i forhold til bransjen. Slik som nevnt i 4.2.1 så utgjør ledelsen til XXL en konkurranseparitet. Dersom vi antar at andre driftskostnader er noe som ledelsen aktivt kan redusere gjennom gode strategiske handlinger, så taler forskjellen her i retning av at ledelsen i XXL utgjør en midlertidig fordel. Likevel holder vi fast ved at ledelsen kun danner en paritet, som følge av at ledelsen i XXL ikke nødvendigvis kan sies å være unik sammenlignet med ledelsen i de andre store børsnoterte sportskjedene, i en helhetsvurdering.



Figur 8-6 Andre driftskostnader

Driftsrelatert skatt i egen virksomhet

Det var større ulikhet i skattekostnaden mellom XXL og bransjen i starten av analyseperioden, slik som vist i figur 8-7. Selskapsskatten ble satt ned i 2013, og har hvert år avtatt. Dette kan være en forklaring på at det er likhet mellom XXL og bransjen fra 2016 og videre.



Figur 8-7 Driftsrelatert skatt i egen virksomhet

Oppsummering – Common size

Det er andre driftskostnader som er hovedgrunnen til at XXL har en marginfordel, mens en høyere varekostnad og lønnskostnad motvirker marginfordelen (uvektet). I tabell 8-12 er avvikene mellom XXL og bransjen lagt sammen, slik at avvikene kommer tydeligere frem. Det er i tillegg lagt til en kolonne med vektet omløp netto driftseiendeler, som igjen viser marginfordelen (vektet).

Oppsummering XXL-Bransje	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet snitt	Vektet snitt (onde)	Vektfordel
Driftsinntekter	DI	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,019	0,00 %
(-) Varekostnader	DK	3,3 %	3,9 %	4,0 %	5,4 %	3,9 %	3,7 %	3,8 %	4,0 %	1,019	4,10 %
(-) Lønnskostnader	DK	0,8 %	1,0 %	1,6 %	1,6 %	2,1 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	1,019	2,01 %
(-) Avskrivning	DK	-0,4 %	-2,3 %	-5,8 %	1,2 %	-0,7 %	-0,2 %	0,5 %	-0,5 %	1,019	-0,54 %
(-) Andre driftskostnader	DK	-10,1 %	-8,5 %	-7,1 %	-7,9 %	-7,7 %	-6,5 %	-3,5 %	-6,4 %	1,019	-6,54 %
(=) Driftsresultat i egen virksomhet	DR	6,5 %	5,9 %	7,3 %	-0,2 %	2,5 %	0,6 %	-2,7 %	1,0 %	1,019	0,97 %
(-) Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	DSK	1,4 %	1,3 %	1,6 %	-0,2 %	0,5 %	0,1 %	-0,8 %	0,1 %	1,019	0,13 %
(=) Netto driftsresultat i egen virksomhet	NDRE	5,1 %	4,6 %	5,7 %	-0,1 %	1,9 %	0,5 %	-1,9 %	0,8 %	1,019	0,84 %
(+) Nettoresultat fra tilknyttede virksomheter	RTS	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,019	0,00 %
(=) Netto driftsresultat	NDR	5,1 %	4,6 %	5,7 %	-0,1 %	1,9 %	0,5 %	-1,9 %	0,8 %	1,019	0,841 %

Tabell 8-12 Oppsummering Common size

8.2.8 Omløpsfordel

Omløpshastigheten betyr hvor mye driftsinntekter et selskap klarer å generere per krone investert, og er således et tegn på produktivitet (Knivsflå, 2018, F12). En høy kapitalbinding er

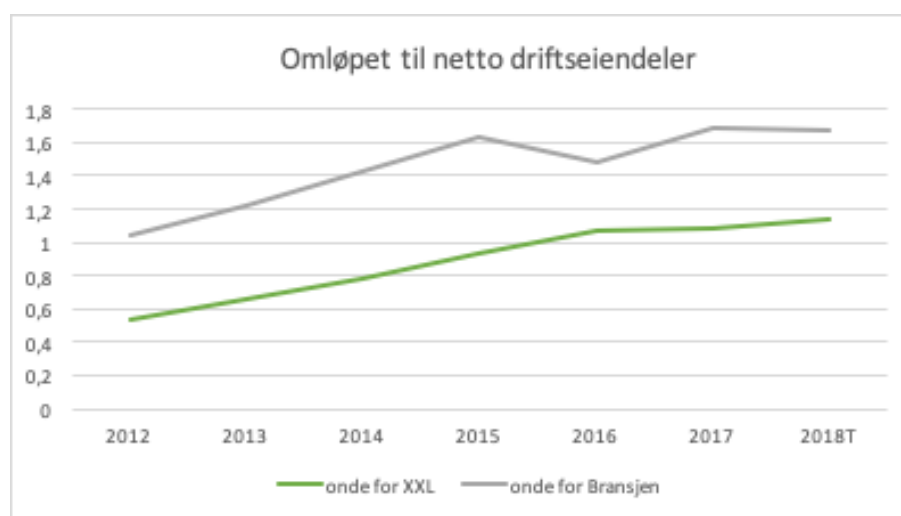
negativt for omløpshastigheten. Hvis et selskap har høyere omløpshastighet sammenlignet med bransjen har det en omløpsfordel. Formelen for omløpsfordel er følgende:

$$OF = (onde - onde_B) * ndm_B$$

Tabell 8-13 viser at XXL har en omløpsulempe på -3,8 prosent tidsvektet gjennomsnitt. Dette betyr at de tilføres færre inntekter per krone investert enn bransjen. XXL har en gjennomsnittlig onde på 0,89, mens bransjen har 1,45. Figur 8-8 viser utviklingen i perioden. Lave marginer kan bety høyere omløpshastighet som følge av økt salg siden. Ifølge kapittel 2.3 er XXL en lavprissportskjede, og det er derfor forventet at marginfordelen skal være lavere enn omløpsfordelen. Som analysen viser så er marginfordelen høyere enn omløpsfordelen, og det er derfor ikke helt likhet mellom antagelsen i analysen og tallene.

Omløpsfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Tidsvektet snitt
Omløpet til netto driftskapital	onde	0,54	0,66	0,78	0,93	1,07	1,09	1,13715	0,89	
(-) Omløpet i bransjen	onde_B	1,04	1,22	1,43	1,63	1,49	1,69	1,68	1,45	
(=) Uvektet omløpsfordel	onde-ondel	-0,51	-0,55	-0,65	-0,71	-0,41	-0,60	-0,54	-0,57	
* netto driftsmargin i bransjen	ndmb	7,74 %	6,97 %	8,16 %	8,72 %	5,28 %	5,78 %	6,66 %	7,04 %	
(=) Omløpsfordel	OF	-3,92 %	-3,86 %	-5,26 %	-6,17 %	-2,17 %	-3,45 %	-3,61 %	-4,06 %	-3,85 %

Tabell 8-13 Omløpsfordel XXL



Figur 8-8 Omløpet til netto driftseiendeler

8.2.9 Gearingfordel drift

I følge Penman (2010) vil en allerede strategisk fordel kunne bli skalert opp ved å øke gjeldsfinansieringen, altså gearing. Den rene driftsfordelen multipliseres med finansiell gjeldsgrad. Det er viktig å påpeke at Miller og Modigliani's teori om at økt gjeldsfinansiering

fører til økt egenkapitalkrav fører til ingen merverdi for investorene ved å øke gjelden (Penman, 2010). Formelen uttrykkes følgende:

$$\text{Gearingfordel} = (\text{netto driftsrentabilitet} - \text{netto driftskapital}) * \text{netto finanseill gjeldsgrad}$$

Tabell 8-14 viser at gearingfordelen i gjennomsnitt har ligget på 3,6 prosent, men har gått noe ned de siste årene. Det kan forklares blant annet gjennom nedgangen i den langsiktige gjelden, som i 2014 ble redusert en god del. Det er også viktig å legge til at som følge av operasjonaliseringen av leie i kapittel 5, så er gearingfaktoren høy for XXL.

Utrekning gearingfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Tidsvektet snitt
netto driftsrentabilitet	ndr	6,9 %	7,6 %	11,0 %	8,2 %	7,7 %	6,8 %	5,5 %	7,7 %	7,3 %
(-) netto driftskrav	ndk	5,4 %	5,0 %	3,8 %	3,2 %	3,1 %	3,0 %	3,2 %	3,8 %	3,3 %
* nfgg+ mig	nfgg+mig	2,95	2,63	1,18	0,71	0,76	0,81	0,85	1,41	0,93
(=) Gearingfordel Drift	GFD	4,23 %	6,76 %	8,50 %	3,51 %	3,44 %	3,09 %	1,96 %	4,50 %	3,60 %

Tabell 8-14 Gearingfordel XXL

8.2.10 Oppsummering driftsfordel

Som vist i figur 8-2 innledningsvis i kapitlet, har driftsfordelen blitt dekomponert og videre utredet i avsnittene ovenfor. Oppsummert viser tabell 8-15 at driftsfordelen til XXL er positiv gjennom analyseperioden, med et tidsvektet gjennomsnitt på 7,6 prosent. Det er bransjefordelen til sportsbransjen som er hovedårsaken til at XXL har en positiv driftsfordel. I bransjeanalysen i kapittel 4.1 er det stor likhet mellom tallene vi får i kapittel 8 og tidligere strategiske analyser. Videre har XXL en negativ ressursfordel som er konsistent med våre konklusjoner i kapittel 4.2 og 4.4. Til slutt viser gearingfordelen at XXL kan skalere opp den rene driftsfordelen ved hjelp av økt gjeldsfinansiering, og dermed oppnå en høyere driftsfordel.

Utrekning Driftsfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt	Tidsvektet snitt
Bransjefordel		3,8 %	4,4 %	7,7 %	10,5 %	4,4 %	6,3 %	7,5 %	6,4 %	6,9 %
(+) Ressursfordel drift		-2,4 %	-1,9 %	-0,5 %	-5,6 %	0,2 %	-2,4 %	-5,2 %	-2,5 %	-2,9 %
(=) Ren driftsfordel		1,4 %	2,6 %	7,2 %	4,9 %	4,5 %	3,8 %	2,3 %	3,8 %	4,0 %
(+) Gearingfordel drift		4,2 %	6,8 %	8,5 %	3,5 %	3,4 %	3,1 %	2,0 %	4,5 %	3,6 %
(=) Driftsfordel		5,67 %	9,34 %	15,70 %	8,41 %	7,99 %	6,90 %	4,26 %	8,32 %	7,60 %

Tabell 8-15 Oppsummering driftsfordel

8.3 Finansieringsfordel

Strategisk fordel kan dekomponeres i driftsfordel og finansieringsfordel. Ettersom driftsfordelen allerede er redegjort for vil nå finansieringsfordelen analyseres og dekomponeres. Finansieringsfordelen kan dekomponeres i finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld og

minoritet. Ettersom XXL ikke har minoriteter vil det kun være nødvendig å dekomponere netto finansiell gjeld i finansiell gjeld og eiendeler.

Knivsflå (2018, F11) oppgir følgende formel for finansieringsfordel:

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

der FF = finansieringsfordel, $nfgk$ = netto finansielt gjeldskrav, $nfggr$ = netto finansiell gjeldsrentabilitet, $nfgg$ = netto finansiell gjeldsgrad, mik = minoritetskrav, mir = minoritetsrentabilitet, mig = minoritetsgrad.

Det er viktig å understreke at siste leddet i formelen ovenfor utgår fordi det ikke eksisterer minoritetsinteresser i XXL. Dersom differansen mellom netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeldsrentabilitet er positiv betyr det at XXL får en finansieringsfordel som følge av at de har en rente som er lavere enn kravet (Knivsflå, 2018, F11). Netto finansiell gjeldsgrad representerer gearingen og er den relative mengden av gjeldsfinansiering for XXL. Når gjeldsgraden øker betyr det at andelen gjeld relativt til egenkapital øker.

På sikt forventer man at differansen mellom kravet og rentabiliteten skal bli null. Dette skyldes blant annet at det er stor konkurranse blant aktører i finansmarkedet (Knivsflå, 2018, F11). For ordens skyld er det fint å nevne at rentabilitet og rente over brukes synonymt om hverandre i dette kapittelet.

8.3.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld

Dersom XXL har en finansieringsfordel for den finansielle gjelden, betyr det at XXL sitt finansielle gjeldskrav er større enn den finansielle gjeldsrentabiliteten. Likeså vil en finansieringsfordel for XXL være en ulempe for långiveren. Knivsflå (2018, F11) presenterer en formel for finansieringsfordel for finansiell gjeld, og den brukes her:

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

der $FFFG$ = finansieringsfordel finansiell gjeld, fgk = finansielt gjeldskrav, fgr =finansiell gjeldsrentabilitet, fgg = finansiell gjeldsgrad

Finansiell gjeldsrentabilitet (fgr) og finansiell gjeldsgrad (fgg) beregnes ved bruk av følgende formler slik som vist i Knivsflå (2018, F11).

$$fgr = \frac{NFK_t}{FG_{t-1} + (\Delta FG_t - NFK_t) * \frac{1}{2}}$$

$$f_{gg} = \frac{FG_{t-1} + (\Delta FG_t - NFK_t) * \frac{1}{2}}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t) * \frac{1}{2}}$$

der NFK = netto finanskostnad og NRE er netto resultat til egenkapital, ΔFG_t = endring finansiell gjeld fra år $t-1$ til t . ΔEK_t = endringen i egenkapital fra $t-1$ til t .

I tabell 8-16 er finansieringsfordelen for XXLs finansielle gjeld oppgitt. Over analyseperioden har XXL hatt en liten finansieringsulempe de siste årene. Spesielt stor var finansieringsulempen i perioden 2012 til 2014, men fra 2015 til 2018T har ulempen vært rundt 0,2 prosent, med unntak av 2016 hvor XXL hadde en marginal finansieringsfordel for finansiell gjeld.

Finansieringsfordel finansiell gjeld		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsveketet snitt
Finansielt gjeldskrav	fgk	4,25 %	3,93 %	2,28 %	1,98 %	1,83 %	1,70 %	1,81 %	1,97 %
(-) Finansiell gjeldsrente	fgr	7,47 %	7,62 %	12,95 %	4,00 %	1,60 %	1,95 %	1,89 %	3,55 %
(=) Finansiell gjeldsrentefordel	fgk-fgr	-3,21 %	-3,69 %	-10,67 %	-2,02 %	0,22 %	-0,25 %	-0,08 %	-1,58 %
* Finansiell gjeldsgrad	fgg	2,95	2,63	1,18	0,71	0,76	0,81	0,86	0,93
(-) Finansieringsfordel finansiell gjeld	FFFG	-9,49 %	-9,71 %	-12,61 %	-1,45 %	0,17 %	-0,20 %	-0,07 %	-1,99 %

Tabell 8-16 Finansieringsfordel finansiell gjeld

Videre har gjeldsgraden til XXL redusert seg kraftig etter at selskapet ble børsnotert i 2014. Det kan potensielt forklares ut fra at egenkapitalen har økt i forbindelse med emisjoner. Gjeldsrentabiliteten ser også ut til å ha stabilisert seg rundt et lavere nivå enn før børsnoteringen. Samtidig har justeringen for operasjonell leie i kapittel 5 økt balanseposten for finansiell gjeld.

8.3.2 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Selv om XXL har få finansielle eiendeler må finansieringsfordelen til finansielle eiendeler beregnes, slik at det blir konsistens i utregningene av eventuell fordel for netto finansiell gjeld. Finansieringsfordelen til finansielle eiendeler er lik differansen mellom finansiell eiendelsrentabilitet og finansielt eiendelskrav, hvilket kan utregnes på følgende måte:

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

der $FFFE$ = finansieringsfordel finansielle eiendeler, fer = finansiell eiendelsrentabilitet, fek = finansielt eiendelskrav og feg = finansiell eiendelsgrad

Finansiell eiendelsrentabilitet og finansiell eiendelsgrad må også beregnes, og også her brukes formlene slik som presentert i Knivflå (2018, F11).

$$fer = \frac{NFI_t}{FE_{t-1} + (\Delta FE - NFI_t) * \frac{1}{2}}$$

$$feg = \frac{FE_{t-1} + (\Delta FG_t - NFK_t) * \frac{1}{2}}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t) * \frac{1}{2}}$$

I tabell 8-17 er funnene våre presentert, og over analyseperioden har XXL hatt en finansieringsulempe for finansielle eiendeler av en tilnærmet ubetydelig størrelse. Denne blir svært liten ettersom XXL har relativt få renteinntekter knyttet til finansielle eiendeler. Det skyldes at mesteparten er klassifisert som driftsrelaterte inntekter, som følge av at finansielle eiendeler ble vurdert som driftsrelaterte under omgrupperingen i kapittel 5.

Finansieringsfordel finansielle eiendeler		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsveketet snitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	fer	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
(-) Finansiell eiendelskrav	fek	2,92 %	1,83 %	0,00 %	0,00 %	5,39 %	5,33 %	5,51 %	3,91 %
(=) Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	fer-fek	-2,92 %	-1,83 %	0,00 %	0,00 %	-5,39 %	-5,33 %	-5,51 %	-3,91 %
* Finansiell eiendelsgrad	feg	0,46 %	0,31 %	0,07 %	0,00 %	0,02 %	0,07 %	0,08 %	0,07 %
(=) Finansieringsfordel finansielle eiendeler	FFFE	-0,01 %	-0,01 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %

Tabell 8-17 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

8.3.3 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Videre skal finansieringsfordel for netto finansiell gjeld beregnes. Dersom avkastningskravet til netto finansiell gjeld er større enn netto lånerente, altså netto finansiell gjeldsrente, så betyr det at nettofinansieringen til selskapet er rimelig, hvilket innebærer en fordel for eierne (Knivsflå, 2018, F11). I Knivsflå (2018, F11) kan finansieringsfordel til netto finansiell gjeld uttrykkes ved:

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

der $FFNFG$ = finansieringsfordel netto finansiell gjeld, $nfgk$ = netto finansielt gjeldskrav, $nfggr$ = netto finansiell gjeldsrente, $nfgg$ = netto finansiell gjeldsgrad.

Ettersom netto finansielt gjeldskrav ($nfgk$) allerede ble beregnet i 7.2.3, er det kun nødvendig å beregne netto finansiell gjeldsrente og gjeldsgrad. Dette gjøres med utgangspunkt i Knivsflå (2018, F11):

$$nfggr = \frac{NFK_t - NFI_t}{NFG_{t-1} + (\Delta NFG_t - NFK_t + NFI_t) * \frac{1}{2}}$$

$$nfgg = \frac{NFG_{t-1} + (\Delta NFG_t - NFK_t + NFI_t) * \frac{1}{2}}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t) * \frac{1}{2}}$$

der ΔNFG_t er endringen fra år $t-1$ til t , NRE = Nettoresultat til egenkapitalen, NFK = netto finanskostnad, NFI = netto finansinntekt

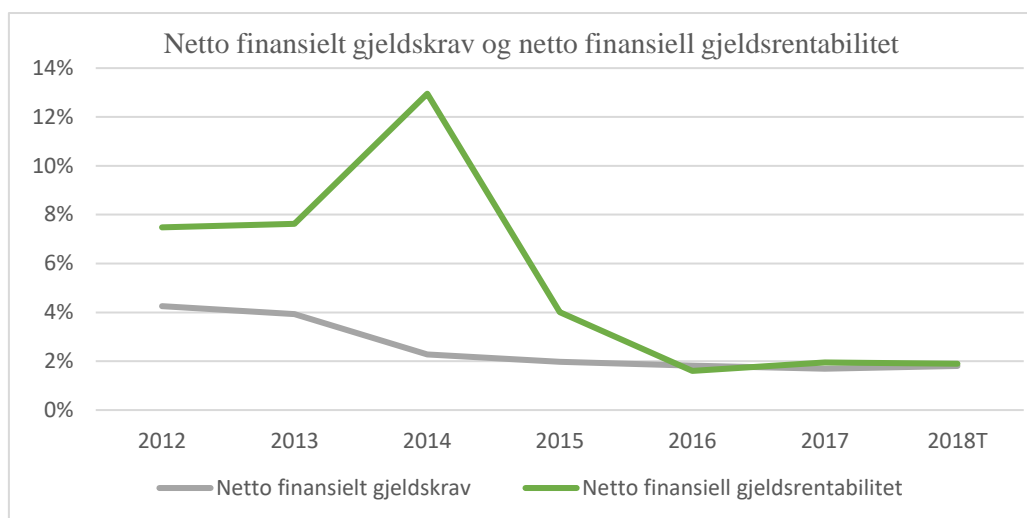
Av tabell 8-18 ser vi at tidsvektet gjennomsnitt for netto finansiell gjeldsrente er lik 3,55 prosent. I tillegg er netto finansiell gjeldsgrad nokså høy, hvilket innebærer at XXL har hatt mye netto finansiell gjeld relativt til egenkapitalen. Denne har likevel sunket noe fra 2014, hvilket kan tyde på at finansieringen har blitt gjort gjennom emisjoner, eller at selskapet har kvittet seg med gjeld relativt til egenkapitalen over analyseperioden. I perioden 2016 til 2018T har gjeldsrentefordelen vært litt negativt, og anses ikke for å ha utgjort en stor ulempe for XXL, mens det i årene fra 2014 tilbake til 2012 har vært en betydelig ulempe med en netto finansiell gjeldsrentefordel på hele -10,5 prosent i 2014.

Totalt har finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld for XXL i analyseperioden vært en ulempe, med unntak av 2016. Selv om tidsvektet snitt har vært 2 prosent, ser fordelen ut til å gå mot 0, noe som er å forvente i finansmarkedet (Knivsflå, 2018, F11).

Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsveketet snitt
Netto finansielt gjeldskrav	nfgk	4,3 %	3,9 %	2,3 %	2,0 %	1,8 %	1,7 %	1,8 %	2,0 %
(-) Netto finansiell gjeldsrente	nfg	7,5 %	7,6 %	13,0 %	4,0 %	1,6 %	1,9 %	1,9 %	3,6 %
(=) Netto finansiell gjeldsrentefordel	nfgk-nfg	-3,2 %	-3,7 %	-10,7 %	-2,0 %	0,2 %	-0,3 %	-0,1 %	-1,6 %
* Netto finansiell gjeldsgrad	nfgg	294,9 %	262,8 %	118,1 %	71,5 %	75,5 %	80,9 %	85,4 %	93,2 %
(=) Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	FFNFG	-9,5 %	-9,7 %	-12,6 %	-1,4 %	0,2 %	-0,2 %	-0,1 %	-2,0 %

Tabell 8-18 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

I figur 8-9 er netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeldsrentabilitet plottet inn for å enklere kunne se hvordan utviklingen har vært. I begynnelsen av analyseperioden har XXL hatt en stor finansieringsulempe knyttet til netto finansiell gjeld, men denne ulempen har avtatt på sikt, slik at vi i 2018T observerer at krav og rentabilitet er tilnærmet like hverandre. Som nevnt innledningsvis, støtter dette opp under forventningen om at på lang sikt vil finansmarkedene føre til at differansen mellom disse to størrelsene blir null (Knivsflå, 2018, F11).



Figur 8-9 Netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeldsrentabilitet

8.3.4 Oppsummering finansieringsfordel

Etter å ha dekomponert XXL sin finansieringsfordel i henholdsvis finansieringsfordel for finansiell gjeld og finansielle eiendeler, vil opphavet av eventuell finansieringsfordel synliggjøres. Dette gir investorer og eiere god styringsinformasjon om i hvilken grad finansieringen av eksempelvis gjeld er rimelig eller urimelig.

I tabell 8-19 gis en oppsummering av dekomponeringen av XXLs finansieringsfordel. For XXL er det ikke knyttet noen betydelig finansieringsfordel til de finansielle eiendelene, ettersom renteinntektene er marginale. Dette skyldes at renteinntektene i denne utredningen er blitt behandlet som driftsrelatert inntekt som følge av omgrupperingen i kapittel 5. Derfor vil opphavet til en finansieringsfordel forklares av finansieringsfordelen til finansiell gjeld. Over analyseperioden fremkommer det at XXL har hatt en finansieringsulempe, med unntak av året 2016 hvor selskapet hadde en liten finansieringsfordel. Spesielt stor var finansieringsulempen i perioden 2012 til 2014. Finansieringsfordel for minoriteter eksisterer ikke, som følge av at XXL ikke har minoritetsinteresser.

Over tid forventes finansieringsfordelen å være null, ettersom man på sikt ikke kan forvente unormal avkastning i finansmarkedene (Knivsflå, 2018, F10). Dette stemmer godt med hvordan utviklingen har vært i perioden 2015 til 2018T, selv om tidsvektet gjennomsnittet har vært på -2 prosent. I kapittel 10.5 gjennomfører vi en strategisk rentabilitetsanalyse, og her vil vi se at finansieringsfordelen tilnærmet holder seg lik null over hele budsjettperioden, hvilket samsvarer godt med hva vi forventer finansieringsfordelen vil være på sikt.

Finansieringsfordel oppsummert		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsveketet snitt
Fordel Finansiell gjeld	FFFG	-9,49 %	-9,71 %	-12,61 %	-1,45 %	0,17 %	-0,20 %	-0,07 %	-1,99 %
(+) Fordel finansielle eiendeler	FFFE	-0,01 %	-0,01 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
(=) Finansieringsfordel NFG	FFNFG	-9,50 %	-9,72 %	-12,61 %	-1,45 %	0,17 %	-0,21 %	-0,07 %	-2,00 %
(+) Minoritet	FFMI	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
(=) Finansieringsfordel	FF	-9,50 %	-9,72 %	-12,61 %	-1,45 %	0,17 %	-0,21 %	-0,07 %	-2,00 %

Tabell 8-19 Finansieringsfordel for XXL oppsummert

8.4 Oppsummering strategisk fordel

I kapittel 8 har den strategiske fordelen til XXL blitt analysert. Vi har gjennomført en dekomponering av strategisk fordel i en driftsfordel og finansieringsfordel. Resultatene fra dekomponeringen er vist i tabell 8-20. XXL har en gjennomsnittlig tidsvektet superrentabilitet på 5,6 prosent, og en strategisk fordel knyttet til drift på 4 prosent. Vi ser at gearingfordelen fra drift utgjør 4,5 prosent, og at XXL har en negativ finansieringsulempe på -2 prosent. Den store driveren bak strategisk fordel er her bransjefordelen fra drift på hele 6,9 prosent. Dette stemmer godt overens med den strategiske analysen hvor vi i 4.3 konkluderte med at XXL har en negativ ressursfordel, men stor positiv bransjefordel over analyseperioden.

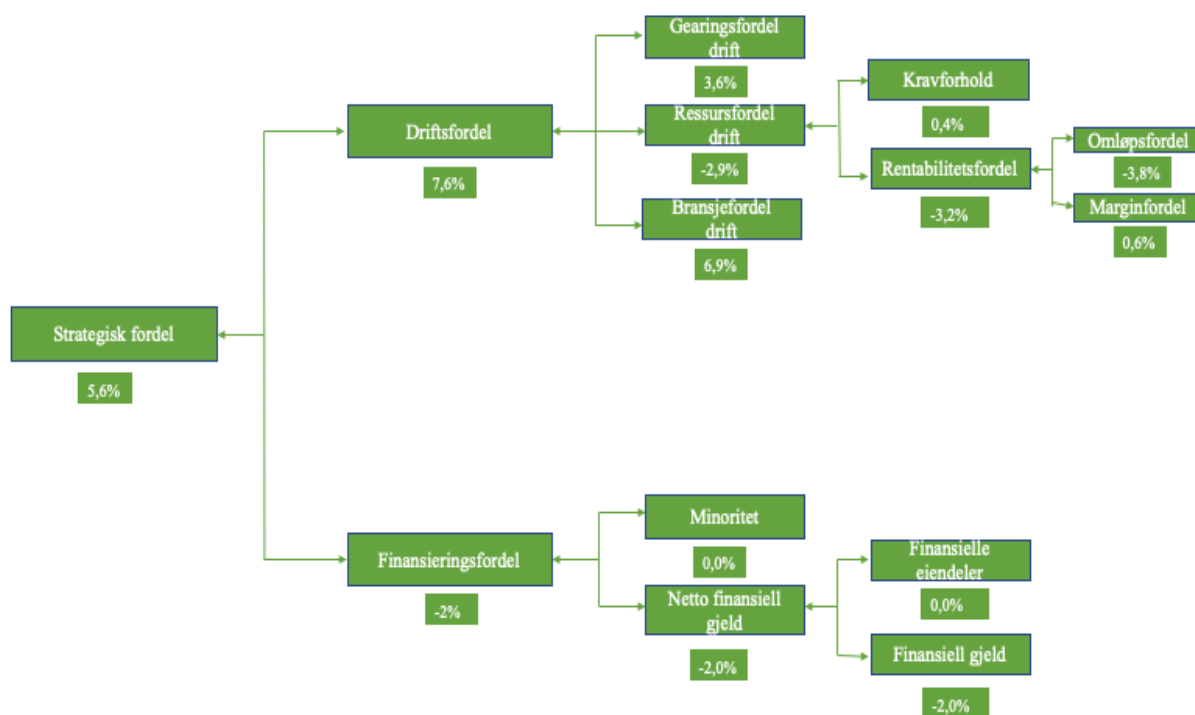
År	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Snitt	Tidsveketet snitt
Bransjefordel drift	BFD	3,83 %	4,45 %	7,66 %	10,50 %	4,35 %	6,26 %	7,55 %	6,37 %	6,87 %
(+) Ressursfordel drift	RFD	-2,39 %	-1,87 %	-0,47 %	-5,59 %	0,20 %	-2,44 %	-5,25 %	-2,55 %	-2,88 %
(=) Strategisk driftsfordel	SFD	1,44 %	2,57 %	7,20 %	4,91 %	4,55 %	3,82 %	2,30 %	3,83 %	3,99 %
(+) Gearingfordel drift	GFD	4,23 %	6,76 %	8,50 %	3,51 %	3,44 %	3,09 %	1,96 %	4,50 %	3,60 %
(=) Driftsfordel	DF	5,67 %	9,34 %	15,70 %	8,41 %	7,99 %	6,90 %	4,26 %	8,32 %	7,60 %
(+) Finansieringsfordel NFG	FFNFG	-9,50 %	-9,72 %	-12,61 %	-1,45 %	0,17 %	-0,21 %	-0,07 %	-4,77 %	-2,00 %
(+) Finansieringsfordel MI	FFMI	0,0 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
(=) Strategisk fordel	SF	-3,84 %	-0,38 %	3,09 %	6,97 %	8,16 %	6,70 %	4,19 %	3,55 %	5,60 %

Tabell 8-20 Oppsummering strategisk fordel XXL

Bakgrunnen for den store bransjefordelen fra drift kan forklares med utgangspunkt i Porter-analysen i 4.1.2. Her trakk vi frem at forklaringen på den store bransjefordelen skyldes sportsbransjens evne til å nøytralisere inntrengere, slik at de ikke fikk etablere seg. Dette kunne de gjøre ved å gå til motreaksjon gjennom å starte en priskrig. Videre er kjedestrukturen i sportsbransjen en annen svært viktig årsak til bransjefordelen. Kjedestrukturen gjør at markedet domineres av relativt få aktører hvilket kan skape nesten oligopol-lignende tilstander. Selv om det enkelte selskap ikke har ressursfordel, kan det likevel være lønnsomt å drive virksomhet dersom man er en større sportskjede ettersom som bransjen har en unik evne til å generere en bransjefordel. I tillegg var sportsbransjen kjennetegnet ved at stordriftsfordeler spiller en viktig rolle for hvilken lønnsomhet man vi klare å oppnå. Dette fungerer også som etableringsbarrierer

for inntrengere. PESTEL-analysen gjennomført i 4.1.1 viste også at sosiokulturelle trender ved økt aktivitet og at sport er blitt mer trendy, påvirker bransjen positivt.

Ressursfordelen til XXL er negativ, og har vært det i alle år unntatt 2016, hvor denne var positiv. I VRIO-analysen gjennomført i kapittel 4.2. konkluderte vi med at størrelsen på selskapet dannet en midlertidig konkurranseulempe for XXL. Dette kan resultere i at XXL ikke får muligheten til å kjøpe inn like billige varepartier som de komparative selskapene JD Sports og Sports Direct. I tillegg konkluderte vi med at varemerket til XXL dannet en midlertidig konkurranseulempe sammenlignet med de store internasjonale sportskjedene, hvilket kan gjøre det vanskeligere å konkurrere mot disse utenfor Norge. For å illustrere hvordan strategisk fordel kan deles inn i driftsfordel og finansieringsfordel er dette presentert i figur 8-10. Beløpene oppgitt i prosent er tidsvektet snitt for analyseperioden 2012-2018T.

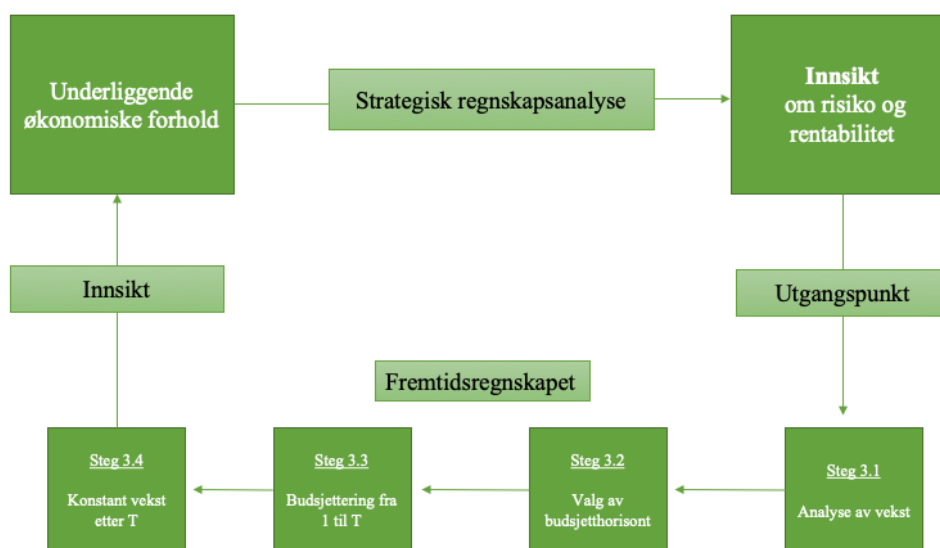


Figur 8-10 Oppsummering av strategisk fordel for XXL

9 Fremtidsregnskapet

Fremtidsregnskapet tar utgangspunkt i både den kvalitative delen og den strategiske regnskapsanalysen i kapittel 4 (Knivsflå, 2018, F14). Fremtidsregnskapet utarbeides ved å budsjettere et fremtidsrettet resultatregnskap, balanse og fri kontantstrøm. Budsjetteringen bygger på strategisk analyse i kapittel 4, risikoanalysen i kapittel 6 og lønnsomhetsanalysen i kapittel 8. I tillegg anvendes fremtidskravene presentert i kapittel 10. I dette kapitlet presenteres de ulike fasene i denne budsjetteringen. Fremtidsregnskapet danner fundamentet for den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskapet



Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsregnskapet

Figur 9-1 viser rammeverket for fremtidsregnskapet (Knivsflå, 2018, F14). Det første steget går ut på å analysere veksten til driftsinntektene. I analysen benyttes driftsinntektsveksten som vi betegner *div*. Driftsinntektsveksten er en sentral faktor i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet til XXL. Det andre steget er å velge budsjettperiode. Budsjettperioden viser tiden vi forventer det vil ta for XXL før de går over i ”steady state”. Valg av budsjettdriverne er steg 3 og danner grunnlaget for utarbeidelsen for resultatregnskap og balansen. Siste steg er å bestemme hvilken konstant vekst XXL vil ha i ”steady state”.

9.2 Analyse av historisk vekst og budsjetthorisont T

I denne delen vil XXL sin historiske vekst analyseres, og budsjetthorisont for fremtidsregnskapet velges. Dette tilsvarer første og andre steg i rammeverket for analyse av fremtidsregnskapet. Vekstanalysen tar utgangspunkt i historiske tall fra en regnskapsperiode når det skal lages estimater for fremtiden (Knivsflå, 2018, F14). Damodaran (2012) antyder at det er hensiktsmessig å kombinere historiske tall med sammen med selskaps- og bransjefaktorer, noe som vil øke påliteligheten på budsjettestimaterne. Dette betyr at vi kan se tilbake på tidligere analyser av historiske tall for XXL, gjennomført i tidligere kapitler. Sammen med innsikten fra strategisk analyse, kan vi gjøre oss opp en mening om hvordan fremtiden for XXL vil se ut. Vekstanalysen kan deles opp i to typer. Den ene typen er resultatvekstanalyse, mens den andre er kapitalvekstanalyse (Knivsflå, 2018, F14).

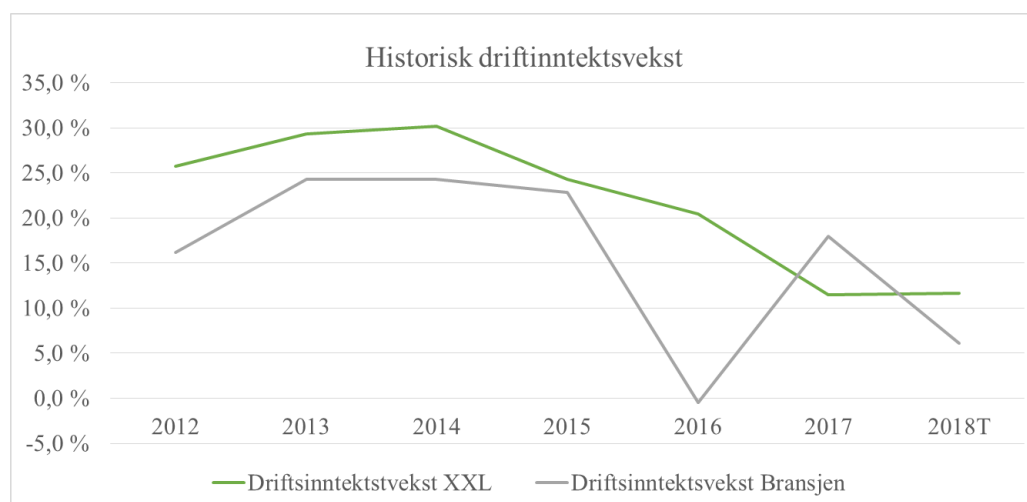
9.2.1 Driftsinntektsvekst over analyseperioden

Veksten i driftsinntekter er en viktig faktor i estimeringen av fremtidige driftsinntekter og dermed størrelsen på selskapet (Knivsflå, 2018, F14). Resultatvekstanalyse er som nevnt ovenfor, en av to typer i vekstanalyser. Driftsinntektsveksten er et sentralt element som inngår i analyse av resultatvekst. I sammenheng med driftsinntekter vil det også være hensiktsmessig å nevne netto driftsmargin (Penman, 2010). Resonnementet er at hvis et selskap har høy netto driftsmargin vil det være positivt om også det er høy driftsinntektsvekst, slik at netto driftsmargin holder seg høy. Driftsinntektsvekst kan uttrykkes ved følgende formel:

$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}} = \frac{\Delta DI_t}{DI_{t-1}}$$

div_t = driftsinntektsvekst, DI = driftsinntekt, ΔDI_t = endring driftsinntekter gjennom året

Figur 9-2 viser utviklingen i driftsinntektsveksten for XXL og bransjen over analyseperioden 2012 til 2018T.



Figur 9-2 Historisk driftsinntektsvekst for bransje og XXL

I vurderingen av den historiske utviklingen i driftsinntekter er det hensiktsmessig å trekke linjer til kapittel 2 og 8. Både XXL og bransjen hadde en høy vekst i driftsinntektene frem til 2015. Det har sammenheng med at sportsbransjen hadde vekst i omsetningen i samme periode slik som nevnt i 2.4. Bransjen opplevde en kraftig vekstreduksjon i 2016, mens XXL hadde en mer jevn nedgang. XXL har økt antall varehus i perioden fra 2012 til 2018T og det kan ha gitt XXL større vekst i inntekter enn den prosentvise veksten for bransjen som helhet. Konklusjonen er at i de senere årene har sportsbransjen hatt en mindre årlig vekst som følge av antydninger til metningstendenser i markedet. Som det fremkommer av figur 9-2 så har driftsinntektsveksten blitt redusert til 6 prosent for bransjen og 12 prosent for XXL i 2018T. Driftsinntektsveksten over analyseperioden er også vist i tabell 9-1 og 9-2 for henholdsvis XXL og bransjen.

Historisk driftsinntektsvekst (NOK)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet
Driftsinntekter XXL	3102	4011	5220	6487	7814	8711	9726	
Driftsinntektsvekst XXL	25,8 %	29,3 %	30,1 %	24,3 %	20,5 %	11,5 %	11,7 %	17,9 %

Tabell 9-1 Historisk driftsinntektsvekst for XXL over analyseperioden

Historisk driftsinntektsvekst (NOK)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet
Driftsinntekter Bransjen	40032	49755	61842	75980	75626	89231	94713	
Driftsinntektsvekst Bransjen	16,2 %	24,3 %	24,3 %	22,9 %	-0,5 %	18,0 %	6,1 %	12,8 %

Tabell 9-2 Historisk driftsinntektsvekst for bransjen over analyseperioden

9.2.2 Egenkapitalvekst over analyseperioden

Videre ønsker vi å se nærmere på egenkapitalveksten til XXL over analyseperioden. Dette for å kunne gjøre oss bedre i stand til å avgjøre hva denne forventes å være fremover i budsjettperioden. Knivsflå (2018, F14) skiller mellom fullstendig og normal egenkapitalvekst i det fundamentale rammeverket. Den normaliserte egenkapitalveksten inkluderer kun normale poster ettersom unormale poster utelates på bakgrunnen av antagelsen om at dette er poster uten vedvarende effekt. Siden kvaliteten på fremtidsregnskapet blir bedre ved bruk av normalisert egenkapitalvekst vil dette legges til grunn i vår utarbeidelse av fremtidsregnskapet for XXL.

Ifølge Knivsflå (2018, F14) kan fullstendig egenkapitalvekst uttrykkes ved:

$$\text{Egenkapitalvekst} = \frac{EK_t - EK_{t-1}}{EK_{t-1}}$$

Derimot kan normalisert egenkapitalvekst uttrykkes ved:

$$ekv = (1 - eku) * ekr$$

Der eku er utdelingsforholdet, (1-eku) er tilbakeholdsgraden og ekr er egenkapitalrentabiliteten.

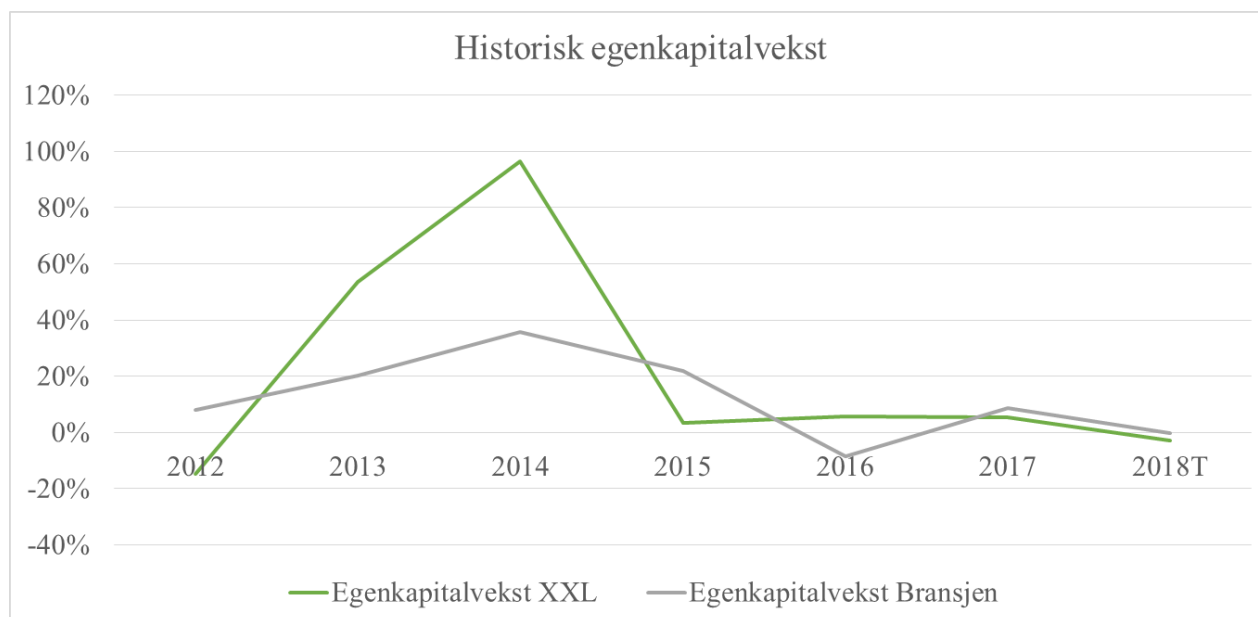
Av dette uttrykket ser vi at egenkapitalveksten øker, dersom egenkapitalrentabiliteten øker eller om utdelingsforholdet minker. Dette er logisk ettersom jo mer av egenkapitalen som beholdes i selskapet, desto mer vil egenkapitalen vokse hvert år.

Utdelingsforholdet, eku kan uttrykkes ved, $eku = \text{NBU/NRE}$, altså andelen nettobetalt utbytte av netto resultatet til egenkapitalen.

Det er derimot mulig at kapitalinnskudd kan øke egenkapitalen hvis nettoeffekten etter utdeling er større enn null. Det betyr at vekst i egenkapitalen enten kommer gjennom internt generert rentabilitet eller via kapitalinnskudd fra investorer (Knivsflå, 2018, F14). I selve beregningen av egenkapitalveksten for XXL bruker vi egenkapitalrentabiliteten som ble beregnet i kapittel 8.1.1.

Egenkapitalveksten er interessant for en investor siden veksten viser hvilken potensiell avkastning på egenkapitalen som forventes i fremtiden. En høy egenkapitalvekst vil kunne bety økt mulighet for utdeling fra selskapet til investorene, eller høyere verdi per aksjer. Den historiske utviklingen for egenkapitalveksten er med på å gi et estimat på fremtidig avkastning

for investorene. Utviklingen i den fullstendige historiske egenkapitalveksten for XXL og bransjen presenteres i figur 9-3, mens normalisert egenkapitalvekst er vist i tabell 9-3 og 9-4.



Figur 9-3 Fullstendig egenkapitalvekst for XXL og bransje

Slik det fremkommer av figur 9-3 var den fullstendige egenkapitalveksten til XXL svært høy i 2013 og 2014. Dette kommer av at XXL gikk på børs i 2014, slik som nevnt i 2.3. Dette har bidratt til store kapitalinnskudd. Utviklingen i normalisert egenkapitalvekst ligner på veksten i driftsinntekter, hvilket er rimelig å forvente.

I tabell 9-3 fremkommer det at tidsvektet historisk gjennomsnittet for egenkapitalveksten i XXL er på 10,2 prosent, mens for bransjen ligger den på 6,6 prosent. I 2012 var tilbakeholdsgraden negativ for XXL, noe som betyr at de delte ut utbytte selv om nettoresultat til egenkapital var mindre enn utbytte. I 2013 og 2014 skyldes det store tilbakeholdsgraden økt innskutt egenkapital som følge av en emisjon knyttet til børsnoteringen i 2014, slik som nevnt i 2.3.

Ser vi på utviklingen av den fullstendige egenkapitalveksten i figur 9-3, ser vi at veksten for bransjen og XXL følger hverandre ganske tett i 2017 og 2018. Av utviklingen i normalisert egenkapitalvekst for XXL ser vi at tidsvektet snitt gir et dårlig bilde av hvordan utviklingen veksten har vært fra år 2015 til 2018T. Dermed tillegges tidsvektet snitt lite vekt når vi senere budsjetterer normalisert fremtidig egenkapitalvekst. For bransjen ser vi av tabell 9-4 at veksten har vært mindre ekstrem enn for XXL i årene 2013 og 2014.

Historisk egenkapitalvekst (NOK)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet
Egenkapitalrentabilitet	ekr	5,1 %	7,6 %	8,7 %	11,1 %	12,2 %	10,8 %	8,5 %	10,1 %
Tilbakeholdsgrad	1-eku	-317,1 %	577,0 %	778,8 %	34,8 %	39,3 %	29,6 %	17,0 %	109,1 %
Egenkapitalvekst	ekv	-16,3 %	43,8 %	68,0 %	3,9 %	4,8 %	3,2 %	1,4 %	10,2 %

Tabell 9-3 Normalisert egenkapitalvekst for XXL i analyseperioden

Historisk egenkapitalvekst (NOK) Bransje		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet
Egenkapitalrentabilitet	ekr	10,3 %	12,9 %	14,1 %	14,4 %	9,0 %	12,6 %	15,8 %	13,0 %
Tilbakeholdsgrad	1-eku	76,5 %	68,2 %	112,9 %	63,5 %	-43,6 %	86,2 %	33,6 %	45,6 %
Egenkapitalvekst	ekv	7,9 %	8,8 %	15,9 %	9,1 %	-3,9 %	10,8 %	5,3 %	6,6 %

Tabell 9-4 Normalisert egenkapitalvekst for bransjen i analyseperioden

9.2.3 Valg av budsjetthorisont T

Vi er helt avhengige av å bestemme budsjetthorisonten T i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Det skyldes at vi er nødt til å bestemme hvor mange år vi forventer det vil ta før XXL havner i steady state. Generelt kan tidsperioden for fremtidsregnskapet deles inn i to perioder. Den ene perioden kalles for budsjettperioden som har tidshorisont fra år 0 til år T. Den andre perioden er konstant vekst som betegnes som "steady state", ofte notert med bokstaven T. Budsjettperioden defineres etter Kaldestad og Møller (2016) som perioden fra i dag til perioden inntektsveksten til selskapet går over til konstant vekst. Utviklingen i budsjettdriverne påvirker tidspunktet for når et selskap går over i steady state, og kan variere fra et selskap til et annet. Det finnes ulike teknikker for å avdekke når et selskap er i steady state. For en syklisk bransje er det vanlig med en budsjettperiode på 5 år. Hvis et selskap fortsatt har vekstpotensial anbefaler Knivsflå (2018, F14) en budsjettperiode på 10 til 14 år.

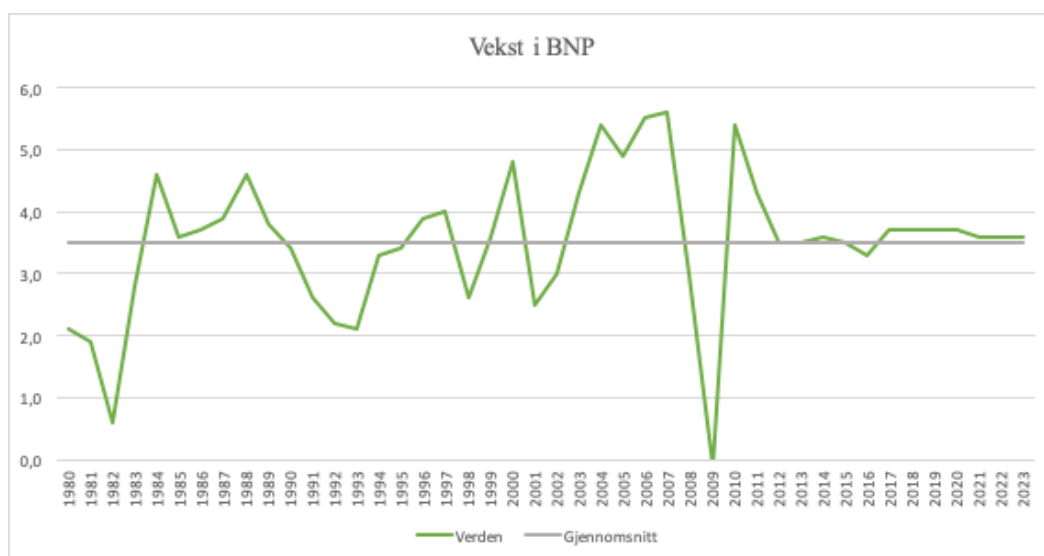
Ved valg av budsjettperiode for XXL tar vi først utgangspunkt i driftsinntektsveksten i 9.2.1. Fra 2012 til 2016 hadde selskapet en årlig gjennomsnittlig vekst på 26 prosent, men fra 2016 til 2018 har veksten vært på 11 prosent. Bransjesnittet er tilnærmet lik som XXL de siste årene. Slik som nevnt i kapittel 2.3 ønsker XXL å fortsette ekspansjonen i Europa og derfor kan det være rimelig å forvente vekst de neste årene. Det er i tillegg planlagt flere varehus i Norden og Østerrike (XXL ASA, 2018d). Ikke minst satser XXL på netthandelskanalen, som stadig utgjør et større andel av totalomsetningen. Derfor er det rimelig å anta at det vil ta noe tid før XXL når steady state. I tillegg så ligner utviklingen i driftsinntektsveksten til XXL på veksten for et modent selskap, der de har hatt et par år med svært stor vekst, før veksten så avtar (Lien, Eirik, & Tor, 2016).

På bakgrunn av at det er fortsatt relativt høy vekst for XXL og bransjen velges det en langsiktig budsjettperiode på 12 år. Budsjettperioden vil dermed være fra 2019 til 2030, hvor 2030 er steady state (T). De påfølgende årene 2031, 2032, 2033 noteres som henholdsvis T+1, T+2 og T+3. Selv om vi mener vi har gode argumenter for å sette en budsjettperiode på 12 år, vil dette også være en skjønnsmessig vurdering. Svakheten er at ingen vet eksakt hvordan fremtiden vil se ut og hvor lang tid det faktisk vil ta før XXL havner i steady state. Dette påvirker faktisk verdsettelsen i stor grad ettersom jo lengre budsjettperiode en velger, desto flere fremtidige kontantstrømmer vil legges til grunn i verdsettelsen, hvilket vil øke verdiestimatet på egenkapitalen. Velger man en for kort budsjettperiode, der man antar at selskapet vil nå steady state raskt, så vil man undervurdere egenkapitalen. Denne svakheten må vi leve med og er også en viktig forklaringsfaktor når vi senere drøfter usikkerheten i verdiestimatet vårt i kapittel 11.5.

I neste avsnitt fastsetter vi fremtidig vekstfaktor som legges til grunn for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet for XXL.

Våre forventninger om fremtidig vekst

Fremtidig vekst vil avhenge av en rekke faktorer. Det avhenger av både bransje og type selskap, samt over hvilken tidshorisont vi ser på. Generelt er det noen grunnleggende antagelser som skisserer hvilke vekstrater som er mulig på lang sikt. For det første det er urimelig at et selskap skal ha en høyere vekst enn realveksten i økonomien, og for det andre tenderer veksten til et selskap på lang sikt være tilbakevende til bransjegjennomsnittet (Knivsfå, 2018, F14). Når vi skal fastsette en rimelig vekst for XXL i fremtiden kan det først være hensiktsmessig å ta utgangspunkt i realveksten i verden. Realveksten i verden siden 1980 og frem til 2023 er vist i figur 9-4. Den gjennomsnittlige veksten er 3,5 prosent i perioden 1980 til 2023. Perioden fra 2018 til 2023 er baserer seg på prediksjoner gjort av OECD.



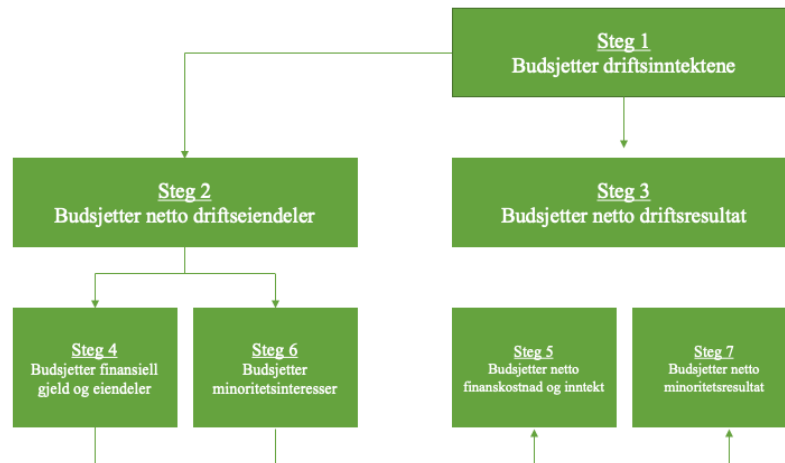
Figur 9-4 Realvekst i BNP for verden (The World Bank, 2018)

Hvis det er en forventning om høy økonomisk vekst i fremtiden vil det ifølge Knivsflå (2018, F14) være slik at rentenivået vil være høyere enn den økonomiske veksten. Videre er det slik at hvis forventninger om det langsiktige rentenivået er lave, så forventer man lavere økonomisk vekst (Knivsflå, 2018, F14). Ifølge OECD sine prediksjoner vil det langsiktige rentenivået ligge på 1,6 prosent i 2020 for Europa. I Norge er det en tilsvarende forventning for Norge på 2,4 prosent (ECB, 2018). Videre predikerer den Europeiske sentralbank en prisvekst i Europa på 1,9 prosent de neste fem årene (ECB, 2018). På bakgrunn av de ulike vekstfaktorene i langsiktige renter og prisvekst, kombinert med en forventning om lavere vekst i sportsbransjen på lang sikt legger vi til grunn en vekstfaktor på 2 prosent når vi senere skal utarbeide fremtidsregnskapet. Det mener vi er en rimelig forutsetning hvor vi også unngår å overvurdere veksten for XXL i steady state.

9.3 Budsjett drivere fra år 0 til T+1

Rammeverket til Knivsflå (2018, F14) danner utgangspunktet for budsjetteringen av fremtidsregnskapet vårt for XXL. Før de ulike stegene i rammeverket skal drøftes, som vist i figur 9-5, skal først detaljnivået i budsjetteringen avklares. Ved å velge et lavt detaljnivå i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet kan presisjonsnivået på estimatene øke (Palepu, Healy, & Peek, 2013). Dette betyr at ved et lavt detaljnivå vil kun de mest sentrale budsjett drivere benyttes, hvilket ifølge Penman (2010) vil gi mer pålitelige estimater. Dette kan virke kontraintuitivt, men logikken er at flere detaljer i budsjetteringer vil øke presisjonen, men det

betyr også at vi må legge inn enda flere estimater på hva vi antar utviklingen til budsjettdriverne vil være. Dermed kan vi gjennom å ta med få budsjett drivere likevel få ganske presise estimater i budsjetteringen (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Ettersom budsjettperioden til XXL er valgt til å være 12 år, betyr det at det er kun de mest sentrale budsjett driverne som vil benyttes i videre analyse.



Figur 9-5 Rammeverk for budsjettering (Knivsflå, 2018, F14)

Slik som vist i figur 9-5 er det syv steg i budsjetteringen av fremtidsregnskapet. Ettersom det ikke er noen minoritetsinteresse i XXL, vil disse ikke være relevant for budsjetteringen. De ulike budsjett driverne som vi vil benytte i budsjetteringen er: driftsinntekter, netto driftseiendeler, netto driftsresultat, netto finansiell gjeld, netto finanskostnader og netto finansinntekter. I de neste avsnittene vil de ulike budsjett driverne drøftes. De ulike budsjett driverne estimeres til å ha ulike verdier på ulike tidspunkter i løpet av budsjettperioden. Disse tidspunktene omtales ofte som budsjett punkt, og et punkt tilsvarer et år i budsjettperioden. Generelt skiller vi mellom budsjett punkter på mellom- og lang sikt. Veksten mellom budsjett punktene i budsjettperioden antas å være lineær (Knivsflå, 2018, F14). Verdiene til de ulike budsjett driverne ved de ulike budsjett punktene baserer seg i stor grad på historiske tall, samt skjønnsmessige vurderinger for enkelte budsjett drivere. Konsekvensen av dette er at det kan oppstå en under eller overestimering som følge av tidligere observert svak eller sterk vekst (Damodaran, 2012). Dermed er det viktig å ta med seg at estimatene må sees på med et kritisk blikk for å forsøke å unngå grove under eller overestimeringer.

9.3.1 Driftsinntekter

Første steg rammeverket for budsjetteringen er å budsjettere veksten i driftsinntekter. Budsjetteringen av denne driveren tar utgangspunkt i den historiske driftsinntektsveksten i 9.2.1 og drøftingene om strategisk vekstanalyse i kapittel 4.5. Utviklingen i driftsinntekter kan uttrykkes matematisk ved:

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$$

$$DI = \text{driftsinntekter}, div = \text{driftsinntektsvekst}$$

Fra den strategiske analysen i kapittel 4 så vi at flere ulike faktorer påvirker driftsinntektsveksten til XXL og bransjen. Noen av de mest sentrale faktorene i predikeringen av veksten i driftsinntektene er ekspansjonsstrategien til XXL, økt etterspørsel etter sportsutstyr, veksten i netthandelen og økt konkurranse blant aktørene i sportsbransjen. Et viktig utgangspunkt for vekstestimatene for driftsinntektsveksten er hentet fra diskusjonen om vekstmuligheter for XXL i kapittel 4.5.

Først skal vi finne driftsinntektsveksten for 2019, hvilket tilsvarende budsjettpunkt 1. I 2018T forventet vi en driftsinntektsvekst på 11, 7 prosent. Denne vekstraten legger vi til grunn for budsjettpunkt 1 (2019). Det gjøres fordi vi mener det likevel ville ha vært heftet stor usikkerhet til størrelsene på driftsinntektene om vi hadde estimert driftsinntektene for budsjettpunkt 1 (2019) gjennom omløpet til netto driftseiendeler. Derfor vil 2018T være et godt estimat ettersom vi finner det vanskelig å kunne estimere driftsinntekten fra et år til et annet, med utgangspunkt i allerede trailede tall. Derfor er det de lange linjene mellom de fire budsjettpunktene i budsjettperioden som er viktigst. Slik som drøftet i 9.2.1 og vist i tabell 9-1 har driftsinntektsveksten vært mindre de siste årene sammenlignet med de første årene i analyseperioden. Nedgangen i omsetningsveksten kan skyldes en kortvarig svært høy vekst som følge av rask ekspansjon og utbygging av varehus. Nedgangen derimot kan forklares av at markedet mettes og at veksten i varehus er mindre per 2018 sammenlignet med årene tidligere i analyseperioden. I tillegg har det slik som nevnt i 2.4 vært minimal vekst i sportsbransjen i Norge mellom 2017 og 2018. Dette kan forklares av både mettede markeder, men også økt konkurranse fra andre aktører utenfor sportsbransjen som selger sportsutstyr.

Budsjettpunkt 2 i år 2021 er satt til 10 prosent. I de nærmeste årene mener vi XXL fortsatt vil ha en driftsinntektsvekst over 10 prosent blant annet fordi de har startet opp nye varehus både

i Norge og Østerrike slik som drøftet i 2.3. I tillegg forventer vi at XXL vil fortsette å øke omsetningsvolumene innen netthandelen. Omnikanalstrategien deres mener vi også vil føre til økt salg som sammen med momentene ovenfor kan forsvare en driftsinntektsvekst på 10 prosent i 2021. Vi antar lineær vekst mellom 2019 og 2021.

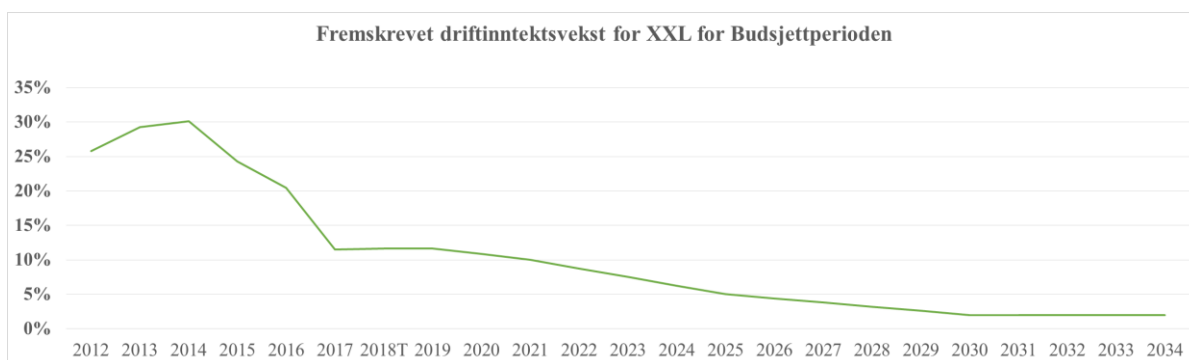
Budsjettpunktet på mellomlang sikt (M) i år 2025 er det knyttet større usikkerhet til. I kapittel 4.5 er det presentert ulike faktorer som kan påvirke hvordan veksten til XXL kan utvikle seg i fremtiden. Et element er ekspansjonsmuligheten XXL har til nye land, hvor XXL gir uttrykk for at de ønsker å ekspandere til land som har fire distinkte årstider (XXL ASA, 2018d). De har også hatt historisk høy vekst i antall varehus. Derimot er det slik at netthandel tar større andel av den totale omsetningen i sportsbransjen, noe som gjør at antall nye varehus har blitt nedjustert av XXL-ledelsen (XXL ASA, 2018a). Dette står samsvar godt med diskusjonen rundt blant annet Retail-apokalypsen i kapittel 2.1. Dermed mener vi det er rimelig at veksten settes 5 prosent i budsjettpunkt M, betydelig lavere enn budsjettpunkt 1 og 2.

Det langsiktige budsjettpunktet T, altså steady state, settes til 2 prosent. Det er en rekke momenter som har ført til at XXL estimeres en vekst på 2 prosent i konstant vekst. En av årsakene er Retail Apokalypsen i sammenheng med lave marginer og tøff konkurranse blant aktørene i sportsbransjen. Videre ble det i vår strategiske analyse i 4.2 om ressursfordeler, funnet at XXL ikke har ressurser som ikke gir dem varige konkurransefordeler, som eksempelvis skal gi dem en høyere inntektsvekst sammenlignet med konkurrentene. Videre ble momentene våre underbygget av en artikkel publisert i desember 2018, hvor analytiker Christian Olsen Nordy i Kepler Cheuvreux, forteller at lave marginer, dårlige utsikter for ekspansjon i utlandet samt økende netthandel er en viktig årsak til hvorfor vekstmulighetene knyttet til driftsinntekter er nedjustert det siste året (Hopland, e24, 2018c). Flere aktører i næringslivet og handelsnæringen er samstemte om at netthandel er en sentral forklaring til at mange fysiske butikker må legge ned (Virke, 2018). Dette ble også drøftet som et utviklingstrekk i sportsbransjen i kapittel 2.5. Slik som nevnt i 9.2.1 kan heller ikke driftsinntektsveksten til XXL i steady state, overstige veksten i verdensøkonomien.

Med disse forutsetningene om vekstrater i driftsinntekter har vi oppsummert hvordan vi forventer veksten vil være ved ulike budsjettpunkter i tabell 9-5. Videre viser figur 9-6 hvordan veksten i driftsinntekter vil utvikle seg frem til konstant vekst. Til slutt presenteres forventet driftsinntekter og tilhørende driftsinntektsvekst for XXL i tabell 9-6.

Driftsinntektsvekst XXL		
Budsjettpunkter	Årstall	Vekst
Budsjettpunkt 1	2019	11,7 %
Budsjettpunkt 2	2021	10 %
Budsjettpunkt M	2025	5 %
Budsjettpunkt T	2030	2 %

Tabell 9-5 driftsinntektsvekst ved ulike budsjettpunkter



Figur 9-6 Fremskrevet driftsinntektsvekst

Punkt		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	Symbol	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Driftsinntekt	DI	10859	12035	13238	14396	15476	16443	17265	18025	18710	19309	19811	20207	20611	21023	21444
Vekstfaktor	div	11,7 %	10,8 %	10,0 %	8,8 %	7,5 %	6,3 %	5,0 %	4,4 %	3,8 %	3,2 %	2,6 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %

Tabell 9-6 Driftsinntektsvekst XXL i fremtidsregnskapet

9.3.2 Netto driftseiendeler

Når vi i neste steg skal finne netto driftseiendeler for budsjettperioden er vi avhengige av å benytte oss av omløpet til netto driftseiendeler (onde) for å finne dette. I utregningen av onde benyttes inngående kapital. Det skyldes at i budsjetteringen antar vi at kontantstrømmer realiseres i slutten ved årsslutt den 31.12 (Knivsflå, 2018, F15). Formelen for netto driftseiendeler uttrykkes følgende:

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

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

NDE = netto driftseiendeler, onde = omløpet til netto driftseiendeler, DI = driftsinntekter

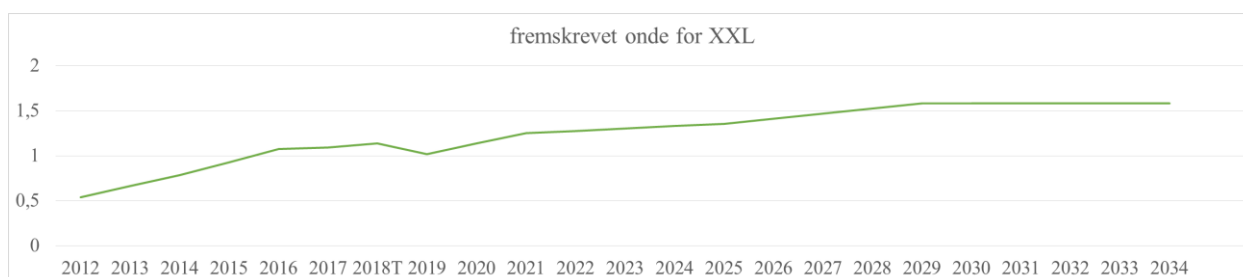
I kapittel 8.2.8 ble tidsvektet gjennomsnittlig onde for XXL i perioden 2012 til 2018T regnet ut til å være 1,019. Tidsvektet gjennomsnitt for bransjen i analyseperioden var 1,583. XXL ligger derfor noe under bransjensnittet. På lang sikt er det derimot forventet at selskapet sin onde vil konvergere mot bransjegjennomsnittet (Penman, 2010). Derfor legger vi til grunn denne antagelsen her, og lar XXL sin onde i steady state ha samme verdi tilsvarende bransjens tidsvektet gjennomsnittlige onde.

I 9.3.1 fant vi at estimatene knyttet til vekst i driftsinntekter var på 11,7 prosent i budsjettpunkt 1, og 10 prosent i budsjettpunkt 2. Videre på mellomlang sikt forventet vi en vekst på 5 prosent og i budsjettthorisonen T en konstant vekst på 2 prosent. For onde har vi forutsatt at den i steady state holdes konstant tilsvarende verdien som tidsvektet bransjegjennomsnitt. Tabell 9-7 viser hvordan vi forventer at onde vil utvikle seg i budsjettperioden ved de fire budsjettpunktene.

onde XXL		
Budsjettpunkter	Årstall	Onde
Budsjettpunkt 1	2019	1,019
Budsjettpunkt 2	2021	1,250
Budsjettpunkt M	2025	1,355
Budsjettpunk T	2030	1,583

Tabell 9-7 Budsjettpunkt onde

Selv om XXL er i en bransje hvor konkurransen er høy og marginene presset, forventer vi en økning i onde ettersom vi mener XXL vil klare å generere flere kroner per krone balanseført netto driftseiendel. Derfor er det forventet at onde vil øke jevnt over budsjettperioden. Videre viser figur 9-7 hvordan veksten til onde vil utvikle seg frem til konstant vekst. Til slutt fremlegges fremskrevet netto driftseiendeler for XXL i tabell 9-8.



Figur 9-7 Fremskrevet onde

Punkt		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	Symbol	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Driftsinntekter	DI t+1	12035	13238	14396	15476	16443	17265	18025	18710	19309	19811	20207	20611	21023	21444	21873
Omløpet til NDE	/onde t+1	1,135	1,250	1,276	1,303	1,329	1,355	1,412	1,469	1,526	1,583	1,583	1,583	1,583	1,583	1,583
Netto driftseiendeler	NDEt	10608	10590	11280	11882	12375	12742	12765	12735	12650	12511	12761	13017	13277	13543	13813

Tabell 9-8 Netto driftseiendeler for XXL i budsjettperioden

Av tabell 9-8 ser vi at netto driftseiendeler vil øke jevnt utover i budsjettperioden, som følge av forutsetningene vi har lagt til grunn for veksten i driftsinntekter, og omløpet til netto driftseiendeler.

9.3.3 Netto driftsresultat

I budsjetteringen av netto driftsresultat er vi nødt til se på forventet utvikling i netto driftsmargin for budsjettperioden, i tillegg til utviklingen i driftsinntekter som nevnt i 9.3.1. Formlene for netto driftsresultat og netto driftsmargin er vist nedenfor.

$$NDR_t = ndm_t * DI_t$$

$$ndm_t = \frac{NDR_t}{DI_t}$$

der NDR = netto driftsresultat, ndm = netto driftsmargin, DI = driftsinntekter.

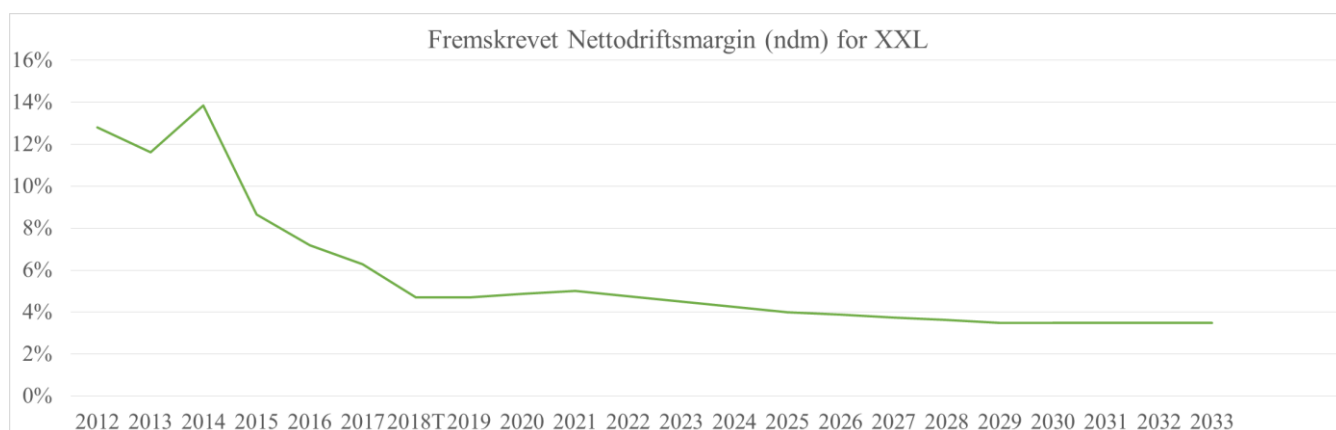
Før vi estimerer netto driftsresultat for hvert enkelt år i budsjettperioden, finner vi først forventet netto driftsmargin over perioden. I budsjetteringen av netto driftsmargin er det hensiktsmessig å trekke linjer tilbake til den strategiske analysen i kapittel 4, samt den respektive marginfordelen til XXL ovenfor bransjen som ble funnet i 8.2.6. I kapittel 8.2.7 kom det frem at XXL har hatt en tidsvektet gjennomsnittlig netto driftsmargin på 7,5 prosent over analyseperioden, mens bransjen har hatt 6,7 prosent. Ifølge Knivsflå (2018, F15) vil netto driftsmargin for et selskap tendere å gå mot langsiktig bransjegjennomsnitt. Dette kan skje som følge av konkurranseforhold som gjør det vanskelig for noen selskaper å ta langt høyere marginer enn andre. Dette forventes vi også er tilfellet for XXL. Likevel mener vi en steady state netto driftsmargin på 6,7 prosent som noe høyt. Videre utgjør marginfordelen til XXL 0,58 prosent som nevnt i kapittel 8.2.7. En av forklaringene på marginfordelen kunne ha vært at XXL har mulighet til å sette en høyere pris på varen enn bransjen generelt på grunn av at de konkurrerer i land hvor konsumentene har høyere kjøpekraft. En bedre forklaring er at XXL opererer med et lavere kostnader per solgte enhet. Common size – analysen i 8.2.7 viser at andre driftskostnader er 6,4 prosent lavere i XXL enn i bransjen, hvilket utgjør mesteparten av marginfordelen til XXL. Det kan ha sammenheng med at ledelsen utfører handlinger og

iverksetter tiltak som er kostnadseffektive. I VRIO-analysen i kapittel 4.2 antok vi at ledelsen ikke i like stor grad kan påvirke lønnsnivået og varekostnadene, ettersom dette i større grad er fastsatt og kan være vanskelig å påvirke. Derimot er andre driftskostnader en resultatpost som ledelsen direkte kan gjøre noe med. Vi mener likevel at XXL sin netto driftsrentabilitet vil begege seg mot bransjegjennomsnittet, men vi mener netto driftsmarginene skal ytterligere ned. Dette skyldes blant annet at marginene som var predikert for XXL i utlandet ikke viste seg å være like store som først antatt (Hopland, e24, 2018c).

I 2018T var netto driftsmarginen til XXL 4,7 prosent. Frem til budsjettpunkt 2 forventer vi at XXL vil øke marginene sine til 5 prosent. Det forklarer vi med at salget i nettbutikken gir større marginer enn salg i butikk, og salget på nett forventes å øke i XXL fremover (XXL ASA, 2018a). Derimot vil marginene avta på mellomlang sikt og vi forventer en netto driftsmargin på 4 prosent i 2025. Dette skyldes forventninger om dårligere marginer enn antatt og økt konkurranse. På lang sikt har vi satt en netto driftsmargin på 3,5 prosent i steady state. Denne er satt basert litt på skjønn, men også vår mening om at tiden med virkelig store marginer på over 10 prosent slik som det var i 2012 til 2014 er over. Dette er bilde som tegnet seg i den strategiske analysen i kapittel 4, om hardere konkurranseforhold. Tabell 9-9 viser hva vi forventer netto driftsmargin vil være ved de ulike budsjettpunktene. Figur 9-8 hvordan netto driftsmargin forventes å utvikle seg over budsjettperioden og frem til steady state. Til slutt fremlegges fremskrevet netto driftsmargin for XXL i tabell 9-10.

ndm XXL		
Budsjettpunkter	Årstall	ndm
Budsjettpunkt 1	2019	4,7 %
Budsjettpunkt 2	2021	5,0 %
Budsjettpunkt M	2025	4,0 %
Budsjettpunkt T	2030	3,5 %

Tabell 9-9 Budsjettpunkt netto driftsmargin



Figur 9-8 Netto driftsmargin XXL for analyseperioden og fremtidsregnskapet

Punkt		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3	T+4
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Driftsinntekter	DI t	10859	12035	13238	14396	15476	16443	17265	18025	18710	19309	19811	20207	20611	21023	21444	21873
* netto driftsmargin	ndm	0,047	0,049	0,050	0,048	0,045	0,043	0,040	0,039	0,038	0,036	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035
Netto driftsresultat	NDRt	512,0	584,6	661,9	683,8	696,4	698,8	690,6	698,5	701,6	699,9	693,4	707,2	721,4	735,8	750,5	765,5

Tabell 9-10 Netto driftsresultat over budsjettperioden for XXL

9.3.4 Netto finansiell gjeld

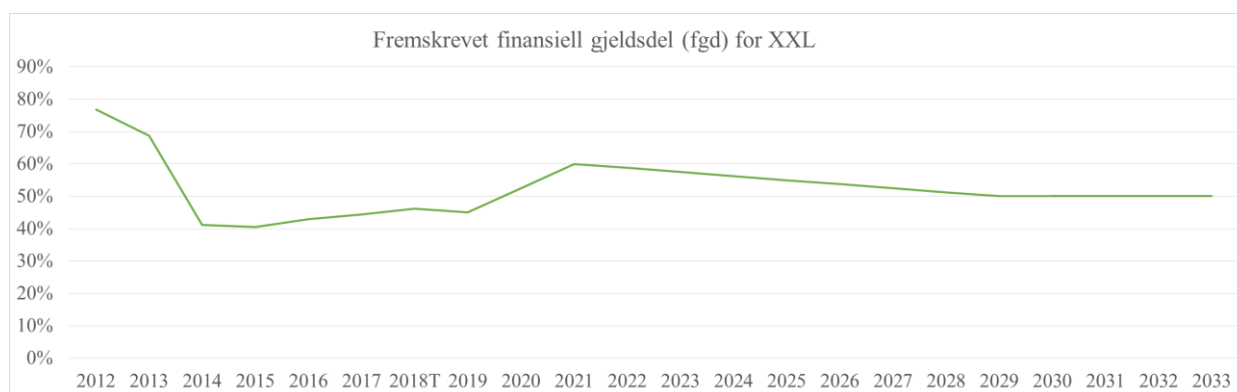
For å budsjettere netto finansiell gjeld er vi først nødt til å budsjettere finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Her analyseres først finansiell gjeld og deretter finansielle eiendeler.

Finansiell gjeld for budsjettperioden kan finnes ved:

$$FG_t = fgd_t * NDE_t$$

FG = finansiell gjeld, fgd = fremskrevet finansiell gjeldsdel, NDE = netto driftseiendeler

Den finansielle gjeldsandelen til XXL har variert noe historisk. I 2013 var det eksempelvis store kapitalendringer i forbindelse med børsnoteringen, hvilket endret kapitalstrukturen. Da var finansiell gjeldsdel 68,8 prosent. Videre ble et stort lån tilbakebetalt til aksjonærene i 2014, og etter børsnoteringen i 2014 hadde XXL en finansiell gjeldsandel på 41,2 prosent. I årene fra 2014 frem til 2018T har den finansielle gjeldsandelen holdt seg mellom 40 og 50 prosent. I figur 9-9 er utviklingen for finansiell gjeldsdel fra 2012 frem til T+3 vist.



Figur 9-9 Fremskrevet finansiell gjeldsandel for XXL over budsjettperioden

I forbindelse med ekspansjonsplanene til XXL forventes det i fremtiden økt behov for lånopptak. Som følge av justeringen vi gjennomførte kapittel 5.5 vil leie av varehus bli balanseført. På bakgrunn av det forventer vi en økt finansiell gjeldsandel på 55 prosent på mellomlang sikt (M). Videre påpeker Knivsflå (2018, F15) at for børsnoterte selskaper på Oslo Børs er det vanlig med en finansiell gjeldsandel på 50 prosent. Vi benytter oss av samme forutsetning og lar finansiell gjeldsandel for XXL være 50 prosent fra med steady state. I tabell 9-11 har vi oppsummert hvor stor den finansielle gjeldsandelen vil være ved de fire ulike budsjettpunktene vi budsjetterer med. Her ser vi at vi forventer at gjeldsandelen vil øke noe frem til 2021, før den faller tilbake til henholdsvis 55 og 50 prosent i 2025 til 2030.

fgd XXL		
Budsjettpunkter	Årstall	fgd
Budsjettpunkt 1	2019	0,451
Budsjettpunkt 2	2021	0,600
Budsjettpunkt M	2025	0,550
Budsjettpunk T	2030	0,500

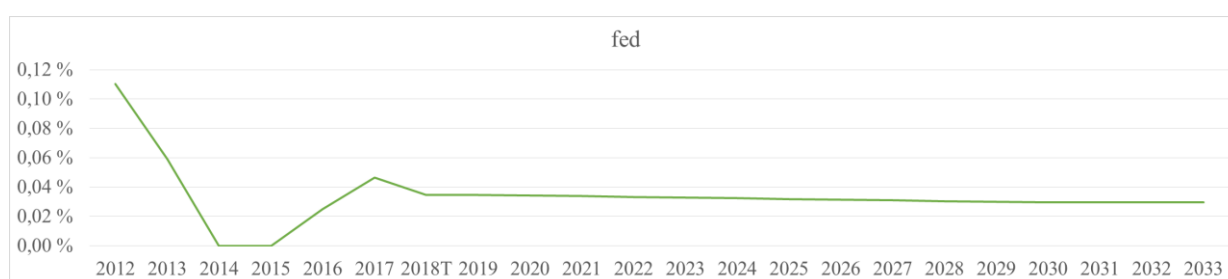
Tabell 9-11 Finansiell gjeldsandel ved ulike budsjettpunkter

Etter å ha analysert finansiell gjeldsandel går vi videre over til å analysere hvordan vi forventer finansiell eiendelsandel vil utvikle seg over budsjettperioden. Finansielle eiendeler kan beregnes på følgende måte:

$$FE_t = fed_t * NDE_t$$

der FE = finansielle eiendeler, fed = fremskrevet eiendelsandel, NDE = netto driftseiendeler

Ettersom vi allerede har beregnet netto driftseiendeler, er det kun finansiell eiendelsdel vi må legge til grunn noen antagelser for. Historisk så har XXL hatt en svært lav finansiell eiendelsdel. Dette har sammenheng med at vi kapittel 5, omgrupperte bankinnskudd og kontanter fra finansielle omløpsmidler til driftsrelaterte omløpsmidler. Dette ble gjennomgått i detalj i kapittel 5.4.2.2. Likevel har det vært hendelser og aktiviteter som har gjort at det er registrert et lite antall finansielle eiendeler i balansen til XXL, som vi har ment burde bli holdt som finansielle eiendeler. Figur 9-10 viser hvordan finansiell eiendelsdel har utviklet seg i løpet av analyseperioden fra 2012-2018T, samt for budsjettperioden fra 2019-2030. Vi antar at finansiell eiendelsdel vil ligge konstant på 3 prosent i steady state. Dette er dermed en skjønnsmessig vurdering fra vår side som skyldes at det fremstår feil å anta at denne skal ligge på null når det har vært observert år i analyseperioden hvor XXL har hatt finansiell eiendeler.



Figur 9-10 Finansiell eiendelsdel for XXL

Oppsummert netto finansiell gjeld

Ettersom vi når fremskrevet både finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel kan vi budsjettere netto finansiell gjeld, slik som nevnt innledningsvis i dette delkapitlet. Utregningen av netto finansiell gjeld for XXL i budsjettperioden er vist i tabell 9-12. Her har vi også presentert størrelsen på finansiell gjeld og finansiell eiendeler i samme periode. Slik som forventet ser vi at finansiell eiendeler holder seg på et meget lavt nivå relativt til finansiell gjeld. Dette er helt i tråd med diskusjonen vår ovenfor om at vi mener XXL vil være i besittelse av få finansielle eiendeler fremover.

Punkt		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	Symbol	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Netto driftseiendeler	NDE	10608	10590	11280	11882	12375	12742	12765	12735	12650	12511	12761	13017	13277	13543	13813
Finansiell gjeldsdel	fgd	0,45	0,53	0,60	0,59	0,58	0,56	0,55	0,54	0,53	0,51	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Finansiell gjeld	FG	4782	5564	6768	6981	7116	7167	7021	6845	6641	6412	6381	6508	6639	6771	6907
Finansiell eiendelsdel	fed	0,03 %	0,03 %	0,03 %	0,03 %	0,03 %	0,03 %	0,03 %	0,03 %	0,03 %	0,03 %	0,03 %	0,03 %	0,03 %	0,03 %	0,03 %
Finansielle eiendeler	FE	3,7	3,6	3,8	4,0	4,1	4,1	4,1	4,0	3,9	3,8	3,8	3,8	3,9	4,0	4,1
Netto finansiell gjeld	NFG	4778	5561	6764	6977	7112	7163	7017	6841	6638	6408	6377	6504	6635	6767	6903
Netto finansiell gjeldsdel	nfgd	0,45	0,53	0,60	0,59	0,57	0,56	0,55	0,54	0,52	0,51	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50

Tabell 9-12 Netto finansiell gjeld for XXL

9.3.5 Netto finansinntekt, netto finanskostnad og netto finansresultat

Ettersom XXL ikke har minoritetsinteresser vil følgende steg være det siste steget i budsjetteringen. Nå skal netto finansinntekt (NFI) og finanskostnad (NFK) budsjetteres. Dette er mulig å gjøre ettersom vi akkurat har regnet ut finansiell gjeld og finansiell eiendeler for budsjettperioden. For å finne NFI og NFK må finansiell eiendelsrentabilitet (*fer*) og finansiell gjeldsrentabilitet (*fgr*) utregnes. Dette er allerede gjort i 10.2.2 og 10.2.3. I budsjettperioden tilsvarer finansiell eiendelsrentabilitet og finansiell gjeldsrentabilitet henholdsvis finansiell eiendelskrav og finansiell gjeldskrav (Knivsflå, 2018, F15).

Netto finansinntekter kan beregnes ved følgende formel:

$$NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$$

der *fer* = finansiell eiendelsrentabilitet, *FE* = finansielle eiendeler

Ved å benytte oss av formelen ovenfor kan vi beregne netto finansinntekter for XXL i budsjettperioden. Utregningene er presentert i tabell 9-13.

Punkt		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	Symbol	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Finansiell eiendelsrentabilitet	<i>fer=fek</i>	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %
Finansiell eiendeler	<i>FE t-1</i>	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Netto finansinntekt	<i>NFI t</i>	0,16	0,19	0,18	0,19	0,20	0,20	0,21	0,20	0,19	0,18	0,17	0,16	0,16	0,16	0,17

Tabell 9-13 Fremskrevet netto finansinntekt for XXL i budsjettperioden

Fremgangsmåten for netto finanskostnader er tilnærmet lik. Forskjellen her er at vi finner netto finanskostnad ved å multiplisere finansiell gjeldsrente med finansiell gjeld. Formelen for budsjetteringen av netto finanskostnad er gitt ved:

$$NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}$$

NFK = netto finanskostnad, *fgr* = finansiell gjeldsrentabilitet, *FG* = finansiell gjeld

En viktig antagelse her er at finansiell gjeldsrente er lik finansiell gjeldskrav slik som vi beregnet i kapittel 10.2.2. Slik som det fremkommer i kapittel 8.3.3 har XXL en tidsvektet gjennomsnittlig finansieringsulempe på -2 prosent i perioden 2012-2018T. Det gjennomsnittlige gjeldskravet var 1,97 prosent, mens gjeldsrenten var 3,55 i analyseperioden

fra 2012-2018T. De betyr at XXL har betalt mer renter enn de opprinnelig trenger som følge av lavere gjeldskrav enn rente. På lang sikt antar vi at den finansielle gjeldsrenten vil bli lik kravet slik som rammeverkets forutsetninger i den fundamentale verdsettelsen om at kapitalmarkedet er perfekte og det ikke skal være mulig å oppnå unormal høy avkastning over tid (Knivsflå, 2018, F15). Tabell 9-14 viser utviklingen i netto finanskostnad for XXL.

Punkt		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	Symbol	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Finansiell gjeldsrentabilitet	fg _r =fg _k	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %
Finansiell gjeld	FG t-1	3995	4782	5564	6768	6981	7116	7167	7021	6845	6641	6412	6381	6508	6639	6771
Netto finanskostnad	NFK t	73	91	110	150	172	193	212	219	224	228	231	229	234	239	243

Tabell 9-14 Fremskrevet netto finanskostnad for XXL

Oppsummering av netto finansresultat

Til slutt kan netto finansinntekter og netto finanskostnader legges sammen for å finne netto finansresultat. Netto finansresultat for budsjettperioden er vist i tabell 9-15. Her ser vi at netto finansresultat er negativt alle årene hvilket kommer av at netto finanskostnader alltid er større enn netto finansinntekter. Slik som nevnt er årsaken til de lave netto finansinntektene at vi forventer at XXL vil ha lite finansiell eiendeler. Det skyldes at vi i analyseperioden mener at både bankinnskudd og kontanter i balansen til XXL er driftsrelatert, og ikke finansrelatert. Vi henviser til diskusjonen rundt denne omgrupperingen i kapittel 5.4.2.2.

Oppsummering av netto finansresultat		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Netto finansinntekt	NFI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Netto finanskostnad	NFK	73	91	110	150	172	193	212	219	224	228	231	229	234	239	243
(=) Netto finansresultat	NFR	-72	-90	-110	-150	-172	-193	-212	-219	-224	-228	-230	-229	-234	-239	-243

Tabell 9-15 Oppsummert fremskrevet netto finansresultat for XXL

9.4 Fremtidsregnskap

I de tidligere delkapitlene har vi lagt grunnlaget for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. I dette delkapitlet ønsker vi å presentere fremtidsregnskapet for XXL. Dette innebærer at vi presenterer fremtidsresultatregnskapet, fremtidsbalansen og fremtidig kontantstrøm. Alle disse delene er svært sentrale for den videre oppgaven. Sammen vil kapittel 9 og kapittel 10 om fremtidskrav danne grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen vi gjennomfører i kapittel 11.

9.4.1 Fremtidsresultat

Vi begynner med å presentere fremtidsresultatet til XXL. Dette er vist i tabell 9-16. Nettoresultat til egenkapital og netto utbetalt utbytte er beregnet residualt slik som Knivsflå (2018, F15) foreslår.

Fremtidsregnskap for XXL i MNOK	Punkt	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
	Symbol	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Driftsinntekter	DI	10859	12035	13238	14396	15476	16443	17265	18025	18710	19309	19811	20207	20611	21023	21444
Netto driftsresultat	NDR	512	585	662	684	696	699	691	698	702	700	693	707	721	736	751
Netto finansinntekt	NFI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Netto resultat til sysselsatt kapital	NRS	512	585	662	684	697	699	691	699	702	700	694	707	722	736	751
Netto finanskostnad	NFK	73	91	110	150	172	193	212	219	224	228	231	229	234	239	243
Netto minoritetsresultat	NMR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Netto resultat til egenkapitalen	NRE	440	494	552	534	524	506	479	480	477	472	463	478	488	497	507
Unormalt resultat til egenkapitalen	UNRE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat	FNR	440	494	552	534	524	506	479	480	477	472	463	478	488	497	507
Netto betalt utbytte	NBU=FI	-742	1294	1066	144	166	191	309	334	358	382	181	350	357	364	372
Endring i egenkapital	endring	1182	-800	-514	389	358	315	169	146	119	90	282	128	130	133	136

Tabell 9-16 Fremtidsresultat for XXL

Netto betalt utbytte i fremtidsresultatet tilsvarende fri kontantstrøm til egenkapitalen i fremtidskontantstrømmen, hvilket forteller oss at det er konsistens mellom resultat, balanse og kontantstrøm.

9.4.2 Fremtidsbalanse

Videre vil fremtidsbalansen presenteres i dette avsnittet. Her vil vi legge frem både balansen for sysselsatt kapital og netto driftskapital. Egenkapitalen finnes residualt ved å trekke netto finansiell gjeld fra netto driftseiendeler (Knivsflå, 2018, F15). I tabell 9-17 har vi presentert balansen for sysselsatt kapital. I tabell 9-18 har vi presentert fremtidsbalansen i XXL for netto driftskapital.

Fremtidsbalanse XXL i MNOK	Punkt	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
SSK- Balanse	År	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
(=) Netto driftseiendeler	NDE	10608	10590	11280	11882	12375	12742	12765	12735	12650	12511	12761	13017	13277	13543	13813
(+) Finansielle eiendeler	FE	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
(=) Sysselsatte eiendeler	SSE	10611	10594	11284	11886	12379	12746	12769	12739	12654	12515	12765	13021	13281	13547	13818
Egenkapital (uten min)	EK	5829	5030	4516	4905	5263	5579	5748	5894	6013	6103	6385	6512	6642	6775	6911
(+) Finansiell gjeld	FG	4782	5564	6768	6981	7116	7167	7021	6845	6641	6412	6381	6508	6639	6771	6907
(+) Minoritet	MI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(=) Sysselsatt kapital	SSK	10611	10594	11284	11886	12379	12746	12769	12739	12654	12515	12765	13021	13281	13547	13818

Tabell 9-17 Fremtidsbalanse sysselsatt kapital for XXL

Fremtidstilstand XXL i MNOK	Punkt	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
SSK- Balanse	År	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Netto driftseiendeler	NDE	10608	10590	11280	11882	12375	12742	12765	12735	12650	12511	12761	13017	13277	13543	13813
Egenkapital (uten min)	EK	5829	5030	4516	4905	5263	5579	5748	5894	6013	6103	6385	6512	6642	6775	6911
(+) Netto finansiell gjeld	NFG	4778	5561	6764	6977	7112	7163	7017	6841	6638	6408	6377	6504	6635	6767	6903
(+) Minoritet	MI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Netto driftskapital	NDK	10608	10590	11280	11882	12375	12742	12765	12735	12650	12511	12761	13017	13277	13543	13813

Tabell 9-18 Fremtidstilstand netto driftskapital for XXL

9.4.3 Fremtidig kontantstrøm

Til slutt presenteres fremtidig kontantstrøm for XXL i tabell 9-19. I den fremtidige kontantstrømmen har vi vist kontantstrømmene til de ulike kapitalene som drift, sysselsatt kapital og egenkapital. Disse vil vise seg å være svært nyttige for verdsettelsen i kapittel 11. eksempelvis vil vi ved bruk av egenkapitalmetoden i 11.2 bruke fri kontantstrøm til egenkapital (FKE), og i kapittel 11.3 vil vi bruke både frikontantstrøm drift og sysselsatt kapital (FKD og FKS) i selskapskapitalmetoden. Input til kontantstrømmen baseres seg på alle utregningene vi har gjort tidligere i dette kapitlet.

Fremtidskontantstrøm XXL i MNOK	Punkt	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
	År	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Netto driftsresultat	NDR	512	585	662	684	696	699	691	698	702	700	693	707	721	736	751
(+) Unormalt netto driftsresultat	UNDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Endring netto driftseiendeler	endring NDE	1969	-17	690	602	493	367	23	-30	-84	-139	250	255	260	266	271
(=) Justert fri kontantsstrøm drift	FKD	-1457	602	-28	82	203	332	668	728	786	839	443	452	461	470	480
(+) Netto finansinntekter	NFI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) Unormalt netto finansresultat	UNFI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Endring finansielle eiendeler	FE	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(=) Fri kontantsstrøm sysselsatt kapital	FKS	-1457	602	-28	82	203	332	668	729	786	839	443	452	461	470	480
(-) Netto finanskostnad	NFK	73	91	110	150	172	193	212	219	224	228	231	229	234	239	243
(+) Endring finansiell gjeld	endring FG	787	782	1204	212	135	52	-147	-176	-203	-229	-31	128	130	133	135
(-) Netto minoritetsresultat	NMR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Unormalt netto minoritetsresultat	UNMR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Endring minoritetsinteresser	endring MI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(=) Fri kontantstrøm egenkapital	FKE	-742	1294	1066	144	166	191	309	334	358	382	181	350	357	364	372

Tabell 9-19 Fremtidig fri kontantstrøm for XXL

10 Fremtidskrav

I dette kapitlet beregnes fremtidskravene til XXL. Dette gjøres ettersom fremtidskravene benyttes som diskonteringsrenten i den fundamentale verdsettelsen av selskapet i kapittel 11. De historiske avkastningskravene ble beregnet i kapittel 7. Kapittel 7 og 10 bygger på de samme teoriene rundt avkastningskrav. Derfor vil dette kapitlet i mindre grad gjengi den tidligere teorien, men heller referere til de aktuelle delkapitlene i kapittel 7.

I tråd med rammeverket for fundamental verdsettelse vil fremtidskravene i kapittel 10 basere seg på budsjetterte vekter fra kapittel 9 om fremtidsregnskap. I den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11 vil derimot fremtidskravene benyttes med verdibaserte vekter, noe som gjør at kravene blir verdibaserte. Kravene vil gjennom en stegvis konvergensprosess bli justert til verdibaserte krav (Knivsflå, 2018, F16). I de påfølgende delkapitlene beregnes de ulike fremtidskravene som trengs for den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. I slutten av kapitlet presenteres også en analyse av fremtidig superrentabilitet.

10.1 Fremtidig avkastningskrav for egenkapital

Ettersom fremtidig avkastningskrav til egenkapitalen er nødvendig i egenkapitalmetoden for den fundamentale verdsettelsen skal denne nå beregnes her. På samme måte som i kapittel 7 må enkelte parametere estimeres før fremtidskravet til egenkapitalen kan beregnes. Disse parametere er fremdeles risikofri rente, illikviditetspremie, markedets risikopremie og egenkapitalbetaen. Kapitalverdimodellen og dens forutsetninger legges til grunn, og det refereres til kapittel 7 for generell teori. Ettersom XXL ikke forventes å ha minoritetsinteresser i fremtiden vil følgelig ikke fremtidskrav for minoriteter regnes ut. Slik som nevnt i kapittel 9 antas skattesatsen å være 22 prosent over hele budsjettperioden. Dette skyldes forslaget i statsbudsjettet for 2019 om å sette ned skattesatsen for å blant annet frigjøre kapital i norske bedrifter, slik at Norge kan bli mer konkurransedyktige sammenlignet med andre europeiske land (Virke, 2018a).

10.1.1 Risikofri rente

Ifølge Knivsflå (2018, F16) er risikofri rente tilbakevendende til gjennomsnittet. Dette gjelder ved framskrivning av risikofri rente. Dette betyr at uavhengig av om den risikofrie renten er høy eller lav i dag så skal den reverseres tilbake til «normalrenten» fra og med steady state

(Knivsflå, 2018, F16). Slik som i kapittel 7 må risikofri rente i fremtiden også justeres for skatt i utregningen av avkastningskrav til egenkapitalen etter skatt. Selv om det forventes at risikofri rente er tilbakevendende vil det likevel være heftet usikkerhet om hva den faktisk vil bli. Dette kan gi konsekvenser for den fundamentale verdsettelsen. Dersom risikofri rente etter skatt overvurderes vil dette kunne føre til et høyere fremtidskrav for egenkapitalen til XXL. Dette kan potensielt føre til at egenkapitalen til XXL undervurderes, ettersom diskonteringsfaktoren følgelig økes.

For å finne normalrenten foreslår Knivsflå (2018, F16) å vekte gjennomsnittlig tre måneders NIBOR rente med en blanding av en norsk 10-årig og en amerikansk 30-årig statsobligasjon. Dette forutsettes her, og kan uttrykkes slik som i Knivsflå (2018, F16):

$$\text{Normal rente} = \frac{2}{3} * \text{Gjennomsnittlig månedlig NIBOR} + \frac{1}{3} * \text{Norsk(10)og Amerikansk(30)}$$

Der NIBOR = gjennomsnittlig NIBOR over perioden 1996-2017, som utgjør 3,7%. Norsk (10) = Norsk 10-årig statsobligasjon, Amerikansk (30) = Amerikansk 30-årig statsobligasjon.

Blandingen av norsk og amerikansk statsobligasjon er 50 prosent av hver, og utgjorde henholdsvis 1,96 prosent og 3,13 prosent i februar 2018 (Knivsflå, 2018, F16). Tabell 10-1 viser framskrivningen av risikofri rente i budsjettperioden. Risikofri rente før skatt finnes ved å trekke kredittrisikopremie fra normalrenten. Deretter justeres renten for skatten.

Punkt	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Rating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Nibor-rente 3 måneder	0,010	0,011	0,012	0,016	0,019	0,022	0,025	0,027	0,029	0,031	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033
(-) kredittrisikopremie	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
(=) Risikofri rente før skatt	0,005	0,006	0,007	0,011	0,014	0,017	0,020	0,022	0,024	0,026	0,028	0,028	0,028	0,028	0,028
(-) skatt	0,001	0,001	0,002	0,002	0,003	0,004	0,004	0,005	0,005	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
(=) Risikofri rente etter skatt	0,004	0,005	0,006	0,008	0,011	0,013	0,016	0,017	0,019	0,020	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022

Tabell 10-1 Fremskrevet risikofri rente

10.1.2 Illikviditetspremie

Illikviditetspremien for fremtiden vil basere seg på historisk illikviditetspremie for perioden 2012 til 2018T. Denne premien ble fastsatt til å være 0,5 prosent for XXL i kapittel 7.1.3. Denne holdes konstant i hele budsjettperioden. Det anses verken som mer eller mindre sannsynlig at graden av «innlåsing» og illikviditet for å eie en XXL aksje vil endre seg i fremtiden.

10.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie ble beregnet i delkapittel 7.1.2. Tidsvektet snitt var 5 prosent. Det hefter noe usikkerhet rundt hva den nøyaktige markedsrisikopremien er, men det er konsensus rundt at en risikopremie på 5 prosent virker rimelig (PWC, 2017). I tillegg vurderes det i Knivsfå (2018, F16) til at en premie på 5 prosent er et akseptabelt estimat for budsjettperioden. På bakgrunn av dette forutsetter vi en 5 prosent markedsrisikopremie over hele budsjettperioden. Tabell 10-2 viser at markedsrisikopremien er konstant over hele perioden.

Punkt		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	Symbol	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
markedets risikopremie	mrp	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05

Tabell 10-2 Fremskrevet konstant markedsrisikopremie

10.1.4 Egenkapitalbeta

Den årlige egenkapitalbetaen i budsjettperioden må estimeres på samme måte som i kapittel 7. Dette skyldes at egenkapitalbetaen ikke holder seg konstant over budsjettperioden slik som netto driftsbetaen. I kapittel 7 ble det slått fast at netto driftskapitalbetaen forholder seg konstant som følge av Miller-Modigliani's første preposisjon. Tidligere i kapittel 7, ble gjennomsnittlig egenkapitalbeta funnet ved regresjon av daglige avkastninger på XXL aksjen mot avkastningen på Oslo Børs. Denne ble først justert før den ble benyttet til å finne netto driftskapitalbetaen, før den årlige egenkapitalbetaen ble estimert implisitt. Det samme gjøres her, og fremskrevet årlig egenkapitalbeta for XXL er presentert i tabell 10-3.

Punkt		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	Symbol	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Egenkapitalbeta	BEK	0,67	0,66	0,76	0,90	0,87	0,85	0,82	0,80	0,78	0,76	0,74	0,72	0,72	0,72	0,72
* Egenkapitalvekt	EK/NDK	0,54	0,55	0,47	0,40	0,41	0,43	0,44	0,45	0,46	0,48	0,49	0,50	0,50	0,50	0,50
(+) Egenkapitalbeta	BEK	0,67	0,66	0,76	0,90	0,87	0,85	0,82	0,80	0,78	0,76	0,74	0,72	0,72	0,72	0,72
* Minoritetsandel	MI/NDK	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
(+) Netto finansiell gjeldsbeta	BNFG	0,007	0,007	0,007	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
* Netto finansiell gjeldsandel	NFG/NDK	0,46	0,45	0,53	0,60	0,59	0,57	0,56	0,55	0,54	0,52	0,51	0,50	0,50	0,50	0,50
(=) Netto driftskapitalbeta	BNDK	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364

Tabell 10-3 Fremskrevet egenkapitalbeta for XXL

10.1.5 Fremtidig avkastningskrav for egenkapitalen

Basert på delkapitlene ovenfor er alle nødvendige parametere for å beregne fremtidig avkastningskrav til egenkapitalen for XXL fastsatt. Egenkapitalkravet for XXL for budsjettperioden 2019 til 2030 er presentert i tabell 10-4. For en mer utdypende diskusjon av CAPM henvises det til teorien presentert i kapittel 7.1. Avkastningskravet til egenkapitalen

forholder seg stabilt over budsjettperioden, med unntak fra 2019 til 2021 hvor avkastningskravet er noe lavere. Fra steady state (T) i år 2030 er egenkapitalkravet etter skatt 6,3 prosent. Økningen skyldes at både risikofri rente etter skatt og egenkapitalbetaen er høyere i 2030 enn i 2019.

Punkt		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	Symbol	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Risikofri rente etter skatt	rf * (1-s)	0,004	0,005	0,006	0,008	0,011	0,013	0,016	0,017	0,019	0,020	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022
(+) Egenkapitalbeta	bEK	0,671	0,657	0,759	0,899	0,872	0,847	0,823	0,800	0,779	0,758	0,739	0,721	0,721	0,721	0,721
* markedsrisikopremie	mrp	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	0,050
(=) Egenkapitalkrav- CAPM		0,038	0,038	0,044	0,053	0,054	0,055	0,057	0,057	0,058	0,058	0,059	0,058	0,058	0,058	0,058
(+) Illikviditetspremie majoritet	illp	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
(=) Egenkapitalkrav etter skatt	ekk	0,043	0,043	0,049	0,058	0,059	0,060	0,062	0,062	0,063	0,063	0,064	0,063	0,063	0,063	0,063

Tabell 10-4 Fremskrevet avkastningskrav til egenkapitalen for XXL

10.2 Finansielle avkastningskrav

I dette kapittelet vil de ulike fremtidige finansielle avkastningskravene til XXL beregnes. Disse er avkastningskrav til finansiell gjeld, avkastningskrav til finansielle eiendeler og avkastningskrav til netto finansiell gjeld. Beregningen av disse kravene tar også utgangspunkt i de finansielle avkastningskravene i kapittel 7. I tillegg benyttes balanseposter fra kapittel 9 for å anvende riktige vekter. Før kravene beregnes må den syntetiske ratingen for XXL i budsjettperioden redegjøres for, ettersom eventuelt endret syntetisk rating vil påvirke hvilken kredittrisikopremie som skal legges til grunn i beregningene av de finansielle avkastningskravene.

10.2.1 Syntetisk rating

Først er det noen viktige forutsetninger som må legges til grunn i den syntetiske ratingen for fremtiden. Syntetisk rating ble gjennomført i risikoanalysen i kapittel 6, og syntetisk rating dannes på bakgrunn av en vurdering av hvor godt selskapet presterer innen fire ulike nøkkeltall: Likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. I den syntetiske ratingen i kapittel 6 baserte beregningene seg på historiske tall. Derimot er det heftet større usikkerhet om fremtiden. Derfor gjøres ratingen her etter beste skjønn, og basert på hva vi mener er rimelige forutsetninger i lys av hva litteraturen sier. Den syntetiske ratingen er presentert nedenfor i tabell 10-5.

For likviditetsgrad 1 fremskrives denne til historisk tidsvektet bransjegjennomsnitt på 1,70. Dette ble beregnet i kapittel 6.1.1. Dette forholdstallet ble også verdivektet basert på det enkelte

selskaps andel av total omsetning i bransjen. Vi har her valgt å la likviditetsgraden konvergere lineært til bransjegjennomsnittet. Dette innebærer at likviditetsgrad 1 øker fra 1,41 i 2019 til 1,70 i steady state. Bakgrunnen for at vi gjør denne antagelsen er at vi fra fremtidsregnskapet ikke har tilstrekkelig informasjon til å regne ut likviditetsgrad 1 på riktig måte. Fremtidsregnskapet gir oss ikke informasjon om andelen omløpsmidler og kortsiktig gjeld som vi kan forvente fremover. Ved å velge bransjegjennomsnittet så følger det at XXLs likviditetsgrad forventes å øke. Ut i fra dette kan vi dermed tolke at XXLs andel omløpsmidler vil øke relativt til kortsiktig gjeld sammenlignet med tidsvektet snitt i analyseperioden fra 2012 til 2018T på 1,54.

Framskrivningen av rentedekningsgraden kan vi imidlertid estimere mer nøyaktig, ettersom vi fra fremtidsregnskapet i kapittel 9 har estimert netto driftsresultat, netto finansinntekter og netto finanskostnader. Vi ser av tabell 10-5 at rentedekningsgraden faktisk vil falle utover i analyseperioden, men stabilisere seg på 3,08 i steady state. Dette betyr at XXL forventes å få en redusert evne i betjeningen av de løpene finanskostnadene, ettersom andelen netto driftsresultat og netto finansinntekter vil utgjøre en mindre andel av netto finanskostnadene. Vi mener at dette også er rimelig å anta, ettersom vi på sikt forventer at driftsinntektene vil vokse mindre enn de historisk har gjort, noe som følgelig vil redusere netto driftsresultat.

Egenkapitalprosenten er beregnet ved andelen egenkapital av sysselsatt kapital, justert med tidsvektet gjennomsnitt av den historiske andelen sysselsatt kapital i forhold til total kapital. Justeringsfaktoren er 85,89 prosent. Vi ser i tabell 10-5 at egenkapitalprosenten vil falle noe i begynnelsen. Fra 2019 faller egenkapitalprosenten fra 46,5 prosent ned til 33,8 prosent i 2021, før den vil stige jevnt til 42,3 prosent i steady state.

Netto driftsrentabilitet er på samme måte som rentedekningsgraden beregnet med utgangspunkt i fremtidsregnskapet. Her er netto driftsrentabilitet beregnet basert på inngående netto driftseiendeler.

Punkt	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
Syntetisk rating XXL	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Likviditetsgrad 1	1,41	1,44	1,48	1,51	1,54	1,57	1,60	1,64	1,67	1,70	1,73	1,70	1,70	1,70	1,70
Rating:	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rentedeckningsgrad	7,06	6,45	6,02	4,55	4,04	3,62	3,26	3,19	3,13	3,07	3,01	3,08	3,08	3,08	3,08
Rating:	AA	AA	A	A	A	AA	AA	AA	A	A	A	A	A	A	A
Egenkapitalprosent	46,5%	40,2%	33,8%	34,9%	36,0%	37,0%	38,1%	39,1%	40,2%	41,2%	42,3%	42,3%	42,3%	42,3%	42,3%
Rating:	BBB	BBB	BB	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	5,93 %	5,51 %	6,25 %	6,06 %	5,86 %	5,65 %	5,42 %	5,47 %	5,51 %	5,53 %	5,54 %	5,54 %	5,54 %	5,54 %	5,54 %
Rating:	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Gjennomsnittsrating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 10-5 Syntetisk rating for XXL i budsjettperioden

Dermed gjenstår det å finne gjennomsnittsratingen for hele budsjettperioden. Dette gjøres på samme måte som i kapittel 6 med utgangspunkt i ratingforslag presentert i Knivsflå (2018, F9). Basert på vår rating mener vi at XXL kvalifiserer seg til å opprettholde sin BBB-rating i fremtiden. Det har vært noen grensetilfeller mellom BBB og BB- rating enkelte år, men etter en helhetsvurdering har vi valgt å opprettholde BBB -rating fordi vi ikke ønsker å undervurdere egenkapitalen til XXL i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11.

10.2.2 Avkastningskrav til finansiell gjeld

I tabell 10-6 er avkastningskravet til finansiell gjeld for budsjettperioden presentert. Kredittrisikopremien ble fastsatt på bakgrunn av den syntetiske ratingen gjennomført i forrige delkapittel. Finansielt gjelds krav stiger jevnt frem til steady state, og stabiliserer seg på 3,6 prosent. Bakgrunnen for denne økningen skyldes risikofri rente som venter tilbake til gjennomsnittet. Finansielt gjelds krav øker frem til steady state i år T før den blir konstant. Vi viser til kapittel 10.1.1 for utviklingen i fremskrevet risikofri rente.

Punkt		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	Symbol	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Risikofri rente etter skatt		0,004	0,005	0,006	0,008	0,011	0,013	0,016	0,017	0,019	0,020	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022
(+) Kredittrisikopremie lang	krp	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
(-) Finansielt gjelds krav	fgk	0,018	0,019	0,020	0,022	0,025	0,027	0,030	0,031	0,033	0,034	0,036	0,036	0,036	0,036	0,036

Tabell 10-6 Fremskrevet avkastningskrav til finansiell gjeld

10.2.3 Avkastningskrav til finansielle eiendeler

Ettersom fremtidsregnskapet ikke inneholder detaljert informasjon om de ulike formene for finansielle eiendeler, slik som investeringer, kontanter og finansielle fordringer, skaper dette noen begrensninger i beregningen av finansielt eiendelskrav. I kapittel 9 slo vi fast at vi forventer at XXL vil ha en viss andel finansielle eiendeler i fremtiden. Vi setter en skjønnsbasert inndeling av investeringer, kontanter og finansielle fordringer på henholdsvis 20, 40 og 40 prosent av finansielle eiendeler i steady state. Dermed antar vi at disse størrelsene utvikler seg

lineært over budsjettperioden fra 2019 og frem til steady state. Kontantkravet er fremdeles satt lik risikofri rente etter skatt, ettersom det er rimelig at kontanter anses som risikofrie (Kaldestad & Møller, 2016). Fordrings- og investeringskravet bygger på tilsvarende antagelser som i kapittel 6. Finansielt eiendelskrav reduseres fra 5,4 prosent i 2019 til 4,2 prosent i steady state. Det er verdt å bemerke at denne reduksjonen i stor grad skyldes at investeringsveksten (INV/FE) er antatt å falle utover i perioden. Dette betyr at dersom vi hadde antatt at investeringsveksten ville ha vært høyere i fremtiden, så ville finansielt eiendelskrav blitt større enn hva den er nå. Det skyldes at investeringskravet er relativt høyt sammenlignet med kontantkravet og fordringskravet. Utregningen av finansielt eiendelskrav er presentert nedenfor i tabell 10-7.

Punkt		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Kontantkrav		0,004	0,005	0,006	0,008	0,011	0,013	0,016	0,017	0,019	0,020	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022
*kontantvekt	KON/FE	0,000	0,018	0,036	0,055	0,073	0,091	0,109	0,127	0,145	0,164	0,182	0,200	0,200	0,200	0,000
(+) fordringskrav		0,014	0,015	0,016	0,018	0,021	0,023	0,026	0,027	0,029	0,030	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032
* fordringsvekt	FOR/FE	0,000	0,036	0,073	0,109	0,145	0,182	0,218	0,255	0,291	0,327	0,364	0,400	0,400	0,400	0,400
(+) investeringskrav		0,054	0,055	0,056	0,058	0,061	0,063	0,066	0,067	0,069	0,070	0,072	0,072	0,072	0,072	0,072
* investeringsvekt	INV/FE	1,000	0,945	0,891	0,836	0,782	0,727	0,673	0,618	0,564	0,509	0,455	0,400	0,400	0,400	0,400
(=) Finansielt eiendelskrav fek		0,054	0,053	0,051	0,051	0,050	0,050	0,050	0,048	0,047	0,046	0,044	0,042	0,042	0,042	0,042

Tabell 10-7 Avkastningskrav til finansielle eiendeler

10.2.4 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Ettersom vi nå har regnet ut både finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav, har vi all nødvendig informasjon for å beregne netto finansielt gjeldskrav. Dette er vist i tabell 10-8. Ettersom finansielle eiendeler utgjør nesten en ubetydelig del av netto finansiell gjeld ser vi at kravet til finansielle eiendeler tilegnes lite vekt, og påvirker således ikke netto finansielt gjeldsgrad noe særlig. Dermed blir finansielt gjeldskrav tilnærmet lik netto finansielt gjeldskrav. Vi ser også av tabellen at netto finansielt gjeldskrav øker fra 1,8 prosent i 2018 til omtrent 3,6 prosent i 2030. For poengets skyld ønsker vi å bemerke at valg av syntetisk rating i stor grad påvirker netto finansielt gjeldskrav. Det skyldes at ratingen påvirker kredittrisikopremien i utregningen av finansielt gjeldskrav, som igjen er en viktig input i beregning av kravet til netto finansiell gjeld.

Punkt		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	Symbol	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Krav til finansiell gjeld	fgk	0,018	0,019	0,020	0,022	0,025	0,027	0,030	0,031	0,033	0,034	0,036	0,036	0,036	0,036	0,036
*Finansiell gjeld/ Netto finansiell gjeld	FG/NFG	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001
(-) Krav til finansielle eiendeler	fek	0,054	0,053	0,051	0,051	0,050	0,050	0,050	0,048	0,047	0,046	0,044	0,042	0,042	0,042	0,042
* finansielle eiendeler/netto finansiell gjeld	FE/NFG	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
(=) Krav til netto finansiell gjeld	nfgk	0,018	0,019	0,020	0,022	0,025	0,027	0,030	0,031	0,033	0,034	0,036	0,036	0,036	0,036	0,036

Tabell 10-8 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

10.2.5 Beta for finansielle eiendeler, gjeld og netto finansiell gjeld

I dette delkapittelet presenteres betaene for finansielle eiendeler, finansiell gjeld og netto finansiell gjeld for budsjettperioden 2019 til 2030. Beregningen av finansiell eiendelsbeta er gjort på tilsvarende måte som i 7.2.4. Kort oppsummert benytter vi oss av den samme markedsrisikodelen (mrd) som ble funnet i kapittel 7, hvor markedsrisikodelen ble funnet ved å justere markedsrisikodelen til egenkapitalen med en justeringsfaktor for gjeld. Kontantvektene, fordringsvekten og investeringsvekten ble skjønsmessig fastsatt i beregningen av finansielt eiendelskrav i 10.2.3. Tabell 10-9 viser fremskrevet finansiell eiendelsbeta for hele budsjettperioden. Vi ser at denne stabiliserer seg på 0,402 i steady state.

Punkt		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	Symbol	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Syntetisk rating		BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Lang kreditrisikopremie		0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
Langtillegget		0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
(=) Kort kreditrisikopremie krp		0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
/ Markedsrisikopremien	mrp	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	0,050
(=) Fordringsbeta når mrd=1		0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200
* Markedsrisikodel	mrd	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029
(=) Fordringsbeta	βFOR	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
Kontantbeta	βKON	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
*Kontantvekt	KON/FE	0,000	0,018	0,036	0,055	0,073	0,091	0,109	0,127	0,145	0,164	0,182	0,200	0,200	0,200	0,000
(+) Fordringsbeta	βFOR	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
* Fordringsvekt	FOR/FE	0,000	0,036	0,073	0,109	0,145	0,182	0,218	0,255	0,291	0,327	0,364	0,400	0,400	0,400	0,000
(+) Investeringsbeta	βINV	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	1,000
* Investeringsvekt	INV/FE	1,000	0,945	0,891	0,836	0,782	0,727	0,673	0,618	0,564	0,509	0,455	0,400	0,400	0,400	0,400
(=) Finansiell eiendelsbeta	βFE	1,000	0,946	0,891	0,837	0,783	0,728	0,674	0,620	0,565	0,511	0,457	0,402	0,402	0,402	0,402

Tabell 10-9 Finansiell eiendelsbeta for budsjettperioden

Beregningen av fremskrevet finansiell gjeldsbeta for budsjettperioden er vist i tabell 10-10.

Punkt		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	Symbol	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Markedsrisikodel	mrd	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029
* Kreditrisikopremie	krp	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
/ Markedspremie	mrp	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	0,050
(=) Finansiell gjeldsbeta	βFG	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008

Tabell 10-10 Finansiell gjeldsbeta for budsjettperioden

Ettersom vi nå har beregnet betaene for finansielle eiendeler og finansiell gjeld i budsjettperioden, kan vi regne ut netto finansiell gjeldsbeta på samme måte som gjort i kapittel 7.2.6. Gjelds- og eiendelsvektene baserer seg på fremtidsbalansen fra kapittel 9. Legg merke til at netto finansiell gjeldsbeta i tabell 10-11 holder seg tilnærmet konstant over hele analyseperioden. Forklaringen på dette er intuitiv og kan begrunnes med tidligere nevnte resonneringer om at XXL vil være i besittelse av lite finansielle eiendeler i tiden fremover. Dette betyr at betaen for finansielle eiendeler tillegges lite vekt i beregningen av netto finansiell

gjeldsbeta. Dermed vil netto finansiell gjeldsbeta være tilnærmet lik finansiell gjeldsbeta. Dette kan observeres i tabell 10-10, hvor finansiell gjeldsbeta holder seg konstant i hele budsjettperioden.

Punkt		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	Symbol	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Finansiell gjeldsbeta	βFG	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
* Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001
(-) Finansiell eiendelsbeta	βFE	1,000	0,946	0,891	0,837	0,783	0,728	0,674	0,620	0,565	0,511	0,457	0,402	0,402	0,402	0,402
* Finansiell eiendelsvekt	FE/NFG	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
(=) Netto finansiell gjeldsbeta	βNFG	0,007	0,007	0,007	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008

Tabell 10-11 Netto finansiell gjeldsbeta for budsjettperioden

10.3 Selskapskrav

Før vi gjennomfører en strategisk rentabilitetsanalyse er vi nødt til å beregne fremtidige selskapskrav. Dette er vi nå i stand til å gjøre ettersom nødvendige avkastningskrav som inngår i beregningen av selskapskrav ble beregnet i de forrige delkapitlene. Følgelig skal avkastningskrav til sysselsatt kapital og netto driftskapital beregnes. De ulike kapitalvektene baserer seg på fremtidsbalansen presentert i kapittel 9. Alle vektene er beregnet på inngående balansetall. Det vil si at egenkapitalens andel av sysselsatt kapital i år 2020 baserer seg på utgående balansetall fra året før. Vi minner fremdeles om at XXL ikke har minoritetsinteresser, slik at minoritetsvektene alltid blir null og følgelig blir tilhørende minoritetskrav også null. For ordens skyld har vi likevel valgt å inkludere disse i beregningene. Egenkapitalkravet sammen med selskapskravene er nødvendige komponenter når vi i kapittel 11 skal starter å verdsettelse egenkapitalen til XXL.

10.3.1 Avkastningskrav til sysselsatt kapital

Avkastningskravet til sysselsatt kapital for budsjettperioden beregnes på samme måte som i 7.5 for historiske krav. Over budsjettperioden forventes kravet til sysselsatt kapital å stige jevnt fra 3,1 prosent i 2019 til 4,9 prosent i steady state hvor kravet stabiliserer seg. Slik vi ser av tabell 10-12, kan økningen i kravet til sysselsatt kapital forklares ut fra at både egenkapitalkravet og finansielt gjelds krav har økt over hele perioden.

Punkt		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	Symbol	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Krav til egenkapital	ekk	0,043	0,043	0,049	0,058	0,059	0,060	0,062	0,062	0,063	0,063	0,064	0,063	0,063	0,063	0,063
* Egenkapitalens andel av SSK	EK/SSK	0,538	0,549	0,475	0,400	0,413	0,425	0,438	0,450	0,463	0,475	0,488	0,500	0,500	0,500	0,500
(+) Krav til minoritet	mik	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Andel minoret av SSK	MI/SSK	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
(+) Krav til finansiell gjeld	fgk	0,018	0,019	0,020	0,022	0,025	0,027	0,030	0,031	0,033	0,034	0,036	0,036	0,036	0,036	0,036
* Finansiell gjeldsandel av SSK	FG/SSK	0,462	0,451	0,525	0,600	0,587	0,575	0,562	0,550	0,537	0,525	0,512	0,500	0,500	0,500	0,500
(=) Krav til sysselsatt kapital	skk	0,031	0,032	0,034	0,037	0,039	0,041	0,044	0,045	0,047	0,048	0,050	0,049	0,049	0,049	0,049

Tabell 10-12 Fremskrevet avkastningskrav til sysselsatt kapital

Avkastningskravet til sysselsatt kapital inngår forøvrig som avkastningskravet (diskonteringsrenten) til de fremtidige kontantstrømmene til sysselsatt kapital i selskapsmetoden. Dermed vil vi benytte oss av kravet til sysselsatt kapital senere i kapittel 11.

10.3.2 Avkastningskrav til netto driftskapital

Avkastningskravet til netto driftskapital er beregnet på samme måte som i kapittel 7.5. Vi gjør oppmerksom på at avkastningskravet til netto driftskapital er tilnærmet likt avkastningskravet til sysselsatt kapital. Forklaringen er at differansen mellom netto driftskapital og sysselsatt kapital i balansen er finansielle eiendeler. Ettersom vi budsjetterer med svært lite finansielle eiendeler fremover, vil størrelsen på netto driftskapital ligge nært sysselsatt kapital. Netto driftskrav øker over budsjettperioden som følge av at både egenkapitalkravet og netto finansielt gjeldskrav øker utover i perioden. Dette er vist i tabell 10-13.

Punkt		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	Symbol	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Egenkapitalkrav etter skatt	ekk	0,043	0,043	0,049	0,058	0,059	0,060	0,062	0,062	0,063	0,063	0,064	0,063	0,063	0,063	0,063
* Egenkapitalvekt	EK/NDK	0,538	0,550	0,475	0,400	0,413	0,425	0,438	0,450	0,463	0,475	0,488	0,500	0,500	0,500	0,500
(+) Minoritetsinteressekrav	mik	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Minoritetsandel	MI/NDK	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
(+) Netto finansiell gjeldskrav	nfgk	0,018	0,019	0,020	0,022	0,025	0,027	0,030	0,031	0,033	0,034	0,036	0,036	0,036	0,036	0,036
* Netto finansiell gjeldsandel	NFG/ND	0,462	0,450	0,525	0,600	0,587	0,575	0,562	0,550	0,537	0,525	0,512	0,500	0,500	0,500	0,500
(=) Netto driftskapital krav	ndk	0,031	0,032	0,034	0,037	0,039	0,041	0,044	0,045	0,047	0,048	0,050	0,049	0,049	0,049	0,049

Tabell 10-13 Fremskrevet avkastningskrav til netto driftskapital

10.4 Oppsummering av fremtidskrav

I tabell 10-14 oppsummeres alle fremtidskravene beregnet i kapittel 10. Minoritetskravet er null som følge av at det ikke er minoritetsinteresser i XXL. I Knivsfå (2018, F16) er det videre å forvente at avkastningskravet til egenkapitalen er større enn netto driftskrav, som igjen er større enn kravet til netto finansiell gjeld. Dermed ser det ut til at beregningene våre av fremtidskravene er i henhold til hva som forventes av kravenes relative størrelse til hverandre.

Punkt		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	Symbol	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Finansielt eiendelskrav	fek	0,054	0,053	0,051	0,051	0,050	0,050	0,050	0,048	0,047	0,046	0,044	0,042	0,042	0,042	0,042
Finansielt gjeldskrav	fgk	0,018	0,019	0,020	0,022	0,025	0,027	0,030	0,031	0,033	0,034	0,036	0,036	0,036	0,036	0,036
Netto Finansiell gjeldskrav	nfgk	0,018	0,019	0,020	0,022	0,025	0,027	0,030	0,031	0,033	0,034	0,036	0,036	0,036	0,036	0,036
Egenkapitalkrav etter skatt	ekk	0,043	0,043	0,049	0,058	0,059	0,060	0,062	0,062	0,063	0,063	0,064	0,063	0,063	0,063	0,063
Netto driftskapitalkrav	ndk	0,031	0,032	0,034	0,037	0,039	0,041	0,044	0,045	0,047	0,048	0,050	0,049	0,049	0,049	0,049
Krav til sysselsatt kapital	ssk	0,031	0,032	0,034	0,037	0,039	0,041	0,044	0,045	0,047	0,048	0,050	0,049	0,049	0,049	0,049

Tabell 10-14 Oppsummering av fremtidskrav

10.5 Strategisk rentabilitetsanalyse

Til slutt ønsker vi å belyse hvorvidt XXL forventes å ha en strategisk fordel i fremtiden. Strategisk fordel ble diskutert i både kapittel 4.3 under strategisk analyse, og i 8.4 innen lønnsomhetsanalysen. I kapittel 4.3 var diskusjonen av et mer kvalitativt preg. Her gjennomførte vi en intern ressursbasert analyse med utgangspunkt i VRIO-rammeverket, og en ekstern bransjeorientert analyse ved hjelp av Porters femkraftsmodell og PESTEL-analyse. I 4.3 konkluderte vi at XXL i perioden 2012-2018T hadde en *stor* bransjefordel, en *negativ* ressursfordel som til sammen ga en *moderat* strategisk fordel. I kapittel 8 ble antagelsene våre bekreftet hvor bransjefordelen, ressursfordel og strategisk fordel utgjorde henholdsvis: 6,9 prosent, - 2,9 prosent og 5,6 prosent. Forklaringen til den store bransjefordelen skyldes at bransjen har en unik evne til å nøytralisere inntrengere, samt at kjedestrukturen gjør det vanskelig for aktører som ikke er med i en større sportskjede å overleve. Den negative ressursfordelen ble forklart av at XXL har et dårligere varemerke enn konkurrentene, hvilket bidrar til at XXL får en omløpsulempe sammenlignet med bransjen.

I både kapittel 4.3 forventet vi at XXL frem i tid ville ha en *liten* bransjefordel, en *paritet* i ressursfordel og *liten* strategisk fordel. Dette betyr at vi forventer at bransjefordelen går noe ned, mens ressursfordelen til XXL går noe opp. Totalt forventet vi en mindre strategisk fordel etter 2018T enn i analyseperioden 2012-2018T.

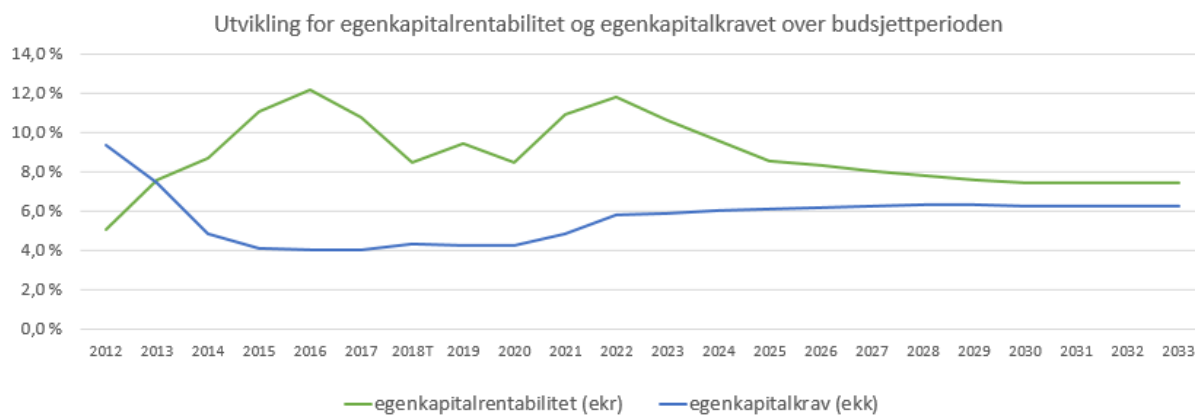
Etter å ha regnet ut fremtidskrav og nødvendige rentabiliteter har vi i tabell 10-15 dekomponert strategisk fordel for XXL i budsjettperioden og i steady state.

Punkt		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	Symbol	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Netto driftsrentabilitet	ndr	0,059	0,055	0,063	0,061	0,059	0,056	0,054	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055
(-) Netto driftskrav	ndk	0,031	0,032	0,034	0,037	0,039	0,041	0,044	0,045	0,047	0,048	0,050	0,049	0,049	0,049	0,049
(=) Strategisk fordel drift	SFD	0,028	0,023	0,029	0,024	0,020	0,015	0,011	0,010	0,008	0,007	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
(+) Gearingfordel drift	GFD	0,024	0,023	0,039	0,037	0,028	0,021	0,014	0,012	0,010	0,008	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
(=) Driftsfordel	DF	0,052	0,046	0,068	0,061	0,048	0,036	0,024	0,021	0,018	0,015	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012
(+) Finansieringsfordel	FF	0,000	-0,004	-0,007	-0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
(=) Strategisk fordel drift	SF	0,052	0,042	0,061	0,060	0,048	0,036	0,024	0,021	0,018	0,015	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012

Tabell 10-15 Dekomponering av fremtidig strategisk fordel for XXL

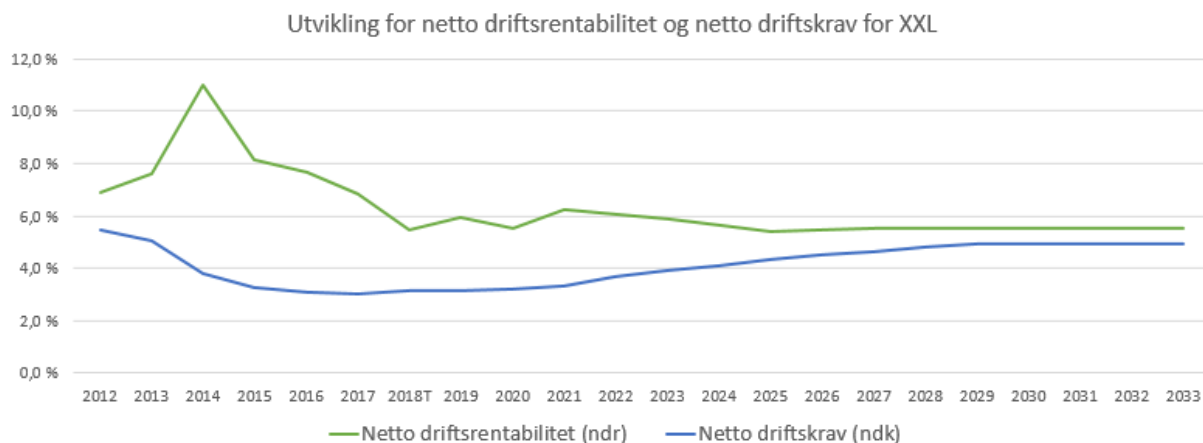
Av tabell 10-15 ser vi at XXL forventes å ha en avtakende strategisk fordel i budsjettperioden etter 2021. Finansieringsfordelen (FF) er tilnærmet 0 slik vi forventer, og den også 0 i steady state. Dette skyldes at det er urimelig å anta at selskaper skal kunne oppnå en langsiktig strategisk fordel gjennom mer gunstige finansieringsordninger sammenlignet med andre selskaper i finansmarkeder som vi antar er velfungerende. Her ser vi at strategisk fordel for XXL er ventet å være 1,2 prosent i steady state. Her er ressursfordelen slik som forventet omtrent 0, hvilket betyr at den strategiske fordelens forklarer av bransjefordelen. Disse tallstørrelsene kvalifiserer til en *liten* bransjefordel, en *paritet* ressursfordel og en *liten* strategisk fordel i steady state.

Videre er den strategiske fordelens for analyseperioden, budsjettperioden og steady state vist i figur 10.1. Her er det fremkommer det at den strategiske fordelens får en markant økning fra 2020 til 2022 som følge av forventningene våre om økt driftsinntektsvekst og netto driftsmargin. Deretter flater den strategiske fordelens ut som følge av at størrelsene jevner seg ut desto nærmere vi kommer i slutten av budsjettperioden. I steady state forventes det at økt konkurranse og nye forretningsmodeller vil gjøre det vanskeligere for bransjen å opprettholde den historisk høye bransjefordelen. Dette argumenter vi sterkt for i kapittel 2 og 4, som følge av retail apokalypsen som bransjen står ovenfor, hvor nye forretningsmodeller muliggjør nye aktører å etablere seg og økt konkurranse i netthandelskanalen. Samtidig vil den sterke kjedestrukturen i bransjen og stordriftsfordeler gjøre det mulig for de store sportskjedene å opprettholde bransjefordelen. Det finner vi rimelig siden vi forventer sportskjedene evner å operere med lavere marginer over tid, sammenlignet med mindre eller nye aktører. Vi forventer at varemerket til XXL styrker seg slik at de evner å redusere den store omløpsulempen de har hatt over analyseperioden. Dermed forventer fremover at omløpet til netto driftseiendeler også vil øke, slik at XXL sin onde går mot bransjegjennomsnittet.









Figur 10-1 Utvikling av egenkapitalrentabilitet og -krav fra 2012-2033 for XXL

Videre har vi presentert den rene driftsfordelen (RDF) i figur 10-2, som er forskjellen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav. Her ser vi at den rene driftsfordelen utgjør omtrent 0,6 prosent i steady state. Siden kravet er mindre enn rentabiliteten betyr dette at XXL har lønnsom drift.



Figur 10-2 Utvikling netto driftsrentabilitet og netto driftskrav i budsjettperioden

For oversiktens skyld velger vi å oppsummere strategisk fordel over analyseperioden, utviklingen av denne i budsjettperioden, samt strategisk fordel i steady state i tabell 10-16. Bransjefordelen til XXL avtar i budsjettperioden og stabiliserer seg på *liten* bransjefordel i steady state. Ressursfordelen øker fra negativ i analyseperioden til å utgjøre en *paritet* i steady state. Som følge av disse endringene avtar strategiske fordel i perioden fra å være *moderat* i analyseperioden til å bli *liten* i steady state.

Dekomponert strategisk fordel	Analyseperiode (2012-2018T)	Budsjettperiode (2019-2030)	Steady State
Bransjefordel	Stor 	Avtar 	Liten
(+) Ressursfordel	Negativ 	Øker 	Paritet
(-) Strategisk fordel	Moderat 	Avtar 	Liten

Tabell 10-16 Oppsummering av fremtidig strategisk fordel og historisk strategisk fordel

Vi referer også til kapittel 13 for diskusjonen rundt hvilke strategiske fordeler som er bygget inn i verdiestimatet som vi har funnet i kapittel 11 og 12.

11 Fundamental verdsettelse

I dette kapitlet skal vi verdsette egenkapitalen til XXL. Slik som nevnt i kapittel 3 valgte vi fundamental verdivurdering som hovedteknikk. Gjennom den strategiske analysen og regnskapsanalysen har vi opparbeidet oss god innsikt om underliggende økonomiske forhold i XXL. I tillegg har vi gjennom kapittel 9 og 10 utarbeidet henholdsvis fremtidsregnskap og fremtidskrav som danner selve grunnlaget for verdsettelsen vi nå skal gjøre. Her vil vi bruke neddiskonterte kontantstrømmer for å finne et estimat på verdien av egenkapitalen til XXL. Kontantstrømmene ble estimerte i kapittel 9 over en budsjettperiode på 12 år, og fremtidskravene som vil benyttes som diskonteringsrenten.

Det finnes flere metoder for å verdsette egenkapitalen, men i denne sammenheng vil vi benytte oss av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. I kapittel 3 nevnte vi at begge disse to metodene skal gi samme estimat på egenkapitalverdien etter å ha gjennomført en konvergensprosess hvor fremtidskravene verdivektes gjennom en stegvis og systematisk prosess. Det har blitt gjort her. I tillegg vil vi mot slutten av kapitlet gjennomføre en Monte Carlo-simulering for å analysere usikkerheten i verdiestimatet vårt for egenkapitalen. Her vil vi også undersøke oppside og nedsidepotensialet for estimatene våre på aksjekursen. I tillegg gjennomfører vi en sensitivitetsanalyse for å undersøke hvordan kritiske budsjett- og verdidrivere kan påvirke verdiestimatene våre for egenkapitalen til XXL. Verdiestimatene fra dette kapitlet vil senere også sees i lys av en komparativ verdivurdering i kapittel 12. På bakgrunn av estimatene våre fra den fundamentale verdsettelsen her i kapittel 11, og den komparative verdivurdering vil dette sammen danne et endelig verdiestimat som resulterer i en kjøps, hold og eller salgsanbefaling i kapittel 13.

Det teoretiske grunnlaget for dette kapitlet bygger på verdsettelseslitteratur fra Penman (2013), Damodaran (2012), Kaldestad og Møller (2012). I tillegg vil forelesningsmateriale til Knivsflå (2018) brukes gjennomgående, ettersom som vi følger rammeverket for fundamental verdivurdering slik han presenterer det.

11.1 Oversikt over metoder og modeller

I de påfølgende delkapitlene vil ulike verdsettelsesmetoder og modeller presenteres. Vi har benyttet oss av Microsoft Excel i oppbyggingen av de ulike verdsettelsesmodellene. På denne måten sikrer vi oss at vi ikke får avrundingsfeil, ettersom Excel automatisk tar utgangspunkt i tilnærmet uendelig mange desimaler. Crystal Ball er et anerkjent analyseverktøy levert av Oracle.com, som muliggjør å lage prediktive modeller, risiko og sensitivitetsanalyser og simuleringer (Oracle, 2018). Dette verktøyet har vi brukt i analysering av usikkerhet i verdiesestimater vårt.

Innenfor hvert av delkapitlene om egenkapitalmetoden i 11.2 og selskapskapitalmodellen i 11.3, vil vi beregne egenkapitalverdien på XXL med tilhørende aksjekurs. Dette vil gi oss vårt *første verdiesestimater* på egenkapitalen. Oppsummeringen av *første verdiesestimater* gjøres i 11.4 etterfulgt av konvergeringen av verdiesestimaterne.

11.2 Egenkapitalmetoden

Slik som nevnt i kapittel 3 består egenkapitalmetoden av fire ulike modeller, og ved bruk av egenkapitalmetoden innebærer det en *direkte* verdsettelse av egenkapitalen (Knivsflå, 2018, F17). Disse metodene gir like verdiesestimater dersom de benyttes korrekt. Modellene er som følger: fri kontantstrøm-modellen (FKE-modellen), Superprofitt-modellen (SPE-modellen), superprofittvekst-modellen (Δ SPE-modellen). Frikontantstrøm til egenkapital metoden (FKE) og utbytte-modellen (NBU-modellen). I dette følgende delkapitlet vil ikke NBU-modellen benyttes ettersom den vil gi like estimater som FKE-modellen. En trygghet vi har med oss fra kapittel 9 er at fremtidskontantstrømmen, balansen og regnskapet går opp. Dette betyr at vi burde forvente like verdiesestimater for egenkapitalen til XXL innenfor for hver av metodene.

11.2.1 Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen (FKE-modellen)

Fri kontantstrøm-modellen til egenkapitalen (FKE) tar utgangspunkt i at verdien av egenkapitalen i dag kan beregnes ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen med avkastningskravet til egenkapitalen i tilsvarende periode (Penman, 2010). I vårt tilfelle vil vi ta utgangspunkt i de beregnede kontantstrømmene til egenkapitalen fra utarbeidelsen av fremtidsregnskapet i kapittel 9. Vi benytter oss av XXLs fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen over budsjettperioden 2019- 2030, samt de tre påfølgende

årene etter steady state T, T+1, T+2 og T+3. Avkastningskravet som blir anvendt her er hentet fra beregningene av fremtidig egenkapitalkrav i kapittel 10. I beregningen av egenkapitalverdien har vi benyttet oss av følgende generelle formel:

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

Der FKE_t er fri kontantstrøm til egenkapitalen ved tidspunkt t , FKE_{T+1} ,

Et viktig poeng med denne modellen er at siste leddet (*horisontleddet*) utgjør *horisontverdien*, som er nåverdien av egenkapitalen i t perioder etter T+1, under forutsetningen om konstant vekst i framskrivingsperioden fra T+1 til uendelig (Knivsflå, 2018, F17).

FKE-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Fri kontantstrøm til egenkapital		-742	1294	1066	144	166	191	309	334	358	382	181	350	357	364	372
Diskonteringsfaktor		1,043	1,087	1,14	1,207	1,278	1,355	1,439	1,529	1,625	1,727	1,838	1,953	2,077	2,207	2,346
(-) Nåverdi av egenkapital		-712	1190	935	120	130	141	215	219	221	221	98,8	179	172	165	158
Nåverdi fra 2019 til T+1	3128															
Nåverdi av horisontverdi fra T+2	4082															
Verdi av EK ved T=0	7 210,131															
/ Antall aksjer	139,096															
Verdiestimat per aksje	kr 51,83562															

Tabell 11-1 Estimat på verdien av egenkapitalen ved FKE-modellen

Ved innsetting av de nødvendige variablene inn i FKE modellen får vi et estimat på egenkapitalen til XXL i 2018 (år 0) på 7 210,131 MNOK hvilket svarer til en aksjekurs på 51,835 kroner. Dette viser seg å være konsistent med resultatet fra SPE-modellen og Δ SPE-modellen.

11.2.2 Superprofitt til egenkapitalmodellen (SPE-modellen)

En annen metode under egenkapitalmetoden er superprofitt til egenkapitalmodellen (SPE). Vi har valgt å bruke modellen på rentabilitetsform. Denne uttrykkes slik som gjengitt i Knivsflå (2018, F17):

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

Her finnes verdien av egenkapitalen ved å ta balanseført egenkapital ved tidspunkt null, pluss verdibidraget fra virksomheten, som kan uttrykkes ved differansen mellom rentabilitet og

egenkapitalkrav. Siste leddet er horisontleddet hvor vi forutsetter konstant vekst. En generell formel for superprofitt til egenkapital er:

$$SPE = (ekr_t - ekk_t) * EK_{t-1}$$

Der $ekr_t = \text{egenkapitalrentabilitet}_t$, $ekk_t = \text{egenkapitalkrav}$, EK= egenkapital

Ettersom egenkapitalrentabiliteten er større enn egenkapitalkravet over hele budsjettperioden, betyr det at XXL også har en strategisk eierfordel over samme periode. Dette ble fremstilt i den strategiske rentabilitetsanalysen i 10.5. Dersom rentabiliteten er høyere enn kravet til eierne vil dette "verdibidraget" anses som kontantstrømmer til egenkapitalen.

SPE-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Balanseført egenkapital UB	4647	5829	5030	4516	4905	5263	5579	5748	5894	6013	6103	6385	6512	6642	6775	6911
egenkapitalrentabilitet		0,095	0,085	0,110	0,118	0,107	0,096	0,086	0,083	0,081	0,078	0,076	0,075	0,075	0,075	0,075
egenkapitalkrav		0,043	0,043	0,049	0,058	0,059	0,060	0,062	0,062	0,063	0,063	0,064	0,063	0,063	0,063	0,063
Superprofitt EK		241	245	307	271	234	188	134	122	108	91	73	76	77	79	80
/ Diskonteringsfaktor		1,043	1,087	1,140	1,207	1,278	1,355	1,439	1,529	1,625	1,727	1,838	1,953	2,077	2,207	2,346
(=) Nåverdien av SPE		231	225	269	225	183	138	93	80	66	53	40	39	37	36	34
Verdien av EK fra 2019 til T+1	1680															
Horisontverdien fra T+2	883															
Balanseført EK ved T=0	4647															
Verdien av egenkapital	7 210,131															
Antall aksjer	139,096															
Verdiestimat per aksje	kr 51,8356															

Tabell 11-2 Verdiestimat på egenkapitalen ved SPE-modellen

Ved SPE-modellen får vi et verdiestimat på egenkapitalen til XXL i 2018 på 7 210,131 MNOK med tilhørende aksjekurs på 51,8356 kroner. Hittil legger vi merke til at FKE-modellen og SPE-modellen gir like verdiestimater på egenkapitalen slik vi forventer.

11.2.3 Superprofittvekst-modellen (Δ SPE-modellen)

Videre har vi benyttet oss av superprofittvekst-modellen. Denne modellen forutsetter konstant vekst i framskrivingsperioden fra T+1 til uendelig (Knivsflå, 2018, F17). Her innregnes den kapitaliserte nåverdien av netto resultatet til egenkapitalen (NRE) i år 1, i tillegg til summen av fremtidig superprofittvekst til egenkapitalen. Superprofittveksten til egenkapitalen er differansen mellom superprofitten til egenkapitalen i inneværende år og det forrige året. Superprofittvekstmodellen kan uttrykkes matematisk ved:

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

Der ΔSPE_t er superprofittvekst til egenkapital, NRE= Netto resultat til egenkapitalen.

$$\Delta SPE = \frac{(1+ekk_1)*SPE_t - (1+ekk_t)*SPE_{t-1}}{1+ekk_t}$$

Endring SPE-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
NRE		440														
Kapitalisert verdi	10293,5															
Endring Superprofitt EK			3,4	60,8	-40,1	-41,0	-49,1	-55,8	-14,3	-16,4	-18,3	-19,9	1,4	0,0	0,0	0,0
/ Diskonteringsfaktor			1,04	1,09	1,14	1,21	1,28	1,36	1,44	1,53	1,62	1,73	1,84	1,95	2,08	2,21
(-) Nåverdien år 2 til T+2		-132,2	3,21	55,92	-35,19	-34,00	-38,38	-41,14	-9,93	-10,72	-11,25	-11,50	0,75	0,02	0,02	0,02
Kapitalisert verdi av NV år 2 til T+2		-3094,6														
Horisontverdi		0,5														
(+) Kapitalisert verdi		11,2														
Verdien av egenkapital		kr 7 210,131														
Antall aksjer		kr 139,0961														
Verdiestimat per aksje NOK		kr 51,8356														

Tabell 11-3 Endring i superprofittvekst-modellen

Ved innsetting i ΔSPE -modellen får vi et verdiestimat på XXLs egenkapital på 7210,131 MNOK med tilhørende aksjekurs på 51,8356 kr. Nettoresultatet til egenkapitalen hentes fra kontantstrømmen for 2019 fra fremtidsregnskapet.

Etter å ha presentert modellene innenfor egenkapitalmetoden og anvendt hver av modellene til å finne verdien av egenkapitalverdien til XXL, så ser vi at alle modellene gir like svar.

11.3 Selskapskapitalmetoden

Slik som nevnt i kapittel 3 er selskapskapitalmetoden den andre verdsettelsesmetoden vi ønsker å benytte i denne oppgaven. Selskapskapitalmetoden består av to ulike metoder kalt for netto driftskapital-metoden og sysselsatt kapital-metoden. Felles for disse metodene er at selskapskapitalmetoden er en *indirekte* verdsettelse av egenkapitalen. Dette betyr at verdien av egenkapitalen finnes residualt ved å trekke verdien av finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra sysselsatt kapital (Knivsflå, 2018, F18).

Generelt kan det være hensiktsmessig å sette opp disse to ulike selskapskapitalmetodene på ligningsform for å synliggjøre hva som skiller netto driftskapitalen-metoden fra sysselsatt kapital-metoden. Slik som nevnt tidligere vil vi i sammenligningen mellom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden velge nettodriftskapitalmetoden når vi i 11.4.2 skal konvergere verdiestimatene fra begge metodene for å oppnå et endelig verdiestimat.

Ifølge Knivsflå (2018, F18) kan selskapskapitalmetoden uttrykkes på følgende måte:

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

Der VEK_0 er verdien på egenkapital, $VSSK_0$ er verdien på sysselsatt kapital, VFG_0 er verdi av netto finansiell gjeld og VMI_0 er verdien av minoritetsinteresser.

Videre kan netto driftskapital-metoden uttrykkes ved:

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

Der $VNDK_0$ er verdi på netto driftskapital, $VNFG_0$ er verdi på netto finansiell gjeld.

I de neste delkapitlene bruker vi både nettodriftskapital og selskapskapitalmetoden til å finne verdien av egenkapitalen til XXL.

11.3.1 Fri kontantstrøm fra drift-modellen (FKD-modellen)

Slik som for FKE-modellen, tar FKD-modellen utgangspunkt i fri kontantstrøm. Her er det fri kontantstrøm fra drift benyttes for å regne ut verdien av netto driftskapital. Deretter trekkes verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra for å finne verdien av egenkapitalen. Dette er altså den *indirekte* måten å estimere egenkapitalverdien på.

$$VNDK_0 = \sum_{T=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{t+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

Der FKD_t = frikontantstrøm drift, ndk = netto driftskrav, ndv = netto driftsvekst.

FKD- modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
FKD		-1457	602	-28	82	203	332	668	728	786	839	443	452	461	470	480
Diskonteringsfaktor		1,031	1,0644	1,1001	1,1403	1,1848	1,2337	1,2876	1,3457	1,4084	1,4762	1,5494	1,6261	1,7065	1,791	1,8796
(=) Nåverdi av egenkapital		-1412	565,48	-25,34	72,082	171,52	268,96	518,8	541,33	557,97	568,47	286,02	277,99	270,18	262,59	255,21
Nåverdi fra 2019 til T+1	2661,1															
Nåverdi av horisontverdi fra T+2	9348															
Verdi av NDK til XXL ved T=0	12 009															
(-) Verdi netto finansiell gjeld	3992															
(-) Minoriet	0															
(=) Verdien av egenkapital ved T=0	8 016,989															
/ Antall aksjer	139,096															
Verdiestimat per aksje	kr 57,63634															

Tabell 11-4 Første verdiestimat av egenkapitalen til XXL ved FKD-modellen

FKD-modellen estimerer VNDK til å være 12009 MNOK, men etter fratrekking av netto finansiell gjeld gir FKD-modellen oss et verdiestimat på egenkapital til XXL i 2018 på 8016,989 MNOK. Dette tilsvarer en aksjekurs på 57,636 kroner. Dette resultatet skal samsvare med verdiestimatene fra superprofitt-modellen (SPD-modellen) og superprofittvekst-modellen.

11.3.2 Superprofitt fra drift-metoden (SPD-modellen)

Videre ligner SPD-modellen på SPE-modellen i 12.2.2. Hovedforskjellen er at i SPD-modellen beregner vi verdien av netto driftskapital ved å neddiskontere superprofitten fra drift over budsjettperioden, før vi deretter finner verdien av egenkapitalen residualt. Verdien av netto driftskapital ved SPD-modellen kan uttrykkes slik som i Knivsflå (2018, F18):

$$VNDK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

Videre har vi her beregnet SPD på følgende måte:

$$SPD_t = NDR_t - ndk_t * NDE_{t-1}$$

SPD-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Balansført NDK	8639															
SPD		241	245	307	271	234	188	134	122	108	91	73	76	77	79	80
/ Diskonteringsfaktor		1,031	1,064	1,100	1,140	1,185	1,234	1,288	1,346	1,408	1,476	1,549	1,626	1,707	1,791	1,880
(=) Nåverdi av SPD 2019 til T+1	1802	233,8	229,7	279,2	237,6	197,1	152,1	104,3	90,8	76,6	61,9	47,1	46,6	45,3	44,0	42,8
Nåverdi av SPD horisontverdi fra T+2	1568															
Verdi av NDK til XXL ved T=0	12009															
(-) Verdi netto finansiell gjeld	3992															
(-) Minoriet	0															
(=) Verdien av egenkapital ved T=0	8016,989															
/ Antall aksjer	139,096															
Verdiestimat per aksje	kr 57,63634															

Tabell 11-5 Første verdiestimat av egenkapitalen til XXL ved Superprofitt-modellen (SPD-modellen)

SPD-modellen gir oss et verdiestimat på netto driftskapital på 12009 MNOK. Etter verdien av netto finansiell gjeld er trukket fra finner vi egenkapital til XXL residualt i 2018 å være 8016,989 MNOK. Dette tilsvarer en aksjekurs på 57,636 kroner. Dette er nøyaktig likt som verdiestimatet fra FKD-modellen.

11.3.3 Superprofittvekst fra drift-modellen (Δ SPD-modellen)

Δ SPD-modellen finner verdien av netto driftskapital ved å summere kapitalisert verdi av netto driftsresultat med summen av fremtidig diskontert superprofitt fra drift over budsjettperioden. Deretter trekkes verdien av netto finansiell gjeld fra for å finne verdien av egenkapitalen. Δ SPD-modellen kan uttrykkes på følgende måte:

$$VNDK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} * \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPD_{T+2}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{T+1}) * (ndk - ndv)}$$

Superprofitt fra vekst (ΔSPD) kan finnes ved:

$$\Delta SPD = \frac{(1+ndk_1)*SPD_t - (1+ndk_t)*SPD_{t-1}}{1+ndk_t}$$

Endring SPD-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Nettoreultat fra NDE i 2018	512,01															
Kapitalisert verdi	16332															
Endring superprofitt til NDK			3,21	61,92	-37,54	-39,09	-47,70	-54,94	-13,66	-15,94	-17,96	-19,67	1,52	0,18	0,18	0,19
/ Diskonteringsfaktor			1,03	1,06	1,10	1,14	1,18	1,23	1,29	1,35	1,41	1,48	1,55	1,63	1,71	1,79
(=) Nåverdi av endring i SPD	-139		3,11	58,17	-34,13	-34,28	-40,26	-44,54	-10,61	-11,84	-12,75	-13,33	0,98	0,11	0,11	0,10
Kapitalisert verdi	-4445															
Horisontverdi T+2	4															
Kapitalisert verdi horisont	122															
(-) Verdi netto finansiell gjeld	3 992															
(-) Minoriet	0															
(=) Verdien av egenkapital ved T=0	8016,989															
/ Antall aksjer	139,096															
Verdiestimat per aksje	kr 57,63634															

Tabell 11-6 Første verdiestimat av egenkapitalen til XXL ved Superprofittvekst-modellen (SPD-modellen)

ΔSPD gir et verdiestimat på egenkapitalen til XXL på henholdsvis 8018,989 MNOK, tilsvarende en aksjekurs på 57,636. Dette er som forventet identisk med verdiestimatene fra FKD og SPD-modellen.

11.3.4 Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital-modellen (FKS-modellen)

Fri kontantstrøm til sysselsattkapital-modellen (FKS-modellen) er en av tre sysselsattkapitalmetoder innenfor selskapskapitalmetoden. I likhet med netto driftskapitalmetoden finner vi slik som nevnt innledningsvis verdien av sysselsatt kapital først. Deretter trekker vi fra verdien på finansiell gjeld og eventuelle minoritetsinteresser for å finne verdien på egenkapitalen. FKS-modellen ligner på FKD-modellen og kan uttrykkes matematisk slik som gjengitt i Knivsflå (2018, F18):

$$VSSK_0 = \sum_{T=1}^T \frac{FKS_t}{(1 + ssk_1) * \dots * (1 + ssk_t)} + \frac{FKS_{t+1}}{(1 + ssk_1) * \dots * (1 + ssk_T) * (ssk - skv)}$$

Der $VSSK$ = verdien av sysselsatt kapital, FKS = Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital, ssk = avkastningskrav til sysselsatt kapital, skv = sysselsatt kapital vekst

I beregningen av $VSSK$ for XXL har vi allerede beregnet FKS og krav til sysselsatt kapital i kapittel 9 og 10, hvilket som for de andre modellene også danner grunnlaget her.

FKS-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Fri konantstrøm til SSK (FKS)		-1457	602	-28	82	203	332	668	729	786	839	443	452	461	470	480
/Diskonteringsfaktor		1,03	1,06	1,10	1,14	1,18	1,23	1,29	1,35	1,41	1,48	1,55	1,63	1,71	1,79	1,88
(=) Nåverdi av egenkapital		-1413	565,7	-25,3	72,12	171,6	269,1	519	541,5	558,1	568,6	286,1	278,1	270,2	262,6	255,3
Nåverdi fra 2019 til T+1	2661,974															
Nåverdi av horisontverdi fra T+2	9349,925															
Verdi av SSK til XXL ved T=0	12012															
(-) Verdi finansiell gjeld	3 995															
(-) Minoriet	0															
(-) Verdien av egenkapital ved T=0	8017,039															
/ Antall aksjer	139,096															
Verdiestimat per aksje	kr 57,6367															

Tabell 11-7 Første verdiestimat av egenkapitalen til XXL med fri kontantstrøm til sysselsatt kapital-modellen (FKS-modellen)

FKS- modellen gir en verdi av sysselkapital på 12012MNOK. Etter finansiell gjeld er trukket gir det et verdiestimat på egenkapitalen til XXL på 8107,039 MNOK, tilsvarende en aksjekurs på 57,6367. Dette er litt høyere enn hva egenkapitalmetoden ga.

11.3.5 Superprofittvekst fra sysselkapital-modellen (SPS-modellen)

Videre kan verdien av sysselsatt kapital beregnes ved SPS-modellen. Her er det superprofitt til sysselsatt kapital som diskonteres med avkastningskrav til sysselsatt kapital pluss balanseført sysselsatt kapital. Verdien av sysselsatt kapital kan finnes ved:

$$\square SSK_0 = SSK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPS_t}{(1 + ssk_1) * \dots * (1 + ssk_t)} + \frac{SPS_{T+1}}{(1 + ssk_1) * \dots * (1 + ssk_T) * (ssk - skv)}$$

Der superprofitt til sysselkapital er gitt ved:

$$SPS_t = NRS_t - ssk_t * SSK_{t-1}$$

Der NRS = netto resultat til sysselsatt kapital, SPS = superprofitt til sysselsatt kapital.

Verdien av egenkapitalen finnes residualt ved å trekke fra verdien av finansiell gjeld.

SPS-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Balansført SSK	8642															
SPS		241,2	244,5	307,1	270,9	233,6	187,6	134,3	122,2	107,9	91,4	73,0	75,8	77,3	78,9	80,4
/ Diskonteringsfaktor		1,03	1,06	1,10	1,14	1,18	1,23	1,29	1,35	1,41	1,48	1,55	1,63	1,71	1,79	1,88
(-) Nåverdi av SPS 1 til T+1	1802,2	233,8	229,7	279,2	237,6	197,1	152,1	104,3	90,8	76,6	61,9	47,1	46,6	45,3	44,0	42,8
Nåverdi av horisontverdi fra T+2	1568															
Verdi av SSK til XXL ved T=0	12 012															
(-) Finansiell gjeld	3 995															
(-) Minoriet	0															
(-) Verdien av egenkapital ved T=0	8 017,039															
/ Antall aksjer	139,096															
Verdiestimat per aksje	kr 57,6367															

Tabell 11-8 Første verdiestimat av egenkapitalen til XXL ved Superprofittvekst-modellen (SPS-modellen)

SPS-modellen gir oss et verdiestimat på sysselsatt kapital på 12012 MNOK. Verdien på egenkapitalen er dermed 8017,039MNOK etter at verdien av finansiell gjeld er trukket fra. Dette tilsvarer en aksjekurs på 57,636 kr, hvilket er identisk med hva vi fant i FKS-modellen.

11.3.6 Superprofittvekst fra sysselsatt kapital (Δ SPS-modellen)

Den siste modellen innenfor sysselsatt kapitalmetoden vi har brukt er Δ SPS-modellen. Denne er lik Δ SPD-modellen bare at her finner vi verdien av sysselsatt kapital gjennom å kapitalisere netto resultatet til sysselsatt kapital og den neddiskonterte superprofittveksten fra sysselsatt kapital. Knivsflå (2018, F18) presenterer følgende uttrykk for verdien av sysselsatt kapital:

$$VSSK_0 = \frac{NRS_1}{ssk_1} + \frac{1}{ssk_1} * \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPS_t}{(1 + ssk_1) * \dots * (1 + ssk_{t-1})} + \frac{\Delta SPS_{T+2}}{(1 + ssk_1) * \dots * (1 + ssk_{T+1}) * (ssk - skv)}$$

$$\Delta SPS = \frac{(1 + ssk_1) * SPS_t - (1 + ssk_t) * SPS_{t-1}}{1 + ssk_t}$$

Endring SPS-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Nettoreultat fra SSK i år 1		512														
Kapitalisert verdi	16333															
Superprofittvekst			3,209	61,92	-37,5	-39,1	-47,7	-54,9	-13,7	-15,9	-18	-19,7	1,522	0,182	0,185	0,188
/ Diskonteringsfaktor			1,031	1,064	1,100	1,140	1,185	1,234	1,288	1,346	1,408	1,476	1,549	1,626	1,707	1,791
(-) Nåverdi av endring Superprofitt T til	-139,2427	3,111	58,17	-34,1	-34,3	-40,3	-44,5	-10,6	-11,8	-12,8	-13,3	0,983	0,112	0,108	0,105	
Kapitalisert verdi	-4440,4															
Nåverdi av horisontverdi fra T+3	4															
Kapitalisert verdi av horisontverdi	119															
Verdi av SSK til XXL ved T=0	12 012															
(-) Finansiell gjeld	3 995															
(-) Minoriet	0															
(-) Verdien av egenkapital ved T=0	8 017,039															
/ Antall aksjer	139,096															
Verdiestimat per aksje	kr 57,6367															

Tabell 11-9 Første verdiestimat av egenkapitalen til XXL ved Superprofittvekst-modellen (Δ SPS-modellen)

Til slutt ser vi at også Δ SPS-modellen gir et verdiestimat for egenkapitalen på 8017,039 MNOK som gir en aksjekurs på 67,636, tilsvarende FKS og SPS-modellen. Dette er som nevnt innledningsvis forventet ettersom alle verdsettelsesmodellene innenfor hver metode skal gi like svar (Knivsflå, 2018, F18).

11.4 Første verdiestimat og konvergensprosessen

Ettersom vi nå har presentert alle de relevante fundamentale verdsettelsesmetodene og forsøkt å finne et verdiestimat på egenkapitalen, er vi nå klare til å oppsummere funnene for å finne vårt *første* verdiestimat på egenkapitalen. Dette verdiestimatet vil danne grunnlaget for konvergensprosessen som vi gjennomfører i kapittel 11.4.2.

11.4.1 Oppsummering av første verdiestimat på egenkapitalen

Etter å ha brukt ulike verdsettelsesmodeller innenfor egenkapital og selskapskapitalmetoden i delkapitlene 11.2.1 til 11.3.6 er verdiestimatene på XXLs egenkapital fra hver metode og tilhørende metode presentert i tabell 11-10. Sysselsatt kapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden tilhører slik som nevnt innledningsvis i 11.3 til selskapskapitalmetoden. Tabell 11-11 viser estimatet på aksjekursen funnet ved å dividere egenkapitalestimatet på antall aksjer på verdsettelsestidspunktet. Per 30. november 2018 hadde XXL utstående 139 096 077 aksjer.

METODE	MODELL			Snitt
	FK	SP	Δ SP	
Egenkapitalmetoden	7 210,131	7 210,131	7 210,131	7 210,131
Sysselsatt kapitalmetoden	8017,039	8 017,039	8 017,039	8 017,039
Netto driftskapitalmetoden	8 016,989	8016,989	8016,989	8 016,989

Tabell 11-10 Oppsummering første verdiestimat for XXL ved ulike metoder (MNOK)

Vi ser av tabell 11-10 at alle modellene innenfor hver metode har gitt like verdiestimater. Derimot er det som forventet forskjell mellom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Denne forskjellen skyldes at *første* verdiestimat er basert på budsjetterte vekter.

Aksjekurs	FK	SP	Δ SP	Snitt
EK	51,836	51,836	51,836	51,836
SK	57,637	57,637	57,637	57,637
NDK	57,636	57,636	57,636	57,636

Tabell 11-11 Estimat på aksjekursen til XXL (NOK)

11.4.2 Konvergering mot endelig verdiestimat av egenkapitalen

Ettersom verdiestimatene ovenfor i tabell 11-11 er basert på budsjetterte vektorer fra fremtidsregnskapet vil ikke disse estimatene være helt nøyaktige. Det fins imidlertid en mulighet til å øke presisjonen gjennom en såkalt konvergensprosess. Dette innebærer at vi gjennom en sekvensiell oppdatering av vektorer vil føre til at verdiestimatene vil konvergere mot et felles egenkapitalestimat for alle de fundamentale verdsettelsesmetodene Knivsfå (2018, F18). Vi ønsker raskt å skildre hovedtrekkene i metoden før vi ser på konvergensprosessen for verdiestimatet på egenkapitalen til XXL. Knivsfå (2018, F18) presenterer en tre-stegstilnærming til konvergensprosessen:

Steg 1 er å regne ut gjennomsnittlig verdiestimat med utgangspunkt i egenkapital- og selskapskapitalmetoden. I steg 1 bør man også regne ut avviket mellom verdiestimatene man fikk fra EK-metoden og SK-metoden, ettersom målet er at dette avviket skal reduseres jo lenger ut i konvergensprosessen man kommer.

Steg 2 er først å utarbeide en verdibalanse for balansepostene: Netto driftskapital, egenkapital og netto finansiell gjeld. Deretter skal et nytt krav estimeres med utgangspunkt i verdiene fra verdibalansen.

Steg 3 er å lage en ny verdibalanse med utgangspunkt i verdiene fra steg 1. Deretter skal man estimere et nytt krav basert på verdiene fra Steg 2.

Steg N er å repetere syklusen ovenfor helt til minst mulig avvik mellom metodene oppnås. Generelt vil det å gjennomføre 10 steg være nok til å oppnå et tilfredsstillende avvik. I vår konvergensprosess har vi derimot benyttet oss av 15 steg for å være helt sikre på at avviket mellom hver metode er minst mulig.

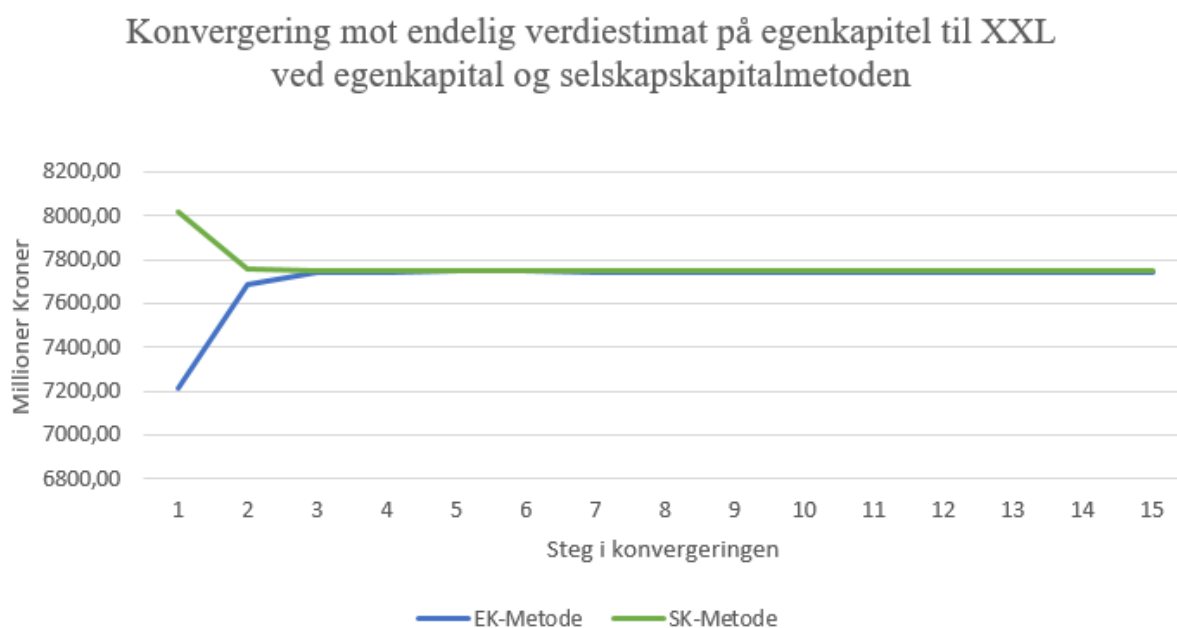
For å gjennomføre konvergensprosessen har vi tatt utgangspunkt i egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Innenfor selskapskapitalmetoden har vi valgt å benytte oss av netto driftskapitalmetode. Innenfor egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden har vi benyttet

FK-modellen, SP-modellen og ΔSP-modellen. Vi gjennomførte konvergensprosessen i Microsoft Excel.

Konvergensprosessen er fremstilt i figur 11-1. Vårt første verdiestimat ble funnet gjennomført tidligere i kapittelet og er oppsummert Det opprinnelige avviket mellom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden var ved første verdiestimat i steg 1:

Avvik ved første verdiestimat: $((8016988541 - 7210130999)) / ((8016988541 + 7210130999)) / 2 = 10,597 \%$

Av tabell 11-13 ser vi at avviket kun er 0,85 prosent. I steg 5 er avviket 0,01 prosent og fra steg 6 er avviket tilnærmet null. Tabell 11-12 viser verdien av egenkapitalen underveis i konvergeringen, og 11-13 viser aksjekursen.



Figur 11-1 Konvergensprosessen mot endelig verdiestimat på egenkapitalen til XXL ved EK og SK-metoden.

Verdien av XXLs egenkapital underveis i konvergeringsprosessen i MNOK															
Steg	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
EK-Metode	7210,1	7689,4	7738,2	7745,3	7745,8	7745,9	7745,9	7745,9	7745,9	7745,9	7745,9	7745,9	7745,9	7745,9	7745,9
SK-Metode	8017,0	7755,1	7748,9	7746,6	7746,2	7746,2	7746,2	7746,2	7746,2	7746,2	7746,2	7746,2	7746,2	7746,2	7746,2
Avvik	10,6 %	0,85 %	0,14 %	0,02 %	0,01 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Gjennomsnitt	7613,6	7722,2	7743,5	7746,0	7746,0	7746,1	7746,1	7746,1	7746,1	7746,1	7746,1	7746,1	7746,1	7746,1	7746,1

Tabell 11-12 Stegene i konvergensprosessen mot felles verdiestimat

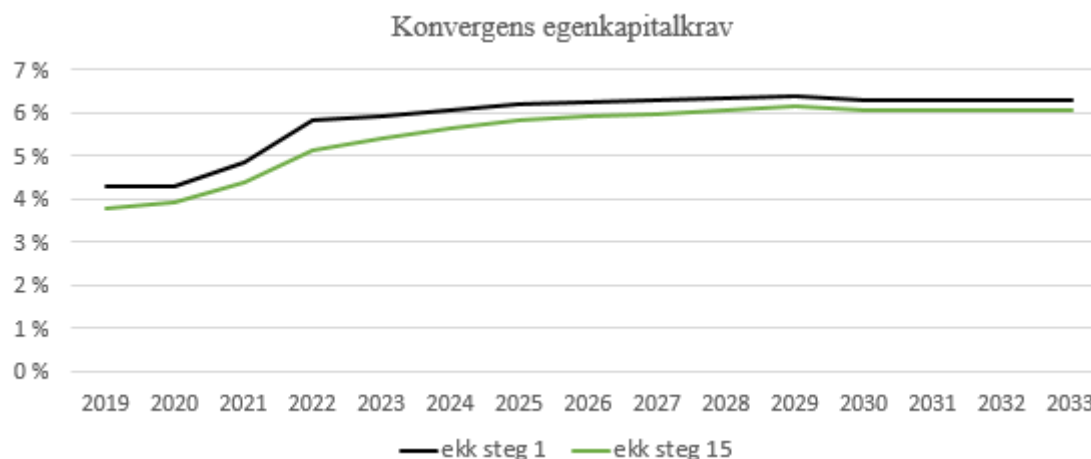
Aksjekursen i løpet av konvergeringsprosessen i NOK															
Steg	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
EK-Metode	51,84	55,28	55,63	55,68	55,69	55,69	55,69	55,69	55,69	55,69	55,69	55,69	55,69	55,69	55,69
SK-Metode	57,64	55,75	55,71	55,69	55,69	55,69	55,69	55,69	55,69	55,69	55,69	55,69	55,69	55,69	55,69
Avvik	10,6 %	0,85 %	0,14 %	0,02 %	0,01 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Gjennomsnitt	54,736	55,517	55,671	55,688	55,688	55,688	55,688	55,688	55,688	55,688	55,688	55,688	55,688	55,688	55,688

Tabell 11-13 Aksjekursen ved ulike steg under konvergensprosessen

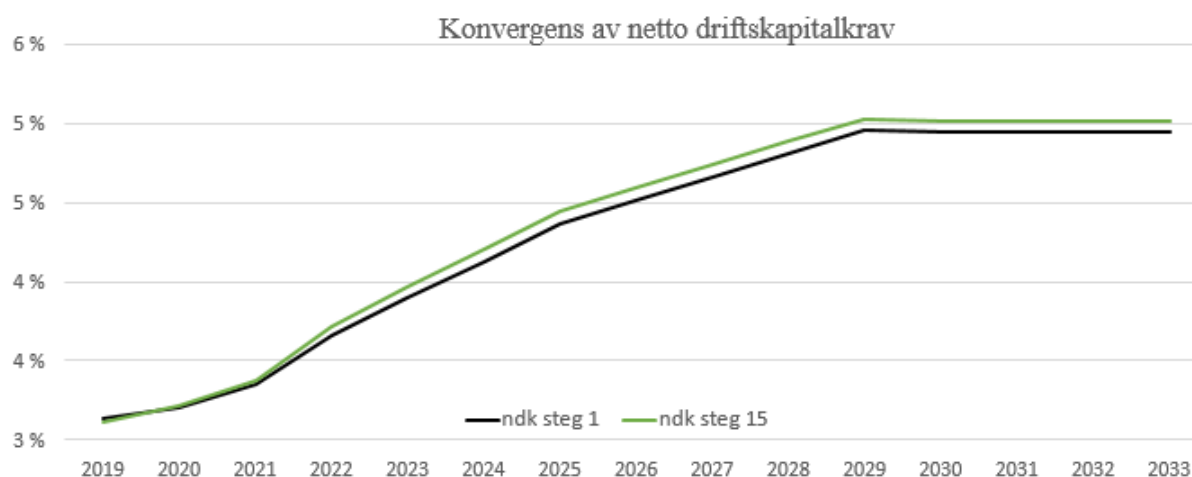
Etter 15 steg ender vi opp med et verdiestimat på egenkapitalen til XXL på 7446,051 MNOK. Dette tilsvarer en aksjekurs på 55,688 NOK. Det var 139 096 077 aksjer utestående på verdsettelse tidspunktet den 30.november 2018. Aksjekursen var da 43,50 NOK hvilket gir en gir en markedsverdi på egenkapitalen på $43,50 \text{ NOK} * 139\,096\,077 = 6050,679 \text{ MNOK}$. Vårt estimat fra konvergensprosessen verdsetter egenkapitalen omtrent 28 prosent over markedsverdien den 30.november 2018. Foreløpig er verdiestimatet vårt 55,688 kr per XXL-aksje.

11.4.3 Egenkapitalkravet og netto driftskapitalkravet gjennom konvergensprosessen

Videre kan vi ved plotting av egenkapitalkrav og netto driftskapitalkrav se hvordan konvergensprosessen påvirker kravene. Dette gir interessant informasjon fordi den forteller noe om hvorvidt det opprinnelige verdiestimatet fra metoden i steg 1 var over- eller undervurdert. Fra tabell 11-12 ovenfor ser vi at egenkapitalverdien fra egenkapitalmetoden øker gjennom konvergensprosessen, samtidig som verdiestimatet fra selskapskapitalmetoden synker gjennom konvergensprosessen. Ser vi dette i sammenheng med figur 11-2 ser vi at egenkapitalkravet var noe overvurdert i steg 1, hvilket betyr at EK-metoden undervurderte verdien på egenkapitalen. Motsatt er tilfellet for selskapskapitalmetoden. I figur 11-3 ser vi at netto driftskravet har vært noe undervurdert hvilken har resultert i et overvurdert verdiestimat på egenkapitalen. Det skyldes at et for lavt avkastningskrav fører til større nåverdi av diskonterte kontantstrømmer (Penman, 2010).



Figur 11-2 Konvergens av egenkapitalkrav



Figur 11-3 Konvergens av netto driftskapitalkrav (y-aksen er satt til å start på 3%)

11.4.4 Vurdering av verdiestimatet ved P/B og P/E

Etter konvergensprosessen ender vi opp med et verdiestimat på egenkapitalen til XXL på 7446,051 MNOK. Dette tilsvarer en aksjekurs på 55,688 NOK. Det var 139 096 077 aksjer utestående på verdsettelse tidspunktet den 30.november 2018. Aksjekursen var da 43,50 NOK hvilket gir en gir en markedsverdi på egenkapitalen på $43,50 \text{ NOK} * 139\,096\,077 = 6050,679$ MNOK. Vårt estimat fra konvergensprosessen verdsetter egenkapitalen omtrent 28 prosent over markedsverdien den 30.november 2018.

Så langt er følgelig verdiestimatet vårt 55,688 kr per aksje

Før vi går videre for å undersøke usikkerheten i verdiestimatet kan det være verdifullt å analysere verdiestimatet vårt nærmere ved hjelp av fundamentale pris/bok og pris/fortjeneste-forhold. Bakgrunnen for dette er at verdiestimat vi har kommet frem til bør kunne forklares ut

fra de strategiske fordelene som vi har lagt inn i fremtidsregnskapet. Dette betyr at de strategiske fordelene for fremtiden, slik som nevnt i den strategiske rentabilitetsanalysen i 10.5, bør kunne forklare verdiestimatet vårt på 55,688 kr per aksje. Verdiestimatet vårt hittil er høyere enn aksjekursen på verdsettelsestidspunkt og det bør ha en strategisk forklaring. Dette kan vi gjøre ved å se nærmere på fundamentalt pris/bok og pris/fortjeneste forhold, og diskusjonen rundt hvordan disse forholdstallene samsvarer med vår strategiske analyse og forventninger fremover presenteres løpende.

Vi starter først med å undersøke pris/bok-forholdet. Dette forholdstallet (multippelen) vil diskuteres i større utstrekning i kapittel 12. "Pris" tilsvarer verdiestimatet vårt per aksje og "bok" tilsvarer balanseført egenkapital per aksje. Verdiestimat for XXL-aksen den 30.11.2018 var: 55,688 kr.

Balanseført egenkapital per aksje 30.11.2018: 26,61 kr (=3207MNOK/139 096 077).

Dette tilsvarer et fundamentalt pris/bok-forhold på:

$$\frac{P}{B} = \frac{Pris}{Bok} = \frac{55,688}{26,61} = 2,09$$

Vi observerer at pris/bok > 1, hvilket betyr at vi har i vårt verdiestimat, vurdert egenkapitalen til XXL å være 2,09 ganger større enn balanseført verdi av egenkapitalen den 30.11.2018. Dette betyr at XXL skaper merverdier utover de eiendelene de har (Kaldestad & Møller, 2016). En forklaring til hvorfor vi vurderer egenkapitalen å være verdt mer enn den balanseført verdi skyldes den strategiske fordel som vi identifiserte i kapittel 4.3 og kvantifiserte i kapittel 8.4 og 10.5. I den strategiske rentabilitetsanalysen i 10.5 slo vi fast at XXL har en *liten* strategisk fordel i tiden fremover etter 2018T. Her fant vi at den strategiske fordel primært skyldes en forventet *liten* bransjefordel fremover, mens ressursfordelen er forventet å utgjøre en paritet. Bransjefordelen kommer av det er vanskelig for nye aktører å etablere seg og overleve i bransjen som følge av bransjens evne til å nøytralisere inntrengere ved priskrig og stordriftsfordeler. Samtidig er det høy grad av kjedestruktur slik at det blir vanskelig for en aktør å stå utenfor en kjede når konkurransen er stor. Vi mener et pris/bok forhold > 1 er rimelig med hensyn til at vi har identifisert en *liten* strategisk fordel fremover.

Videre kan vi regne ut det fundamentale pris/fortjeneste-forholdet. Dette finnes ved å ta verdierestimatet for XXL-aksjen den 30.11.2018 og dividere denne med netto resultatet til egenkapitalen i 2019. Følgelig har vi vårt verdierestimat for XXL-aksjen den 30.11.2018 på: 55,688 kr. Videre går vi tilbake i 9.4.1, hvor nettoresultat til egenkapitalen i 2019 ble beregnet til å være 440 MNOK. Dermed blir netto resultat per aksje: 3,17 kr ($=440\,000\,000 / 139\,096\,077$). Med disse variablene kan vi finne P/E- (Pris/fortjeneste) forholdet.

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{55,688}{3,17} = 17,5$$

Vi får et P/E-forhold på 17,5. Det normale P/E-forholdet kan finnes ved 1/egenkapitalkravet, hvor egenkapitalkravet gjelder for 2019, som vi beregnet i 10.4.

$$\frac{1}{ekk} = \frac{1}{0,043} = 23,26$$

Her ser vi at vårt fundamentale P/E- forhold på 17,5 er lavere enn det normale P/E-forholdet. Forklaringen er at XXLs strategiske fordel er forventet å minke sammenlignet med nivået på dagens strategiske fordel. Slik som nevnt i kapittel 10.5 forventer vi at bransjefordelen avtar, mens ressursfordelen øker. Nettoeffekten er likevel slik som vist i 10.5, at strategisk avtar fra *moderat* strategisk fordel over analyseperioden til *liten* strategisk fordel i steady state. Reduksjonen skyldes at vi forventer at bransjefordelen minker som følge av at det blir vanskeligere for bransjen å nøytralisere inntrengere på samme måte som de har hatt mulighet til over analyseperioden. Dette kommer av at ny teknologi, forretningsmodeller og økt netthandel gjør det noe lettere for nye aktører å etablere seg. Retail Apokalypsen, slik som nevnt i 2.1 og 10.5 vil gjøre det vanskeligere for bransjen å opprettholde de historisk sett høye bransjefordelen i fremtiden, men vi argumenter likevel for at denne vil være liten som følge av at kjedestrukturen likevel vil stå sterkt.

På bakgrunn av disse argumentene mener vi både P/B og P/E-forholdet som vi har beregnet med utgangspunkt i verdierestimatet vårt fra den fundamentale verdsettelsen er rimelig. Dette skyldes at de samsvarer godt med hvordan vi forventet den strategiske fordelten forventes å utvikle seg fremover, slik som nevnt i kapittel 4.3 og 10.5.

Dette resulterer i at vi mener verdierestimatet vårt på 55,688 kr per XXL-aksje fremdeles virker rimelig. I neste delkapittel skal vi analysere usikkerheten til verdierestimatet vårt.

11.5 Usikkerhet i verdiestimatet

Konvergensprosessen ga et felles verdiestimat for verdsettelsesmetodene på XXLs egenkapital den 30.november 2018 på 6050,679 MNOK, hvilket tilsvarer en aksjekurs på 55,688 kroner. Etter å ha vurdert om verdiestimatet vårt er rimelig ved fundamental P/B og P/E analyse, i 11.4.4 holder vi inntil videre på verdiestimatet vårt. Spørsmålet videre er om vi kan akseptere at aksjekursen vi har beregnet faktisk er riktig, og hvor komfortable vi er til å gi andre en kjøps, hold eller salgsanbefaling. Bakgrunnen for dette skyldes at det nåværende verdiestimatet kun er et punkttestimat. Hittil har vi hverken undersøkt sensitiviteten, viktige budsjett og verdidrivere som gjennom verdsettelsesmodellen vår kan påvirke aksjekursen opp- og nedover. Dette ønsker vi å gjøre i dette kapitlet hvor vi vil benytte oss programvaren Crystal Ball som muliggjør simulering og sensitivitetsanalyse. Når usikkerheten i verdiestimatet analysert og redegjort for er vi hvert fall trygge på at vi har tatt nødvendige forholdsregler før vi definerer handlingsstrategien i kapittel 13.

11.5.1 Justering av verdiestimat for kortsiktig konkursrisiko

Det fundamentale verdiestimatet har tatt hensyn til konkursrisikoen gjennom fremtidskontantstrømmen og for eksempel gjennom gjeldskravet. Det skyldes at kredittrisikoen som inngår som et element i utregningen av kravet tar hensyn til konkurssannsynligheten. Derimot bør det vurderes om hvorvidt vi har hensyntatt konkursrisikoen nok i verdiestimatet. Knivsflå (2018, F19) foreslår at det kan være hensiktsmessig å justere det fundamentale verdiestimatet for kortsiktig konkursrisiko. Vi mener at vi ikke har tatt nok hensyn til kortsiktig konkursrisiko og ønsker derfor å gjøre dette. Selv om vi vet at sannsynligheten for konkurs for et børsnotert selskap med god kredittrating er liten, finnes det flere eksempler i historien om selskap som har svært god kredittrating, men likevel går konkurs (Grytten & Hunnes, 2016).

Knivsflå (2018, F19) forteller om to ulike måter vi kan ta hensyn til konkursrisikoen. Den ene går ut på å legge inn forventningene om konkurs i fremtidsregnskapet, og det andre er å håndtere konkursrisikoen separat. Ettersom vi som nevnt mener å ikke ha tatt godt nok hensyn til kortsiktig konkursrisiko ønsker vi følgelig å justere verdiestimatet vårt med den kortsiktige sannsynlighetsgraden for at XXL går konkurs, pluss en likvidasjonsverdi ved konkurs. Vi følger formelen for justering for kortsiktig konkursrisiko slik den er presentert i Knivsflå (2018, F19):

$$VEK = (1 - p) * FVEK + p * LVEK$$

Der VEK = verdien av egenkapital, p = sannsynligheten for konkurs, $FVEK$ = fundamental verdi av virkelig egenkapital, $LVEK$ = Likvidasjonsverdi av egenkapital.

I kapittel 10 antok vi at XXL har en syntetisk rating tilsvarende BBB. Ifølge Knivsflå (2018, F19) vil det være rimelig å legge til grunn en kortsiktig konkurssannsynlighet på 0,3 prosent for en virksomhet som har BBB rating. Likvidasjonsverdien settes til null ettersom eierne er bakerst i køen etter å få verdiene sine. Med disse antagelsene kan vi regne ut en aksjekurs etter kortsiktig konkurjusterung:

Aksjekurs etter justering for kortsiktig konkurrrisiko: $(1-0,003) * 55,688 + 0,003 * 0 = 55,52$ kr

Dermed er vårt oppdaterte verdiestimat for XXL aksjen på 55,52 kr.

Videre vil eventuell omtale av "konkursjustert aksjekurs" referere til aksjekursen ovenfor på 55,52 kr, som er det fundamentale verdiestimatet for en aksje justert for kortsiktig konkurrrisiko.

11.5.2 Simuleringsanalyse

I dette kapitlet skal vi synliggjøre usikkerheten rundt verdiestimatet vårt gjennom simulering. Verdiestimatene vi bruker er den kortsiktige konkurjusterte aksjekursen på 55,52 kr fra forrige delkapittel. Ved simulering kommer vi til å la de viktigste budsjett og verdidrivere være stokastiske variabler, slik at budsjett og verdidriveren får en fordeling istedenfor kun å være et punkt estimat. Det er viktig å merke seg at ettersom vi i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet i kapittel 9 forutsetter lineær utvikling mellom budsjettene 1,2, M og T. Dermed blir disse variablene stokastiske variabler ettersom vi tillater de å kunne få en tilfeldig verdi innenfor et rimelig intervall definert av standardavviket vi setter.

11.5.2.1 Kritiske budsjett og verdidrivere

Det finnes flere kritiske budsjett og verdidrivere for XXL som er avgjørende for verdiestimatet vårt. Knivsflå (2018, F19) kommer med forslag på følgende kritiske drivere som er kritiske verdi- og budsjett drivere for hvordan *fremtidig* utvikling utarter seg for selskapet. Disse er henholdsvis *budsjettthorisonen*, *netto driftsmargin*, *omløpet til netto driftseiendeler* og *netto*

driftskrav. Dette er interessant for oss siden vi ønsker å vite hvor sensitive estimatene våre for egenkapitalen til XXL er for variasjon i disse underliggende driverne.

11.5.2.2 Standardavvik og sannsynlighetsfordeling

Ettersom fordelingene til de kritiske budsjett- og verdidriverne våre er ukjente kan disse estimeres ved å se på historiske standardavvik (Damodaran, 2012). Vi bruker den innbygde funksjonen STDEV i Excel og finner standardavviket for den enkelte budsjett og verdidriver over budsjettperioden. Disse er presentert i tabell 11-14. Slik som vi ser av tabellen har standardavviket for driveren driftsinntektsvekst vært lavere for XXL enn bransjen som helhet i analyseperioden. Standardavviket til netto driftsmargin har derimot vært høyere, mens standardavviket til XXL for omløpet til netto driftseiendeler er litt lavere i XXL sammenlignet med bransjen.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Std. XXL	Std. Bransjen
div	26 %	29 %	30 %	24 %	20 %	11 %	12 %	7,7 %	9,6 %
ndm	13 %	12 %	14 %	9 %	7 %	6 %	5 %	3,5 %	1,3 %
onde	0,54	0,66	0,78	0,93	1,07	1,09	1,14	23,2 %	24,7 %

Tabell 11-14 Historisk standardavvik for budsjett og verdidrivere

Videre trekker Knivsflå (2018, F19) frem at usikkerheten er betydelig mindre på lang sikt fremfor kort sikt. Derfor vil det være hensiktsmessig å tillegge budsjettpunktene på kort sikt høyere standardavvik enn i steady state. Derfor velger vi å benytte historisk standardavvik på kort sikt, hvilket omfatter budsjettpunkter 1 og 2. På mellomlangt sikt vil budsjettpunkt M sitt standardavvik justeres med en faktor på 1,5 slik at standardavviket for driveren i M er 50 prosent større en henholdsvis budsjettpunkt 1 og 2. Dette gjøres som følge av at usikkerheten er større på mellomlangt sikt enn kort og lang sikt. I tabell 11-15 til 11-17 har vi presentert en oversikt over viktige forutsetninger som er vi har lagt inn i Crystal Ball.

Budsjettpunkt	År	Forventet driftsinntektsvekst	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
1	2019	12 %	7,74 %	Normalfordelt
2	2021	10 %	7,74 %	Normalfordelt
M	2025	5 %	11,60 %	Normalfordelt
T	2030	2 %	U(1%;3%)	Uniform fordeling

Tabell 11-15 Forutsetninger for driftsinntektsvekst

Budsjettpunkt	År	Forventet vekst i netto driftsmargin	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
1	2019	4,7%	3,50%	Normalfordelt
2	2021	5,0%	3,50%	Normalfordelt
M	2025	4,0%	5,25%	Normalfordelt
T	2030	3,5%	U(2%;5%)	Uniform fordeling

Tabell 11-16 Forutsetninger for netto driftsmargin

Budsjettpunkt	År	Forventet vekst i omløpshastighet	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
1	2019	1,01902	23,23%	Normalfordelt
2	2021	1,25000	23,23%	Normalfordelt
M	2025	1,35500	34,84%	Normalfordelt
T	2030	1,58345	17,00%	Normalfordelt

Tabell 11-17 Forutsetninger for omløpet til netto driftseiendeler

Slik vi ser av tabellene ovenfor har vi også spesifisert sannsynlighetsfordelingen for hver driver i hvert budsjettpunkt. Som nevnt innledningsvis er det ønskelig at driverne er stokastiske for å synliggjøre usikkerheten i estimatene.

Vi har forutsatt at samtlige drivere har en normalfordelt sannsynlighetsfordeling for budsjettpunkt 1, 2 og M. Derimot ser vi at i budsjettpunkt T for driftsinntektsveksten og netto driftsmargin har disse en uniform fordeling, mens omløpet til netto driftseiendeler er normalt fordelt. Bakgrunnen for hvorfor en uniform fordeling velges i T er at enkelte verdier anses som umulig å kunne opprettholde på lang sikt. Et eksempel på dette er at driftsinntektsveksten ikke kan overstige veksten i verdensøkonomien.

I budsjettpunkt T for omløpet til nettodriftseiendeler har vi satt et standardavvik på 23,23 prosent etter skjønn. Ettersom standardavviket i budsjettpunkt T skal være betydelig mindre enn på kort sikt, fremsto det for oss urimelig å sette et standardavvik høyere enn standardavviket på kort sikt.

11.5.2.3 Andre kritiske faktorer

Videre er det flere andre faktorer som vil kunne påvirke verdiestimatene fra verdsettelsesmetodene. Dette skyldes at faktorene er med å påvirke beregningen av eksempelvis avkastningskrav. Overvurdert avkastningskrav fører til undervurdert verdiestimat, og undervurderte avkastningskrav kan føre til overvurderte verdiestimer (Penman, 2010). De kritiske faktorene som benyttes her er egenkapitalbeta, markedets risikopremie, risikofri rente etter skatt og finansiell gjeldsandel. Forutsetningene for disse er også lagt inn i Crystal ball. Tabell 11-18 viser hvilken sannsynlighetsfordeling og standardavvik vi legger til grunn.

Kristiske faktorer	År	Forventet verdi	Standardavvik	Utsynlighetsfordeling
Langsiktig risikofri rente	2030	2,2 %	U(1,1%;3,3%)	Uniformt fordelt
Markedets risikopremie	2030	5,0 %	U(4,5%;5,5%)	Uniformt fordelt
Egenkapitalbeta	2019	0,67	7 %	Normalfordelt
Langsiktig finansiell gjeldsdel	2030	50,0 %	U(48%;52%)	Uniformt fordelt

Tabell 11-18 Andre kritiske faktorer

For langsiktig risikofri rente benytter vi en uniform fordeling der vi setter grenseverdiene til henholdsvis 1,1 prosent og 3,3 prosent på nedre og øvre grense. Markedets risikopremie er som forventet til å ligge konstant på 5 prosent, men vi tillater den å være stokastisk innenfor et avgrenset intervall. Langsiktig finansiell gjeldsdel forventes å gå mot 50 prosent på sikt og vi setter en nedre og øvre grense på henholdsvis 48 og 52 prosent. Egenkapitalbetaen som vi har lagt til grunn er hentet fra kapittel 7.1.4 der vi gjennomførte en regresjon med avkastningen på XXL-aksjen mot avkastningen på indeksen til Oslo Børs. Dette blir dermed egenkapitalbetaen for slutten av året 2018. Egenkapitalbetaen som brukes her er justert.

11.5.2.4 Korrelasjon mellom drivere

Videre er vi nødt til å ta hensyn til at driverne presentert ovenfor kan korrelere med hverandre. Etersom simuleringen vi benytter oss av utfører trekninger av verdier for driverne fra ulike fordelinger, vil en korrelert trekning innebære at utfallet av en trekning, påvirker utfallet av minst en trekning (Knivsflå, 2018, F19). Dette være problematisk dersom korrelasjonen er for høy. Crystal ball lar oss definere korrelasjoner mellom variabler i datasettet vårt. I forbindelse med simuleringen har vi hensyntatt fire korrelasjoner mellom de ulike driverne. En korrelasjonsmatrise for driverne er presentert i tabell 11-19.

Netto driftsmargin og drivinntektsvekst er tillagt er korrelasjon på 0,3 ettersom netto driftsmargin gjerne følger veksten i driftsinntekten. Videre forutsetter vi en korrelasjon på -0.1 mellom omløpet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin, på bakgrunn av selskap som har høy driftsmargin ofte har lavt omløp på netto driftskapital (Knivsflå, 2018, F19). Videre setter vi en korrelasjonsfaktor på 0,5 mellom finansiell gearing (fgd) og netto driftsmargin som følge av at virksomheter som har svært høye marginer, ofte har mulighet og evne til å påta seg større

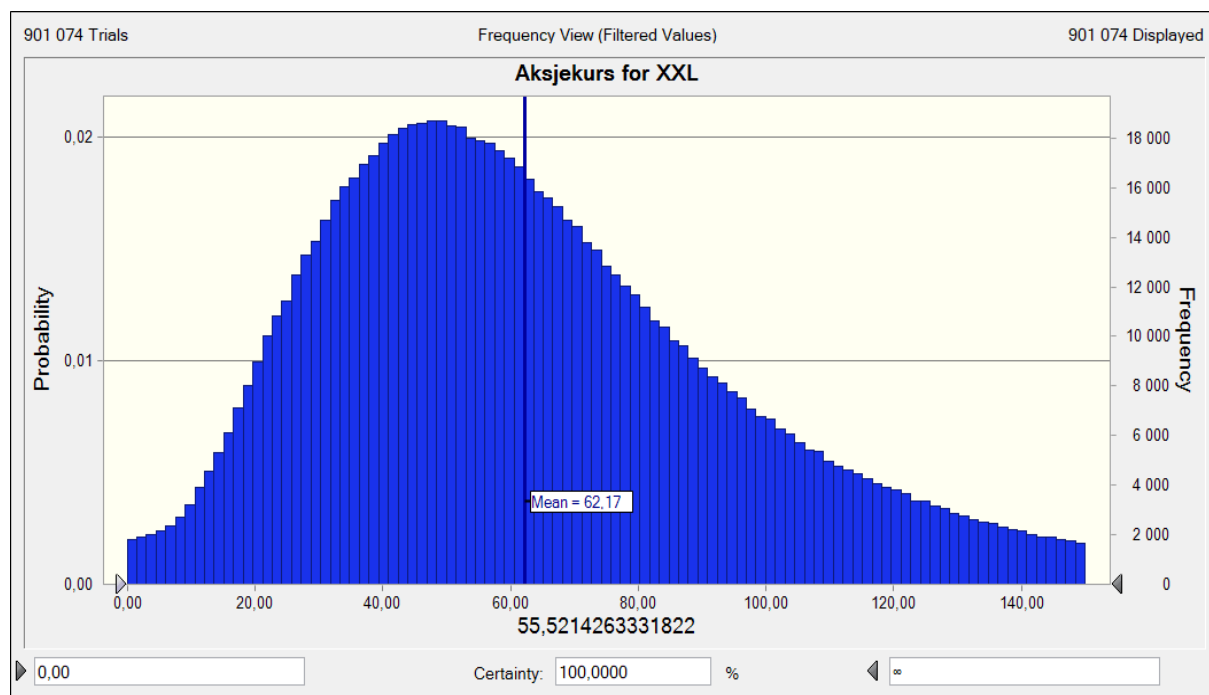
andel gjeld i forhold til egenkapital (Knivsflå, 2018, F19). Korrelasjonen mellom driftsinntektsvekst og markedets risikopremie settes til 0,2.

Korrelasjonsmatrise for drivere				
	div	onde	fgd	mrp
ndm	0,3	-0,1	0,5	
div t				0,2

Tabell 11-19 Korrelasjonsmatrise for ulike drivere

11.5.2.5 Monte carlo- simulering

Vi har gjennomført en Monte Carlo-simulering av XXL- aksjen med 1 000 000 trekninger i Crystal Ball. Intervallet for aksjekursen (i kroner) er satt til [0,150] for å filtrere bort ekstremverdier. Nedre grensen er satt til 0 ettersom eierne ved en potensiell konkurs vil ha begrenset ansvar (Knivsflå, 2018, F19). Øvre grense er satt til 150 basert på skjønn, ettersom vi mener det er urealistisk at XXL aksjen skal tilbake på dette nivået. Vi har lagt til grunn aksjekursen fra 55,52 kr i simuleringen som er det fundamentale aksjekursen fra 11.5.1 justert for kortsiktig konkursrisiko. Figur 11-4 viser resultatet fra simuleringen.



Figur 11-4 Monte Carlo Simulering

Statistic	Forecast values
Trials	901 074
Base Case	55,52
Mean	62,17
Median	57,77
Mode	49,15
Standard Deviation	31,02
Variance	962,11
Skewness	0,5701
Kurtosis	2,83
Coeff. of Variation	0,4989
Minimum	0,00
Maximum	150,00
Range Width	150,00
Mean Std. Error	0,03
Filtered Values	98926

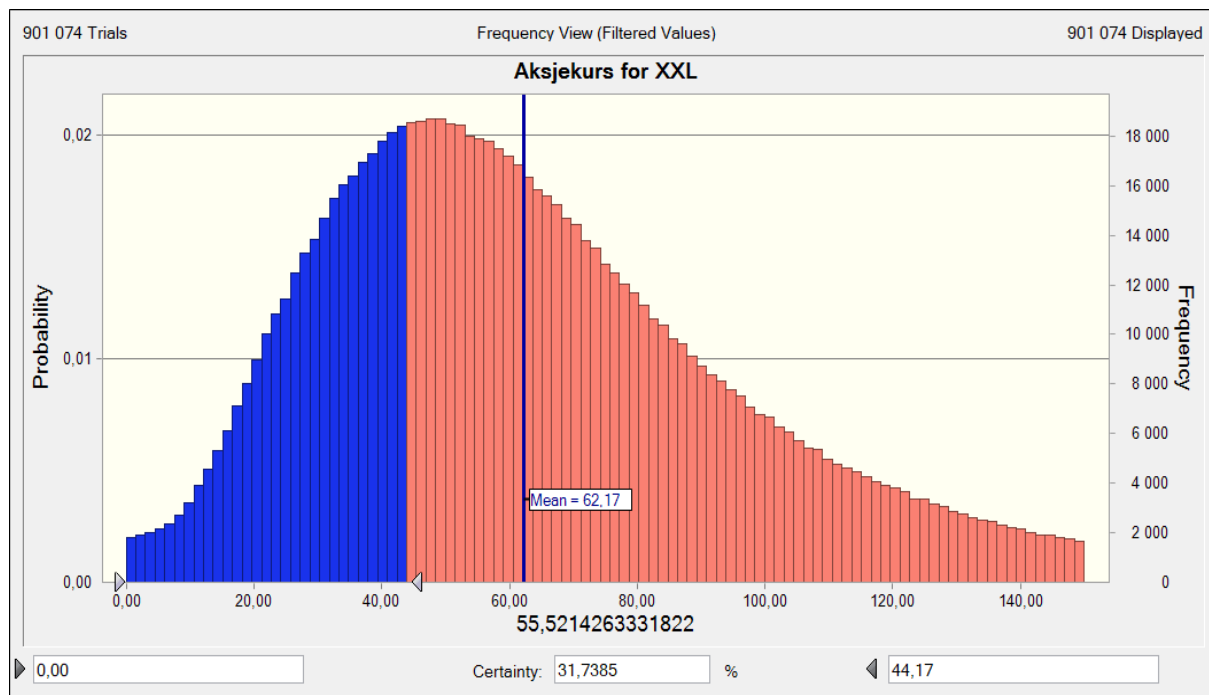
Tabell 11-20 Informasjonsutskrift fra tabellen

Etter simuleringen av XXLs aksjekurs gir Crystal ball oss mye informasjon om usikkerheten rundt estimatet av aksjekursen. Av tabell 11-20 ser vi en del informasjon som er nyttig å gå raskt igjennom. "Trials" refererer til antall trekkninger som havner innenfor kursintervallet på [0,150]. Under simuleringen ble 98926 verdier filtrert ut. "Base case" refererer til den konkurjusterte aksjekursen på 55,52 NOK som vi la til grunn for simuleringen. Gjennomsnittskursen fra simuleringen ligger på 62,17. Dette er noe høyere enn vårt verdiestimat på XXL-aksjen. Simuleringen anslår en aksjekurs som ligger omtrent 12 prosent høyere enn vårt fundamentale aksjeestimat. Medianen er 57,77 hvilket betyr at halvparten av observasjonene for aksjekursene er å finne på nedsiden av dette tallet. Vi ser av figur 11-4 at fordelingen har en "skewness" på 0,5701 hvilket gjør fordelingen skjev i positiv retning. Den minste verdien registrert i simuleringen er 0 hvilket betyr at det forekom trekkninger der aksjekursen var null, hvilket betyr konkurs. "Coeff. of variation" er det prosentvise standardavviket. Denne er på omtrent 50 prosent hvilket betyr at det er heftet stor usikkerhet til verdiestimatet.

Oppsidepotensial og nedsiderisiko

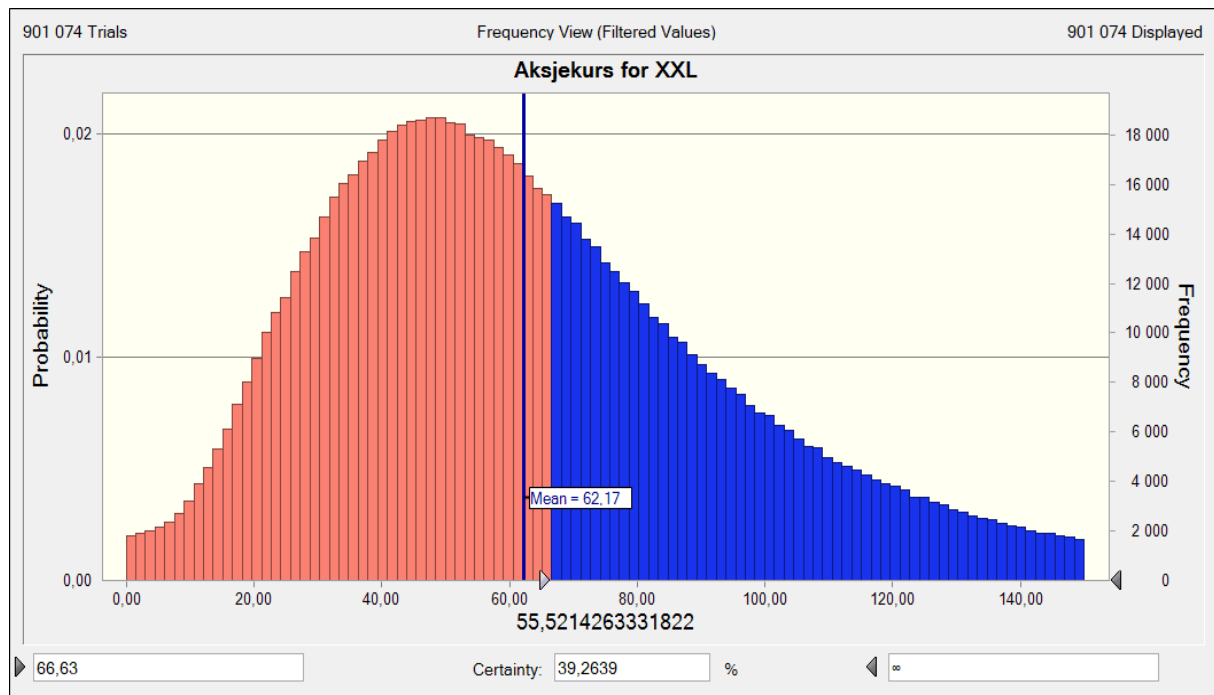
Videre foreslår Knivsflå (2018, F19) å analysere nedsiderisikoen og oppsidepotensialet. Dette gjøres ved å ta utgangspunkt i verdien som ble benyttet som "base case" i simuleringen, altså den aksjekursen vi fant fra den fundamentale verdsettelse til å være 55,52 NOK. I analysen av nedsiderisiko se vi på sannsynligheten for at en aksjekurs vil befinne seg under 80 prosent verdi av forventet verdi. Med en forventet verdi på 55,52 NOK betyr det å undersøke sannsynligheten

for at aksjekursen havner under $55,52 * (1-0,8) = 44,17$ NOK. Av figur 11-5 ser vi at det er 31,73 prosent sannsynlighet at selskapsverdien til XXL vil ligge 80 prosent under forventet verdi.



Figur 11-5 Nedsiderisiko: Verdi < 80% av forventet verdi

Videre analyserer vi oppsidepotensialet på samme måte. Her er vi interessert i hvor stor sannsynligheten er for at aksjekursen ligger 120 prosent over forventet verdi. Det vil si hvor sannsynlig det er at en aksje vil ligge på en verdi høyere enn $55,52 * 1,2 = 66,63$ kr. Sannsynligheten for at selskapsverdien til XXL er 120 prosent av forventet verdi er 39,26 prosent, slik som vist i figur 11-6.



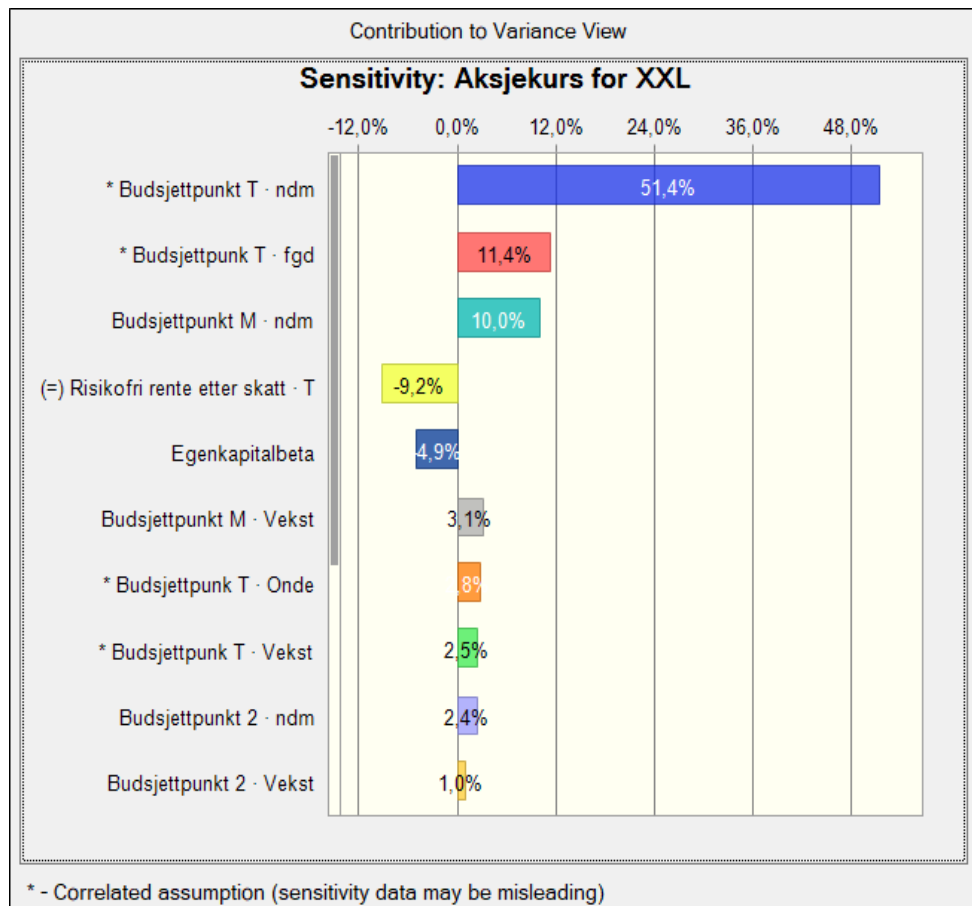
Figur 11-6 Oppsidepotensial: Verdi > 120% av forventet verdi

11.5.3 Sensitivitetsanalyse for estimatet

Videre finnes det flere verktøy som kan anvendes for å analysere sensitiviteten. I Knivsflå (2018, F19) poengteres det at en variasjonsanalyse kan være nyttig å gjennomføre for å avdekke de ulike budsjettvariablenes bidrag til variasjon i verdiesimatet. Crystal Ball lager automatisk ulike sensitivitetsanalyser. Budsjettvariablenes bidrag til variasjonen i verdiesimatet er vist i figur 11-7 og figur 11-8.

Budsjettvariabler	Bidrag til varians
* Budsjettpunkt T · ndm	51 %
* Budsjettpunkt T · fgd	11 %
Budsjettpunkt M · ndm	10 %
(=) Risikofri rente etter skatt · T	9 %
Egenkapitalbeta	5 %
Budsjettpunkt M · Vekst	3 %
* Budsjettpunkt T · Onde	3 %
* Budsjettpunkt T · Vekst	2 %
Budsjettpunkt 2 · ndm	2 %
Budsjettpunkt 2 · Vekst	1 %
Budsjettpunkt 1 · ndm	0 %
Budsjettpunkt 1 · Vekst	0 %
Budsjettpunkt M · Onde	0 %
* markedets risikopremie · T	0 %
Budsjettpunkt 2 · Onde	0 %
Budsjettpunkt 1 · Onde	0 %

Figur 11-7 Budsjettvariablenes bidrag til varians

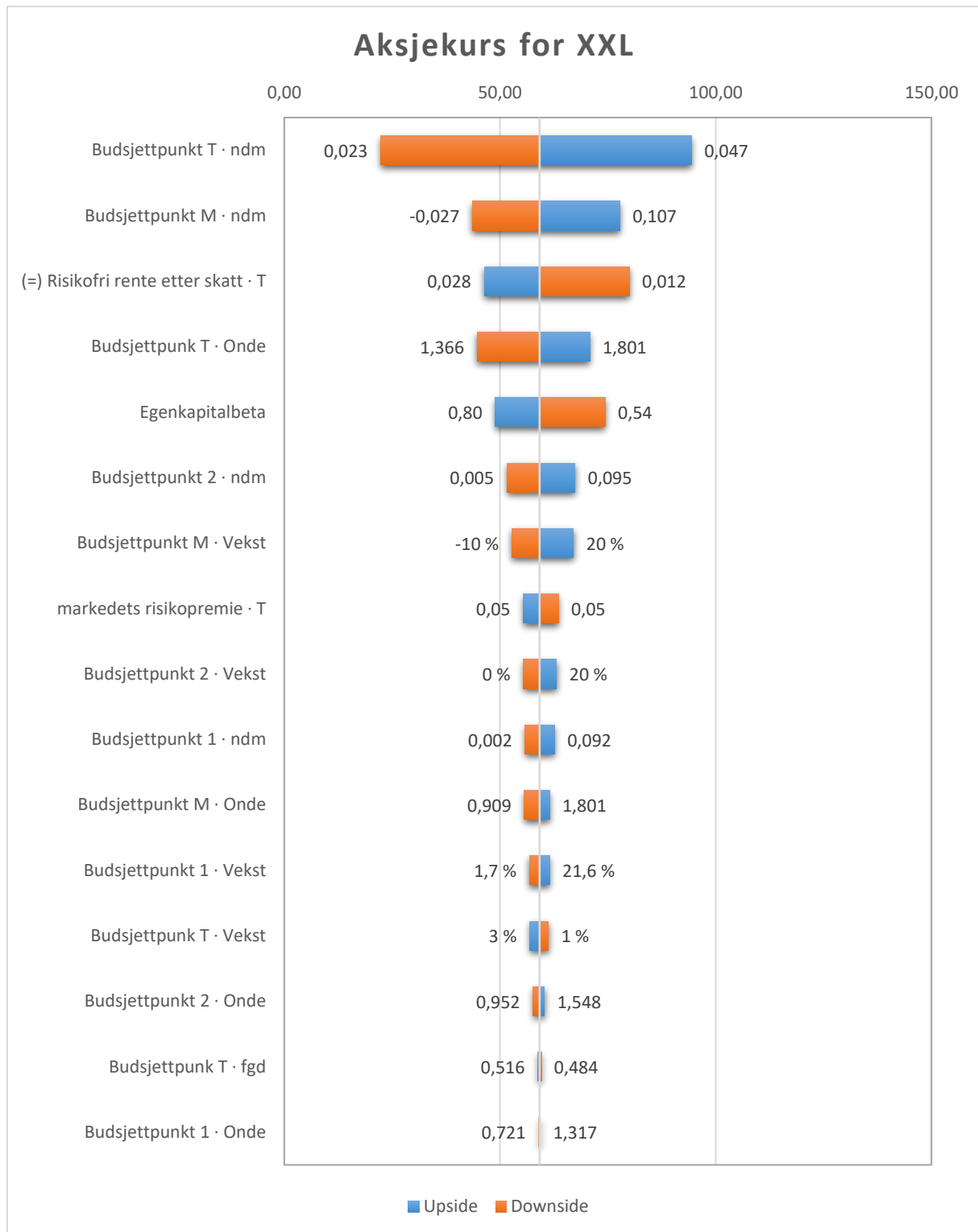


Figur 11-8 Forklaring av variasjon til verdiestimatet

Av figur 11-8 ser vi at netto driftsmargin i steady state bidrar mest til variasjonen i aksjekursen for XXL. Dette er rimelig ettersom netto driftsmargin vil være med å avgjøre hvor mye resultat som XXL klarer å profitere på av salgsinntektene som genereres. Desto høyere margin, jo større vil sannsynligvis kontantstrømmen bli til de ulike kapitalene. Videre er finansiell gjeldsdel og netto driftsmargin henholdsvis nummer to og tre av variablene som bidrar med mest av variasjon i verdiestimatet.

11.5.3.1 Tornadoanalyse

Tornadoanalyse er en fin tilleggsanalyse som illustrerer hvordan endringer i størrelse på verdiene på budsjettdriverne påvirker aksjekursen til XXL. Tornadoanalysen er vist i figur 11-9 for XXL- aksjen. Her ser vi at dersom netto driftsmargin i steady state (T) blir 4,7 prosent ville aksjekursen vært rundt 90 kr. Dersom netto driftsmarginen hadde vært 2,3 prosent ville midlertidig aksjekursen vært i nærheten av 25kr. Dette viser hvor usikkert verdiestimat vårt er, spesielt i steady state, som er veldig utslagsgivende for hvilken pris vi kan forvente.



Figur 11-9 Tornadodiagram for gjennomført Tornadoanalyse

11.6 Oppsummering av verdiestimat og usikkerhet

I dette kapitlet har vi verdsatt egenkapitalen til XXL ved egenkapitalmetoden og selskapsmetoden. Modellene vi har bygget har tatt utgangspunkt i fremtidsregnskapet fra kapittel 9 og fremtidskravene beregnet i kapittel 10. Etter en innføring i teorien rundt de ulike verdsettelsesmodellene ble det gjennomført en konvergensprosess resulterte i et felles endelig verdiestimat på egenkapitalen til XXL på 7446,051 MNOK, hvilket tilsvarer en aksjekurs på 55,688 kr.

Deretter ble dette verdiestimatet konkursjustert med 0,3 prosent, hvilket tilsvarer sannsynligheten for konkurs for et BBB-ratet selskap. Vårt oppdaterte verdiestimat per aksje ble da 55,52 kr. Etter dette ble det gjennomført en Monte Carlo-simulering med utgangspunkt i den den konkursjusterte aksjekursen og deretter en rekke sensitivitetsanalyser.

Monte Carlo simuleringen ga oss verdifull informasjon om usikkerheten knyttet til verdiestimatet vårt. Gjennomsnittlig aksjekurs fra 1 000 000 simuleringer var 62,17 kr med tilhørende prosentvis standardavvik på 49,9 prosent, altså en aksjekurs noe høyere enn utgangspunktet vårt. Sensitivitetsanalysen om hver budsjettdrivers påvirkning på variasjonen i verdiestimatet, viste oss at netto driftsmargin, finansiell gjeldsdel og egenkapitalbeta i størst grad forklarer variasjonen i verdiestimatet vårt.

Tornadoanalysen viste oss at aksjekursen i stor påvirkes dersom noen av verdiene til budsjettdriverne endres. I vår simulering var det netto driftsmarginen i steady state som hadde størst påvirkning på aksjekursen dersom denne endret seg. Sammenhengen er positiv hvilket innebærer at ved økt netto driftsmargin vil vi forvente enn høyere aksjekurs. Dette er naturlig ettersom høy netto driftsmargin typisk innebærer større kontantstrømmer. Vi så at dersom netto driftsmargin var 4,7 prosent i steady state ville det gi oss en aksjekurs på omtrent 90 kr. Det er med andre ord stor usikkerhet rundt verdiestimatet vårt og de forutsetningene om korrelasjon, og standardavvik til fordelingene for budsjettdriverne.

På bakgrunn av funnene våre fra den fundamentale verdsettelsen og innsikten fra analysen av usikkerhet, mener vi det er fremdeles riktig å holde på verdiestimatet vårt per aksje på 55,688. Vi ønsker å understreke at det er heftet stor usikkerhet rundt vårt estimat, og slik som vi så av analysen av både oppsidepotensial og nedsiderisikoen, så er det etter vår mening betydelig sannsynlighet for at aksjekursen kan havne under 80 prosent av forventet verdi ($p= 31,7$ prosent), men også over 120 prosent av forventet verdi ($p= 39,26$ prosent).

Verdiestimatet vårt på 55,52 kr per aksje, er høyere enn aksjekursen i markedet på verdsettelsestidspunktet, hvilket 30.11.2018 var 43,50 kr. Slik som beregnet i kapittel 11.4.4 fant vi ut at det fundamentale pris/bok-forholdet var 2,06. Siden forholdet er større enn 1 betyr det at XXL generer merverdier utover eiendelene sine. Kaldestad og Møller (2016) forklarer dette med at selskapet kan være i en strategisk posisjon, som følge av enten ressursfordeler eller bransjefordeler som gjør at selskapet klarer å ha en lønnsomhet utover kravet.

I kapittel 10.5 så vi at XXL har en egenkapitalrentabilitet som er forventet å være større enn avkastningskravet i steady state, hvilket betyr at XXL genererer verdier utover det investorene krever av avkastning på egenkapitalen. Denne superrentabiliteten forventes å være mindre i fremtiden sammenlignet med hva den har vært i analyseperioden. Likevel vil denne strategiske fordelene kunne forklare hvorfor vårt verdiestimat er høyere enn markedsverdien på Oslo børs. I kapittel 8.4 oppsummerte vi at XXL over analyseperioden har hatt en negativ omløpsfordel, hvilket betyr at XXL genererer mindre driftsinntekter på kapitalen investert i selskapet sammenlignet med bransjen. Derimot forventes denne å øke i fremtiden til tidsvektet bransjegjennomsnitt. Dette er budsjettert inn i fremtidsregnet, hvor økningen vil skje jevnt til steady state, som nevnt i 9.3.2. Bakgrunnen skyldes at vi forventer at netthandelen vil utgjøre en større andel av omsetningen som er mindre kapitalintensiv enn fysiske varehus, i tillegg at nye varehus etablerer seg i deres respektive geografiske marked. Samlet sett slik som nevnt i 10.5 forventer vi at ressursfordelen til XXL vil utgjøre paritet i fremtiden. Dette betyr ikke at XXL ikke kan være lønnsom for investorer. Å ha en paritet i ressurser kan være likevel være attraktivt, dersom bransjen er lønnsom. Det sistnevnte bekrefter analysene våre hvor vi forventer at XXL vil ha en liten positiv bransjefordel i fremtiden. Dette forklares ut fra den eksternorienterte analysen hvor vi i 4.3 peker på at blant annet sosiokulturelle faktorer som at sport har blitt svært trendy og populært vil være med å drive etterspørselen etter sportsartikler. I tillegg konkluderte vi med utgangspunkt i konkurranseanalysen ved Porter i 4.1.2.6, slik som også nevnt i 11.4.4, at bransjens evne til å stå imot inntrengere anses som fortsatt høy nok til å generere en bransjefordel. Betydningen av å ha stordriftsfordeler og være en del av en større sportsskjede, trekker mot at en liten bransjefordel opprettholdes.

Slik som beskrevet ovenfor vil summen av faktorene trekke mot at selv om verdiestimatet vårt er høyere enn hva markedet mener ved verdsettelsestidspunktet, finnes det en strategisk forklaring med utgangspunkt i den strategiske analysen i kapittel 4, samt kvantifiseringen av strategisk fordel i 8.4 og den strategiske rentabilitetsanalysen i 10.5. I kapittel 13 når vi

presenterer vår handlingsstrategi vil disse momentene som presenteres her være relevante og gjeldende for hvilken handling vi anbefaler.

Videre skal vi benytte oss av komparativ verdivurdering som et supplement til det fundamentale verdiestimatet vårt.

12 Komparativ verddivurdering

I dette kapittelet skal vi supplere den fundamentale verdsettelsen gjennomført i kapittel 11 med en komparativ verddivurdering. Slik som nevnt i kapittel 3 er hensikten med dette å forsterke påliteligheten rundt verdierestimater vi nå har utarbeidet i kapittel 11. Fra den fundamentale verdsettelsen fant vi verdierestimater på egenkapitalen til XXL, etter justering for kortsiktig konkursrisiko å være 7722,614 MNOK hvilket tilsvarte en aksjekurs på 55,52 kr per aksje. Det er viktig å understreke at verdierestimater i kapittel 11 har flere momenter knyttet til fremtidig vekst som er usikre, som følge av antagelser lagt til grunn for flere av budsjettdriverne. For å øke påliteligheten benyttes rammeverket til Knivsflå (2018, F23), slik at det fundamentale verdierestimater tillegges ekstra substans ved komparativ verddivurdering.

I rammeverket til Knivsflå (2018, F23) skilles det mellom to ulike modeller. Disse to modellene kalles for komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. I denne masterutredningen valgte vi å utelukke den opsjonsbaserte metoden fra vår analyse. Bakgrunnen for dette ble drøftet i kapittel 3.3, men det knytter seg primært til at en slik metode ikke passer med bransjen XXL operer i. Det skyldes at opsjonsbaserte metoder passer bedre for selskaper som er mer teknologirettet eller har mye patenter (Kaldestad & Møller, 2016). I dette kapittelet vil fokuset derfor være på komparativ verdsettelse. Innenfor komparativ verddivurdering er det to modeller som benyttes, hvilket er multiplikatormodeller eller substansverdimodeller. Hovedfokuset vårt er multiplikatormodellen ettersom vi mener at den vil passe best til det type selskap XXL er. I tillegg er multiplikatormodellen mer brukt av selskaper på børs.

En multiplikatormodell verdsetter selskaper ved bruk av relativ prising av sammenlignbare selskaper (Kaldestad & Møller, 2016). Fremgangsmåten er at man henter ut ulike regnskapstall og multipliserer disse med en såkalt faktor (multiplere). Eksempler på regnskapstall er omsetning, EBITDA og EBIT. En utfordring ved multiplikatormodellen er at det forutsettes en viss bransjeforståelse for hvilke multiplere som er relevante i sammenligningsgrunnlaget. Ikke alle vil være relevante for alle selskaper. Ved lav inngående bransjekunnskap kan ukritisk bruk av multiplere gi misvisende utfall på verdierestimater, hvilket ikke er ønskelig. På bakgrunn av innsikten vi har opparbeidet oss av sportsbransjen vurderer vi det til at bruken av multiplikatormodellen vil øke påliteligheten for vårt verdierimat.

Fordeler ved bruk av multiplikatormodeller er ifølge Kaldestad og Møller (2016) at den er lite tidkrevende, relativt enkel og intuitiv. Det skal for eksempel ikke utarbeides langsiktige

fremtidsprognoser. Videre vil modellen gi en slags pekepinn på hva markedet priser selskapet til. Dette er i motsetning til fundamental verdsettelse der det er de underliggende verdiene som danner grunnlaget for verdiestimatene. En tredje gevinst er muligheten for å sammenligne flere selskaper samtidig. Kaldestad og Møller (2016) peker også på flere ulemper det er viktig å være klar over. For det første skyldes det at mange av forutsetningene som legges til grunn gjøres av vedkommende som verdsetter, slik at i mange tilfeller oppfylles ikke kravene man setter til vekst, risiko og størrelse. For det andre er verdiestimatet på modellen en kortsiktig prognose, slik at tidsintervallet sjeldent er lengre enn tre til fem år. Den kanskje største utfordringen er valget av sammenlignbare selskaper. Eksempelvis kan det by på utfordringer å sammenligne et børsnotert selskap med et selskap som ikke er børsnotert ettersom de vil ha litt ulik risikoeksponering og markedsverdien i et ikke-børsnotert selskap er mindre pålitelig enn for børsnoterte selskaper på grunn av lavere omsettelighet av aksjer. En annen utfordring med dette er at det i mange tilfeller kan det være et begrenset antall selskaper som det går an å sammenligne seg med. Dette kan gjøre sammenligningsgrunnlaget svakere, hvilket fører med seg økt risiko og usikkerhet.

Slik som vi nå har redegjort for, velges en komparativ verdivurdering ved bruk multiplikatormodellen til å belyse og øke påliteligheten til vårt verdiestimat.

I Kaldestad og Møller (2016) skisseres det tre steg for gjennomføringen av en komparativ verdivurdering. Det starter med å først finne riktige komparative selskaper, deretter valg av multipler, og avslutningsvis regne ut verdien på egenkapitalen på bakgrunn av de observerte multiplene i steg 2 (Kaldestad & Møller, 2016). Vi starter med steg 1 som går ut på å finne komparative selskaper.

12.1 Valg av komparative selskaper for verdsettelsen

I valget av sammenlignbare (komparative) selskaper så bør selskapene være mest mulig lik XXL og kjennetegnene ved sportsbransjen. Kaldestad og Møller (2016) peker på at de komparative selskapene helst bør operere i samme markedet. Videre legger de frem ulike kriterier som bør vektlegges når man velger sammenlignbare selskaper (Kaldestad & Møller, 2016). Et av kriteriene handler om størrelsen på selskapene. Det bør derfor velges et selskap som er på samme størrelse som XXL. Størrelsesforholdet kan typisk være omsetning og samme geografiske sted, hvilket innebærer at inntektene til selskapene helst bør genereres fra samme marked. Bakgrunnen for hvorfor selskapene burde være så like som mulig er slik at multiplene

som benyttes som sammenligningsgrunnlag, faktisk øker påliteligheten i verdiestimatet. Andre kriterier er at det er positivt om selskapene operer med likt rentenivå, finansielle risiko og skattesatser. I vårt tilfelle kan dette by på noen utfordringer ettersom mange av konkurrentene til XXL befinner seg i utlandet og dermed kan ha ulike verdier av de som er nevnt ovenfor. Valg av sammenlignbare selskaper kan være en krevende prosess, på bakgrunn av alle kriteriene som helst skal være oppfylt. Likevel går det an å gjennomføre en god komparativ verdivurdering selv om ikke alle kriteriene er oppfylt.

For vår del mener vi det er naturlig og riktig å bruke selskaper i utlandet som er sammenlignbare selskaper med XXL. Bakgrunnen for dette er at det ikke finnes andre norske børsnoterte sportskjeder. Vi mener det blir litt feil å eksempelvis benytte en rekke mindre norske sportskjeder ettersom størrelsen på mange av disse er langt mindre enn XXL. Størrelse var et av kriteriene til Kaldestad og Møller (2016) i valget av komparative selskap. Samtidig mener vi børsnoterte selskaper også er mer lik XXL når det kommer til finansiell risiko. Derfor mener vi det blir rimelig å sammenligne XXL med andre børsnoterte sportskjeder. I kapittel 2 og 5 blir valg av komparative selskaper drøftet. I komparativ verdivurdering har vi derimot kun valgt selskapene JD Sports og Sports Direct, som introdusert i kapittel 2.7. Bakgrunnen for hvorfor disse to selskapene er valgt er at de er begge sportskjeder og børsnoterte. I den komparative verdivurderingen har vi bevisst valgt å ikke ta med andre børsnoterte selskaper som ikke kan sies å være en sportskjede. Det skyldes at vi mener for lite av inntektene fra selskapet ikke generes sportssegmentene XXL konkurrerer i. Her er Europris et eksempel. Videre finnes substitutter til sportskjedene slik som Zalando, men de er heller ikke tatt med av samme hensyn. I tillegg har vi i denne masterutredningen omgruppert og justert resultatregnskapet og balanse til samtlige selskaper i komparativ bransje. Dette vil si at vi har omgruppert og justert regnskapene til JD Sports, Sports Direct og XXL. Derfor mener vi også det blir feil å sammenligne XXL med selskaper som vi ikke har gjennomført tilsvarende omgruppering og justering for.

Sports Direct og JD Sports opererer med en annen skattesats enn XXL. Dette er en av utfordringene ved å velge utenlandske selskaper. Likevel mener vi at siden begge er børsnoterte og har relativt lik profil og forretningsområder, blir dette et bedre sammenligningsgrunnlag for å utføre en komparativ verdivurdering. Vi er likevel klar over at multiplikatormodellen har sine svakheter knyttet til estimatene, hvilket betyr at vi vil ha et kritisk blikk til de resultatene vi får. I neste delkapittel velger vil hvilke multipler som skal brukes.

12.2 Multipler

Det er to ulike metoder innenfor multiplikatormodellen (Knivsflå, 2018, F23). Den ene er egenkapitalmetoden, og den andre er selskapskapitalmetoden. Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen direkte. Her blir en valgt multiplikator multiplisert med bokført egenkapital. Selskapsmetoden kjennetegnes ved at det er en indirekte metode. I denne metoden trekkes netto finansiell gjeld fra en multiplikator som er multiplisert med bokført egenkapital.

I vår analyse vil vi bruke både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Selskapskapitalmetoden har sine fordeler ved at den tar bedre hensyn til kapitalstrukturen til de ulike selskapene, noe egenkapitalmetoden ikke tar hensyn til (Knivsflå, 2018, F23).

Multipler har ulik betydning i den komparative verdivurderingen. Det betyr at multiplene måler ulike aspekter ved virksomheten (Kaldestad & Møller, 2016). Det er normalt å skille mellom tre type multipler: resultat/kontantstrømorienterte, balanseorienterte og ikke-finansielle. Det er både fordeler og ulemper med de ulike multiplene. Disse vil vi diskutere løpende etter hvert som vi presenterer de ulike multiplene. Tabell 12-1 viser aksjekursene til XXL, Sports Direct og JD Sports den 30. november 2018, som er datoen vi satt for vår fundamentale verdsettelse i kapittel 11. Valutakursene er hentet fra samme dag fra Norges Bank (Bank, 2018,e). Hensikten er å ha lik valuta i utregningene. Tallene som presenteres i tabell 12-1 er oppgitt fullt ut uten desimaler og er omregnet til NOK.

	XXL	JD SPORTS	SPORTS DIRECT
Valuta	NOK	GBP	GBP
Aksjekurs 30. Nov 2018	43,50	3,95	2,898
Valutakurs NOK 30. Nov 2018		10,9355	10,9355
Aksjekurs NOK	43,5	43,2	31,7
Antall aksjer	139 096 077	973 233 160	536 970 000
Netto driftskapital	5 879 000 000	10 815 347 610	16 076 432 700
Netto finansiell gjeld	3 989 859 918	7 369 013 298	10 481 971 129
Minoritetsinteresser			
Markedsverdi i NOK	6 050 679 350	42 039 025 324	17 017 158 691

Tabell 12-1 Tallgrunnlag multiplereberegninger

Markedsverdien er hentet fra selskapets respektive børser ved å multiplisere aksjekursen med antall aksjer. Derimot er både netto driftskapital netto finansiell gjeld hentet fra de omgrupperte og justerte resultatregnskapet og balansen fra kapittel 5.

12.2.1 Pris/Bok

Første multiplikatoren er Pris/Bok som viser forholdet mellom markedsverdien av egenkapitalen og bokført verdi av egenkapitalen. Denne varianten tilhører egenkapitalmetoden.

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

Dette forholdstallet forteller selskapets evne til å tjene penger. Hvis Pris/Bok blir høyere enn 1, så vil investorene oppnå merverdi (Kaldestad & Møller, 2016). Hvis derimot tallet er under 1, vil markedsverdien være lavere enn bokført, og nedskrivninger må kanskje vurderes. Fordelen med denne metoden er at det er veldig enkelt å bruke den, og at den gir rask informasjon om selskapets aktiviteter er verdiskapende (Kaldestad & Møller, 2016). En ulempe ved metoden er at selskapene kan ha ulik regnskapsmessige vurderinger knyttet til blant annet avskrivninger. Det betyr at selskapene kan få ulik verdi på multiplikatoren, selv om selskapet ellers er likt. Nedenfor vises utregningene for Pris/Bok med våre valgte selskaper og tilhørende regnskapstall. Pris/Bok er både beregnet med både ujusterte og justerte tall.

Ujustert EK

Pris/Bok	XXL	JD SPORTS	SPORTS DIRECT
Markedsverdien av egenkapital	6050679350	42039025324	17017158691
Bokført egenkapital	3702000000	9247439010	13021158750
P/B	1,63	4,55	1,31

AKSJEKURS FOR XXL	Gjennomsnitt	Vektet snitt
P/B- forhold	2,50	2,51
Bokført EK	3 702 000 000	3 702 000 000
Verdiestimat EK	9 239 375 725	9 280 710 841
Antall aksjer	139 096 077	139 096 077
Aksjekurs	66,42	66,72
Estimat aksjekurs	66,57	

Tabell 12-2 Pris/Bok multiplikator og estimat på aksjekurs – omgruppert

Justert EK

Pris/Bok	XXL	JD SPORTS	SPORTS DIRECT	Snitt	Vektet
Markedsverdien av egenkapital	6 050 679 350	42 039 025 324	17 017 158 691		
Bokført justert egenkapital	4 647 230 440	12 462 559 431	36 816 075 844		
P/B	1,30	3,37	0,46	1,712	1,207

AKSJEKURS FOR XXL	Gjennomsnitt	Vektet snitt
P/B- multiplikator	1,71	1,21
Bokført EK	4 647 230 440	4 647 230 440
Verdiestimat EK	6 339 605 128	5 610 787 945
Antall aksjer	139 096 077	139 096 077
Aksjekurs	45,58	40,34
Estimat aksjekurs	42,96	

Tabell 12-3 Pris/Bok multiplikator og estimat på aksjekurs – omgruppert og justert

Som vi ser av tabell 12-2 og 12-3 er utregningen lik, men med litt ulike tall. Dette skyldes at etter justeringen i kapittel 5 ble balansen endret fra omgruppert til omgruppert og justert balanse. Omgruppert og justert balanse økte, som følge av balanseføring av markedsføring og operasjonell leie. Vi tar utgangspunkt i den justerte balansen når tallene kommenteres. Multiplikatoren til XXL er 1,3, mens den for bransjegjennomsnittet er 1,7. Det tyder på at det er en merverdi for eierne å eie aksjer i XXL, men for bransjen som helhet så har de en høyere merverdi. Aksjekursen som Pris/Bok – metoden gir oss er 42,96 kroner. Det er et avvik på 12,72 kroner fra det fundamentale verdiestimatet. Dette kan skyldes at trailingen av bokført egenkapital er gjennomført med tredje kvartal i 2018 som siste oppdaterte tall, men markedet kan ha ny informasjon som ikke var tilgjengelig i tredje kvartal.

12.2.2 Pris/fortjeneste

Pris/Fortjeneste, også kjent som Price/Earnings er annen kjent multiplum som tilhører egenkapitalmetoden. Utregningen er vist under.

$$\frac{EV}{Fortjeneste} = \frac{\text{Markedsverdien av egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

Dette forholdstallet viser egenkapitalens markedsverdi i forhold til hvilken evne selskapet har til å tjene penger. Multiplikatoren er en populær metode, og den mest anvendte blant investorer (Kaldestad & Møller, 2016). Denne utregningen er knyttet til egenkapitalmetoden, og det vil derfor være en svakhet med tanke på at kapitalstrukturen til de ulike selskapene er forskjellig. Det betyr at selskaper kan ha ulik gjeldsgrad eller lånevilkår, og derfor vil rentekostnader påvirke resultat fratrukket skatt (Kaldestad & Møller, 2016).

I vår analyse har Sports Direct negativt resultat etter skatt, og derfor vil det føre til at P/E ikke blir relevant for oss, siden det fører til en urimelig gjennomsnittlig multiplum. Dette er et eksempel som illustrerer svakheten ved bruk av dette forholdstallet, ettersom negativt resultat ett år vil slå veldig feil ut i analysen, selv om Sports Direct har hatt positivt resultat etter skatt i årene før. Beregningen av EV/Fortjeneste er vist i tabell 12-4.

Pris/ Fortjeneste	XXL	JD SPORTS	SPORTS DIRECT	Snitt	Vektet
Markedsverdien av egenkapital	6050679349,50	42039025323,66	17017158690,63		
Resultat etter skatt	176828299,89	3733553081,52	-160515556,20		
P/E	34,22	11,26	-106,02	-20,18	-17,26

Tabell 12-4 EV/fortjeneste

12.2.3 EV/salg

$$\frac{\text{Enterprise value}}{\text{Salg}} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Denne multiplum knytter seg til resultat og kontantstrøm. Fordelen med denne er at det er enkelt å sammenligne selskapene selv om noen av selskapene har underskudd (Kaldestad & Møller, 2016). Denne multiplikatoren tilhører selskapskapitalmetoden. Det er derimot en ulempe at selskapene sammenlignes på bakgrunn av driftsinntektene, siden det kan være ulikheter knyttet til marginer. Det betyr at eksempelvis to selskaper ikke har samme verdi hvis de har ulike marginer. Som det fremkommer i Common Size -analysen i kapittel 8, er det ikke veldig store avvik mellom selskapene, hvilket kan forsvare bruken av dette forholdstallet.

EV/SALG	XXL	JD SPORTS	SPORTS DIRECT	Snitt	Vektet
Markedsverdi av egenkapital	6 050 679 350	42 039 025 324	17 017 158 691		
Netto rentebærende gjeld	3 989 859 918	7 369 013 298	10 481 971 129		
Entreprise value (selskapsverdi)	10 040 539 267	49 408 038 622	27 499 129 820		
Driftsinntekter	9725892788	39655200660	37347568073		
EV/SALG	1,032	1,246	0,736	1,00	1,06

AKSJEKURS FOR XXL ved E Gjennomsnitt	Vektet snitt	
EV/SALG- multiplikator	1,00	1,06
Driftsinntekter	9 725 892 788	9 725 892 788
Verdiestimat EK	9 773 210 783	10 310 339 886
Antall aksjer	139 096 077	139 096 077
Aksjekurs	70,26	74,12
Estimat aksjekurs	72,19	

Tabell 12-5 EV/salg

I tabell 12-5 fremkommer det at XXL har en multiplikator på 1,032, mens snittet er 1. Verdiestimatet på XXL aksjen er 72,19 kroner. Det er 16,51 kroner høyere enn ved den fundamentale verdsettelsen.

12.2.4 EV/EBITDA

$$\frac{\text{Entreprise value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{minoritetsinteresser} + \text{netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger og nedskrivninger}}$$

Her har vi et forholdstall som tar for seg netto driftskapital i forhold til driftsresultat før netto finanskostnader, avskrivning og nedskrivning, samt skatt (Kaldestad & Møller, 2016). Dette forholdet er veldig aktuelt for investorer som driver med kjøp og salg av selskaper. Dette er også en selskapskapitalmetode. Multiplikatoren gjør det enkelt å sammenligne den underliggende driften mellom ulike selskaper. Det er hensiktsmessig, ettersom goodwill og avskrivning her utelukkes, og skjønnsmessige verdier utelukkes. Forholdstallet tar ikke med behovet for nødvendig oppgraderinger og vedlikehold.

EV/EBITDA	XXL	JD SPORTS	SPORTS DIRECT	Snitt	Vektet
Markedsverdi av egenkapital	6 050 679 350	42 039 025 324	17 017 158 691		
Netto rentebærende gjeld	3 989 859 918	7 369 013 298	10 481 971 129		
Enterprise Value (selskapsverdi)	10 040 539 267	49 408 038 622	27 499 129 820		
Driftsresultat før avskrivninger (EBITDA)	1 742 741 637	9 586 214 862	4 195 389 189		
EV/EBITDA	5,76	5,15	6,55460759	5,82	5,67

AKSJEKURS FOR XXL ved EV/SALG	Gjennomsnitt	Vektet snitt
EV/EBITDA- multiplikator	5,82	5,67
Driftsresultat før avskrivninger (EBITDA)	1 742 741 637	1 742 741 637
Enterprise Value	10 148 580 721	9 876 376 404
Netto rentebærende gjeld	3 989 859 918	3 989 859 918
Markedsverdi egenkapital	6 158 720 803	5 886 516 486
Antall aksjer	139 096 077	139 096 077
Aksjekurs	44,28	42,32
Estimat aksjekurs		43,30

Tabell 12-6 EV/EBITDA

XXL har en lavere multiplikator på 5,76, enn gjennomsnittet på 5,82. Estimert aksjekurs er 43.30 kroner. Det er 12,38 kroner lavere estimat enn ved den fundamentale analysen. Både XXL og den komparative bransjen har en omgruppert og justert balanse, og derfor har operasjonell leasing blitt innregnet i balansen. Det betyr at det er konsistens mellom selskapene, og avviket vårt er ikke så stort som det kunne ha blitt om det ikke var konsistens.

12.2.5 EV/EBIT

$$\frac{\text{Enterprise value}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{minoritetsinteresser} + \text{netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

Dette forholdstallet er nesten likt som ved EBITDA, men forskjellen er at avskrivning og nedskrivning legges til i formelen, hvilket vil redusere driftsresultatet. Fokuset her er også den underliggende driften, men behovet for oppgraderinger og vedlikehold legges også til. Siden det også tas hensyn til avskrivninger, kan det gi utslag hvis det praktiseres ulik regnskapsrapportering blant de sammenlignbare selskaper.

EV/EBIT	XXL	JD SPORTS	SPORTS DIRECT	Snitt	Vektet
Markedsverdi av egenkapital	6 050 679 350	42 039 025 324	17 017 158 691		
Netto rentebærende gjeld	3 989 859 918	7 369 013 298	10 481 971 129		
Enterprise Value (selskapsverdi)	10 040 539 267	49 408 038 622	27 499 129 820		
EBIT	602 971 658	4 743 463 326	3 254 582 116		
EV/EBIT	16,65	10,42	8,45	11,84	10,51

AKSJEKURS FOR XXL ved EV/EBIT Gjennomsnitt	Vektet snitt	
EV/EBIT- multiplikator	11,84	10,51
Driftsresultat før avskrivninger (EBIT)	602 971 658	602 971 658
Enterprise Value	7 138 610 457	6 339 712 489
Netto rentebærende gjeld	3 989 859 918	3 989 859 918
Markedsverdi egenkapital	3 148 750 539	2 349 852 571
Antall aksjer	139 096 077	139 096 077
Aksjekurs	22,64	16,89
Estimat aksjekurs	19,77	

Tabell 12-7 EV/EBIT

Tabell 12-7 viser at multiplikatoren til XXL er høyere enn snittet til bransjen på 11,84. Aksjekursen blir 19,77, og det er vesentlig lavere enn aksjekursen i den fundamentale verdsettelsen. Aksjekursen går mye ned som følge av at avskrivninger trekkes fra driftsresultatet. Det er et eksempel på svakhet med slike forholdstall at det kan oppstå avvik mellom selskapene.

I de neste avsnittene vil vi bruke selskapsmetoden for å finne Pris/fortjeneste og Pris/Bok. Ifølge Knivsflå (2018, F23) er selskapsmetoden best egnet til å verdivurdere aksjekurs mellom selskaper, siden den utelukker kapitalstrukturen til de ulike selskapene, og ser kun på driften.

I selskapsmetoden er fokuset på netto driftskapital, ettersom det er selve driften som er relevant, uavhengig av kapitalstrukturen.

12.2.6 Pris/fortjeneste- selskapsmetoden

Videre kan vi benytte oss av pris/fortjeneste multiplikatoren innenfor selskapsmetoden. Denne fremgangsmåten har likhetstrekk til pris/fortjeneste for egenkapitalmetoden. Dette er et forholdstall som skal finne ut hvor mye penger et selskap tjener på driften fratrukket finansiell gjeld. Det betyr at det er selve driften som er i fokus, uavhengig av kapitalstrukturen. Tabell 12-8 viser at aksjekursen blir 25,98 kr. Dette er et ganske stort avvik fra vår fundamentale analyse. Tabell 12-9 viser utregningen for justerte tall. Aksjekursen blir den samme på bakgrunn av at finansiell gjeld økte etter justeringen. Dette trekkes fra i justeringen. I tillegg er det ingen resultat effekt av justeringen siden avskrivninger og driftskostnader utligner hverandre, jf. Kapittel 5 om omgruppering og justering.

Ujustert

SK- METODE: VNDK/NDR (NOK)	XXL	JD SPORTS	SPORTS DIRECT
Markedsverdi egenkapital	6 050 679 350	42 039 025 324	17 017 158 691
Balanseført NFG	2 177 000 000	947 188 620	3 037 017 480
Netto driftsresultat	420 605 780	3 497 225 788	2 122 231 851
(VNDK)	8 227 679 350	42 986 213 944	20 054 176 171
Multiplikator (VNDK/NDR)	19,56	12,29	9,45
Snitt Multiplikator (VNDK/NDR)	13,77		
NDR	420 605 780		
(-) NFG	2 177 000 000		
VEK	3 613 702 070		
Antall aksjer	139 096 077		
Aksjekurs (ujustert)	25,98		

Tabell 12-8 Pris/fortjeneste ved selskapsmetoden - ujustert

Justert

SK- METODE: VNDK/NDR	XXL	JD SPORTS	SPORTS DIRECT
Markedsverdi egenkapital	6 050 679 350	42 039 025 324	17 017 158 691
Balanseført NFG	3 989 859 918	7 369 013 298	10 481 971 129
Netto driftsresultat	458 580 901	3 594 056 679	2 399 087 351
(VNDK)	10 040 539 267	49 408 038 622	27 499 129 820
Multiplikator (VNDK/NDR)	21,89	13,75	11,46
Snitt	15,70		
NDR	458 580 901		
(-) NFG	3 989 859 918		
VEK	3 210 515 216		
Antall aksjer	139 096 077		
Aksjekurs (justert)	23,08		

Tabell 12-9 Pris/fortjeneste– selskapsmetoden - justert

12.2.7 Pris/bok- selskapskapitalmetoden

Til slutt har vi gjennomført en verdsettelse ved hjelp av pris/bok varianten innenfor selskapskapitalmetoden. Av tabell 12-10 ser vi at vi får en aksjekurs på 81,07 kr ved å bruke ujustert balanse, mens vi ved å bruke justert balanse får en aksjekurs på 67,42 kr slik som vist tabell 12-11.

SK- METODE: VNDK/NDK	XXL	JD SPORTS	SPORTS DIRECT
Markedsverdi egenkapital	6 050 679 350	42 039 025 324	17 017 158 691
Balanseført NFG	2 177 000 000	947 188 620	3 037 017 480
Balanseført EK	3 702 000 000	9 247 439 010	13 021 158 750
(VNDK)	8 227 679 350	42 986 213 944	20 054 176 171
NDK	5 879 000 000	10 194 627 630	16 058 176 230
Multiplikator (VNDK/NDR)	1,40	4,22	1,25
Snitt	2,29		
NDK	5 879 000 000		
(-) NFG	2 177 000 000		
(=) VEK	11 275 923 481		
/Antall aksjer	139 096 077		
(=) Aksjekurs (ujustert)	81,07		

Tabell 12-10 Pris/Bok - selskapsmetoden ujustert

SK- METODE: VNDK/NDK	XXL	JD SPORTS	SPORTS DIRECT
Markedsverdi egenkapital	6 050 679 350	42 039 025 324	17 017 158 691
Balanseført NFG	3 989 859 918	7 369 013 298	10 481 971 129
Balanseført EK	4 647 230 440	12 462 559 431	17 315 686 726
(VNDK)	10 040 539 267	49 408 038 622	27 499 129 820
NDK	8 637 090 358	19 831 572 729	27 797 657 856
Multiplikator (VNDK/NDR)	1,16	2,49	0,99
Snitt	1,55		
NDK	8 637 090 358		
(-) NFG	3 989 859 918		
(=) VEK	9 377 863 826		
/Antall aksjer	139 096 077		
(=) Aksjekurs (justert)	67,42		

Tabell 12-11 Pris/Bok - Selskapsmetoden justert

I dette avsnittet har pris/bok blitt beregnet med selskapsmetoden, etter justert og ujustert tall. Som det fremkommer av tabell 12-10 og 12-11 så får vi en aksjekurs som er høyere enn vår fundamentale aksjekurs fra kapittel 11.

12.3 Komparativt verdiestimat

Avslutningsvis vil de ulike multiplene vektlegges og kombineres med vårt fundamentale verdiestimat. Dette skal øke påliteligheten til vårt verdiestimat.

I dette kapitlet har vi benyttet oss av mange ulike multiplikatormodeller innenfor både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Ettersom selskapskapitalmetoden gir bedre sammenligningsgrunnlag mellom selskapene ettersom metoden utelukker kapitalstrukturen, har vi brukt flere selskapskapitalmultipler. Etter å ha fått negativ P/E ved bruk av P/E-multippel innenfor EK metoden valgte vi å fjerne denne ettersom estimatene ble urimelige. Dermed står vi igjen med ni ulike aksjeestimer fra de ulike metodene vi har brukt.

For å finne det komparative verdiestimatet må vi på en eller annen måte regne et vektet snitt av alle metodene. Dette skaper utfordringer knyttet til hvilke multipler vi skal vektlegge mest og minst. I frykt for at subjektive vurderinger påvirker verdiestimatene våre, har vi satt opp noen objektive kriterier i vektleggingen av de ulike multiplene. Dette føler vi behov for å gjøre ettersom vi ønsker et objektivt verdiestimat. Disse generelle objektive kriteriene er inspirert fra Knivsflå (2018, F23).

- 1) Dersom en multippel er negativ setter vi vekt lik 0.
- 2) Selskapsmultiplikatorer er bedre enn ujusterte EK-multiplikatorer
- 3) Multiplikatorer basert på bok og fortjeneste er bedre enn andre verdsettelsesbasiser.
- 4) Vi antar at justerte multipler er bedre enn ujusterte multipler, og vektlegger derfor justerte mer enn ujusterte.
- 5) Summen av vektene må bli lik 1

I tabell 12-12 vises oversikten over de ulike aksjekursene som kommer fra den komparative verdivurderingen. Multiplene vektlegges ut fra de objektive kriteriene vi har satt ovenfor. Verdiestimatet i tabell 12-12 vil benyttes i den endelige konklusjon i kapittel 13.

Multiplikator	Metode og justering	Verdiestimat per aksje (NOK)	Vekting
Pris/Fortjeneste (VNDK/NDR)	SK(Justert)	23,08	20,0 %
Pris/bok (VNDK/NDK)	SK(Justert)	67,42	20,0 %
Pris/Fortjeneste (VNDK/NDR)	SK (Ujustert)	25,98	15,0 %
Pris/bok (VNDK/NDK)	SK (Ujustert)	81,07	15,0 %
EV/EBITDA	SK (Justert)	43,3	10,0 %
Pris/bok	EK (Justert)	42,96	7,5 %
EV/ EBIT	SK (Justert)	19,77	6,0 %
Pris/bok	EK (Ujustert)	66,57	4,0 %
EV/Salg	SK (Justert)	72,19	2,5 %
EV/Fortjeneste	EK (Justert)	Utelukkes pga. negativ P/E	0,0 %
Komparativt verdiestimat		47,36	1,000

Tabell 12-12 Endelig verdiestimat på bakgrunn av multiplikatormetoden

Vi ser at ved komparativ verdivurdering får vi en aksjekurs på 47,36 kr. Merk at vi kunne få helt andre tall dersom vi hadde vektet de ulike metodene på en annen måte. Likevel har vi valgt å følge de objektive kriteriene vi satt oss på forhånd. Vi har vektlagt justerte selskapskapitalmetodene tyngst (20 prosent), ettersom disse metodene ser bort fra kapitalstrukturen til de ulike selskapene. Slik som nevnt ovenfor er det positivt å kunne sammenligne selskaper der vi ser bort fra kapitalstrukturen. Videre vektlegger vi de ujusterte selskapskapitalmetodene mindre (15 prosent) enn de justerte som følge av at i beregningen av de ujusterte multiplene får vi ikke med effekten av balanseføringen av operasjonell leasing og markedsføringskostnader som vi gjennomførte i kapittel 5.5. Videre vektlegger vi EV/EBITDA mer enn EV/EBIT innenfor selskapskapitalmetoden som følge av at i EBITA ser vi bort i fra hvordan avskrivningene kan påvirke driftsresultatet.

EV/Salg vektlegges nest minst som følge at multiplikatorer basert på bok og fortjeneste er bedre enn multiplikatorer basert på andre verdsettelsesbasiser, slik som for eksempel driftsinntekter. Derfor vektlegges denne med 2,5 prosent. Til slutt vektet EV/fortjeneste med null prosent på grunn av negativ P/E verdi.

Basert på disse vektene får vi et komparativt verdiestimat på 47,36 kr

13 Konklusjon og handlingsstrategi

Formålet med masterutredningen var å verdsette egenkapitalen til XXL ASA den 30. November 2018. Fundamental verdivurdering ble valgt som hovedmetode og ble supplert av en komparativ verdivurdering med fokus på multiplikatormodellen. Målet med verdsettelsen har vært å komme med en handlingsstrategi.

13.1 Oppsummering av hovedfunn

Ved å følge rammeverket for fundamental verdivurdering startet vi innledningsvis med først å presentere XXL og sportsbransjen i kapittel 2. Målet med selskaps- og bransjepresentasjonen var å sette kontekst til det sportsbransjen og XXL nå gjennomgår, som faktagrunnlag for den senere strategiske analysen. Generelt står varehandelen ovenfor en "Retail- Apokalypse" som også rammer sportsbransjen. I kapittel 3 drøftet vi forskjellige verdsettelsesteknikker hvor valget falt på fundamental verdsettelse som hovedmetode for denne utredningen. I tillegg vurderte vi ulike supplerende verdsettelsesteknikker hvor vi endte opp med å velge komparativ verdivurdering med utgangspunkt i multiplikatormodellen.

Deretter gjennomførte vi en strategisk analyse med hensikt å belyse om XXL har en strategisk fordel og forklaringsfaktorer på hvorfor XXL kan ha det. Den eksterne bransjeorienterte analysen omfattet både analyse av makroforhold ved PESTEL-analyse, og analyse av konkurranseforholdene i bransjen ved bruk av Porters femkraftsmodell. Her konkluderte vi med at XXL hadde en *stor* bransjefordel over analyseperioden som følge av sosiokulturelle trender innen sport, kjedestrukturen (oligopol lignende tilstander), og høye etableringsbarrierer som reduserte trusselen fra inntrengere. Den interne ressursbaserte analysen ved VRIO-rammeverket avdekket at XXL samlet sett har hatt en *negativ* ressursfordel som følge av et svakt varemerket sammenlignet med selskaper i komparativ bransje. Kombinasjonen av en stor bransjefordel og negativ ressursfordel over analyseperioden førte til konklusjon om en *moderat* strategisk fordel for XXL i analyseperioden.

I kapittel 5 gjennomførte vi en regnskapsanalyse for XXL og bransjen med den hensikt å få innsikt i underliggende økonomiske forhold. Både resultatregnskap, balansen og kontantstrømmen til XXL, Stadium, JD Sports, Sports Direct og Gresvig AS ble først omgruppert og deretter justert. Gjennom risikoanalysen i kapittel 6 fikk XXL en BBB- rating. I kapittel 7 fant vi de nødvendige avkastningskravene som i kapittel 8 ble benyttet som en

målestokk i vurderingen av lønnsomheten til XXL. I slutten av kapittel 8 fikk vi bekreftet forventningene våre om at XXL hadde en bransjefordel på 6,9 prosent og en ressursfordel på -2,8 prosent over analyseperioden.

Videre utarbeidet vi fremtidsregnskapet i kapittel 9 og fremtidskrav i kapittel 10. Basert på innsikten om fremtidig avkastningskrav og rentabiliteter fant vi at XXL forventes å ha en *liten* strategisk driftsfordel på 1,2 prosent i steady state, hvor bransjefordelen var *liten* og ressursfordelen en *paritet*.

I kapittel 11 startet verdsettelsen av egenkapitalen til XXL. Gjennom en konvergensprosess fant vi et felles verdiesimat for både egenkapitalen og selskapskapitalmetoden på 55,688 kr. Dette verdiesimatet ble så justert for kortsiktig konkursrisiko slik at det oppdaterte verdiesimat ble 55,52 kr, hvilket tilsvarer en egenkapitalverdi på 7722,614 MNOK. Vi gjennomførte også sensitivitetsanalyser ved hjelp av Crystal Ball for å analysere usikkerheten i verdiesimatet, samt analyse av potensiell oppside og nedside. I kapittel 12 fant vi gjennom komparativ verdivurdering et estimat på XXL aksjen på 47,36 kr etter å ha vektlagt de ulike multiplikatorene, der selskapskapitalmetodene ble vektlagt tyngst.

13.2 Endelig verdiesimat på XXL aksjen

Den fundamentale verdiesimatet ga en aksjekurs på 55,52 kr.

Komparativ verdivurdering ga et verdiesimat per aksje på 47,36 kr

Vi valgte å vekte de ulike verdiesimatene med henholdsvis 80 prosent på det fundamentale verdiesimatet og 20 prosent på det komparative verdiesimatet, som følge av at den fundamentale verdsettelsen antas å være mer presis og rikere enn komparativ verdivurdering.

Dette gir oss en endelig aksjekurs den 30.11.2018 for XXL på:

$$\text{Verdiesimat per aksje} = 0,8 * 55,52 + 0,2 * 47,36 = 53,89 \text{ kr}$$

13.3 Handlingsstrategi

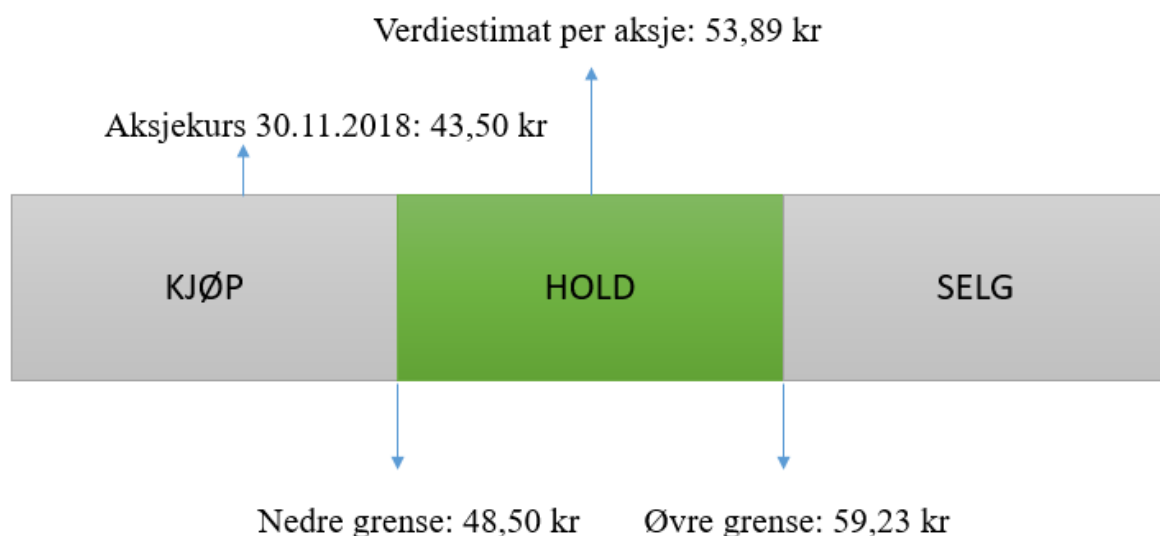
På bakgrunn av det endelige verdiesimatet kan vi nå presentere vår handlingsstrategi. Av hensyn til usikkerhet i estimatene slik som analysert i kapittel 11 velger vi å legge til en

handlingsstrategigrense på +/- 10 prosent av verdiestimatet vårt. Dersom aksjekursen ligger under 48,50 kr resulterer det i en kjøpsanbefaling. Dersom aksjekursen ligger over 59,23 kr resulterer det i en salgsbefaling. Handlingsstrategien er vist i figur 13-1.

Vårt verdiestimat for én aksje i XXL den 30. november 2018 er 53,89 kr.

Aksjekursen på verdsettelsestidspunktet 30. november 2018 var 43,50 kr.

Ettersom aksjekursen 30.11.2018 ligger under nedre grense blir vår anbefaling **KJØP**.



Figur 13-1 Handlingsstrategi 30.11.2018

På verdsettelsestidspunktet er vårt verdiestimat mer optimistisk enn Oslo Børs sitt. Vi mener at de underliggende verdiene i XXL sammen gjør XXL mer verdt enn hva kursen den 30.11.2018 tilsier. Dette betyr at våre analyser peker i retning av at XXL-aksjen er undervurdert.

Vi tror markedet i løpet av 2018 har overvurdert nedsiderisikoen til XXL. Psykologi kan være én forklaring hvorfor verdien av aksjen på Oslo Børs er lavere enn vårt verdiestimat. Markedet har reagert negativt etter presentasjonene av kvartalsrapportene i løpet av 2018, som følge av at XXL ikke leverer i henhold til forventningene til meglerhusene. Likevel mener vi på sikt at aksjen vil ta seg opp mot verdiestimatet vårt. Denne forventningen bunner ut i strategiske fordeler for XXL som vi har bygget inn i verdiestimatet vårt. De strategiske fordelene kan forklares ut fra bransjeanalysen og ressursanalysen som vi gjennomførte i 4.1 og 4.2. Disse sammen med funnene fra lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 danner grunnlaget for hvilken vekst vi forventer de ulike budsjett drivere vil ha i fremtiden. Vi har lagt inn en liten strategisk fordel

for XXL i verdieestimatet vårt. Denne strategiske fordelene skapes hovedsakelig gjennom en liten bransjefordel. Bransjefordelen skyldes bransjens evne til å nøytralisere inntrengere ved motreaksjoner som priskrig, besittelsen av stordriftsfordeler og sterk kjedestruktur i sportsbransjen, som gjør det vanskelig for aktører som ikke er en del av en større sportskjede å ha lønnsom drift over tid. Bransjefordelen underbygges også av sosiokulturelle faktorer som eksempelvis at fysisk aktivitet er mer trendy, i tillegg til at økt salg i nettbutikker isolert sett har høyere marginer. Ressursene til XXL er forventet å på lang sikt utgjøre en paritet sammenlignet med bransjen. I takt med ekspansjon ut i Europa vil varemerket til XXL styrke seg, hvilket vil øke driftsinntektene relativt til investert kapital. Samtidig vil omnikanalstrategien deres og fortsatt økt omsetningsvekst i nettbutikken drive inntjening selv om fysiske salg over disk i varehus forventes å utgjøre en mindre andel av den totale omsetningen, nå som nettsalget vokser raskere enn omsetningsveksten i varehusene. XXL har mange varehus, en velfungerende netthandelsplattform og en god logistikk og distribusjonssystemer. Isolert sett i Norge gjør XXL det mye bedre relativt til konkurrentene sine i Norge, men dårligere sammenlignet med konkurrentene i utlandet. Årsaken til det er at de store sportskjedene internasjonalt også er i besittelse av de samme ressursene som XXL har, noe som forklarer hvorfor vi mener ressursene kun utgjør en paritet sammenlignet med disse store sportskjedene.

13.4 Hendelser etter verdsettelsestidspunktet

Avslutningsvis ønsker vi å legge til noen hendelser som har oppstått etter verdsettelsestidspunktet 30.november 2018, slik at leseren kan inkludere det i sin vurdering av verdieestimat vi har presentert. Som nevnt har det vært store endringer i ledelsen til XXL i løpet av 2018. Tommi Jylha-Vuorio returnerte i slutten av desember 2018 til XXL som digitaliseringsdirektør, og fremhever den økte digitale kompetansen XXL har tilegnet seg i løpet av 2018 (Hopland, E24, 2018d). En annen viktig nyhet er at Øivind Tidemanden, som er grunnlegger, storeier og styreleder i XXL, overtar sjefsrollen for drift (Hopland, E24, 2018e). Blant annet skal det strammes inn i antall butikker på mindre steder, marginer skal økes og topplinjen vil ha mindre fokus. XXL opplevde tidenes aksjenedgang på 30 prosent, ned til 27,00 kr aksjen, den 19.desember som følge av varsling om svake resultater i fjerde kvartal. Bakgrunnen for fallet var knyttet til at XXL hadde pådratt seg store tap etter feilslått strategi i anledning kampanjen "Black Friday". Disse hendelsene vitner om at XXL har vært igjennom et dramatisk år knyttet til utskifter i toppledelsen, men også med hensyn til strategiske valg og aksjekursen.

Dette forteller også litt om noen av utfordringene knyttet til å verdivurdere selskaper. Analysen av usikkerhet i verdiestimatet i 11.5 viste også at det var knyttet stor nedsiderisiko til det fundamentale verdiestimatet vårt, selv om den store nedgangen 19. desember 2018 nok kom overraskende på veldig mange.

Likevel mener vi verdiestimatet vårt bygger på rimelige antagelser, og at aksjekursen på sikt vil gå mot verdiestimatet vi har presentert, hvilket betyr at kjøpsanbefalingen vår er uendret.

Det blir spennende å følge med på hvordan XXL aksjen utvikler seg fremover og om hvorvidt antagelsene og estimatene våre treffer.

14 Bibliografi

- Aura Avis. (2017, Juni). *Aura Avis*. Hentet fra Auraavis.no:
<https://www.auraavis.no/nyhet/turisme/innenriks/turistforeningen-spar-rekordsommer-i-fjellet/s/5-5-82143>
- Bank, N. (2018,e). *Norges Bank*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/GBP>
- Barney, J. (2011). *Gaining and Sustaining Competitive Advantage, 4th Edition*. Pearson.
- Bing, I. (2017, Juli 28). *E24*. Hentet fra E24: <https://e24.no/makro-og-politikk/sverige/fortsatt-sterk-oekonomisk-vekst-i-sverige/24105983>
- Bræk, L. A. (2016). *ABCnyheter*. Hentet fra abcnyheter.no:
<https://www.abcnyheter.no/penger/naeringsliv/2016/11/15/195256792/xxl-matte-fjerne-lofte-om-prisgaranti-fra-nettside>
- Dahl, M. (2017, September 5). *Sportsbransjen*. Hentet fra Sportsbransjen.
- Dahl, M. (2018a, Mars 1). *Sportbransjen*. Hentet fra Sportsbransjen:
<http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/svak-vekst-for-sportskjedene-i-fjor>
- Dahl, M. (2018b, Mars 1). *Sportsbransjen*. Hentet fra
<http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/svak-vekst-for-sportskjedene-i-fjor>
- Dahl, M. (2018c, juni 11). *Sportsbransjen*. Hentet fra Sportsbransjen:
<http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/aldri-vart-flere-inaktive-unge>
- Damodaran, A. (2012). *Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, University Edition*.
- DN. (2018, Oktober). Hentet fra DN: <https://www.dn.no/bors/xxl-sjefen-trekker-seg-og-markedet-elsker-det/2-1-458400>
- E24. (2018, Oktober). Hentet fra E24.no : <https://e24.no/boers-og-finans/xxl/xxl-sjefen-gaar-av-etter-nytt-toeft-kvartal/24474212>
- ECB. (2018). *ECB*. Hentet fra
https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/table_hist_hicp.en.html
- ehandel. (2016). *E-handel*. Hentet fra ehandel.no: <https://no.ehandel.com/artikler/esa-godkjenner-350-kronersgrensen/381331>
- Fardal, A. (2007). Hentet fra <https://www.magma.no/ifrs-og-norske-regnskapsregler>
- Fiskeridirektoratet. (2017, Mars). *Fiskeridirektoratet*. Hentet fra Fiskeridirektoratet.no:
<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>
- FN. (2008, September 7). *FN*. Hentet fra FN:
<https://www.fn.no/Tema/Fattigdom/Baerekraftig-utvikling>
- Folkehelseinstituttet. (2017, Juni 2). *Folkehelseinstituttet*. Hentet fra Folkehelseinstituttet.no: <https://www.fhi.no/nettpub/hin/ikke-smittsomme/diabetes/>
- Forsland, V. (2018, 11 20). *E24*. Hentet fra E24: <https://e24.no/naeringsliv/netthandel/350-kronersgrensen-fjernes-fra-2020/24498408>
- Fredriksen, J. I., & Sørebo, Ø. (2018). Omnikanal varehandel. Hentet fra <https://www.magma.no/omnikanal-varehandel>
- Garfjeld, M. (2018, Januar 18). *NRK*. Hentet fra NRK: https://www.nrk.no/troms/fedme-koster-samfunnet_-_mye-kunne-vaert-spirt-med-lavterskeltilbud-1.13830641
- Gjesdal, F. (2003). Resultatkvallitet. *Praktisk økonomi og finans*.

- Gramstad, C. S., Helland, S., & Saebi, T. (2017). *Nye forretningsmodeller i handelen*. Universitetsforlaget.
- Gresvig. (2017, oktober 28). *Gresvig*. Hentet fra Gresvig: <https://www.gresvig.no/om-oss>
- Grytten, H. G., & Hunnes, A. (2016). *Krakk og kriser*. Cappelen Damm.
- G-Sport. (2018, Oktober 10). *G-Sport*. Hentet fra G-Sport: <https://www.gsport.no/outlet>
- Haakon E. Meyer. (2017, Januar). *Folkehelseinstituttet*. Hentet fra Folkehelseinstituttet.no: <https://www.fhi.no/nettpub/hin/levevaner/overvekt-og-fedme/>
- Handel & kontor. (2018, 5 23). *Handel & kontor*. Hentet fra <http://www.hkinfo.no/Klubbarbeid/Lokale-loennsforhandlinger>
- Hegnar. (2017, Juli 4). *Hegnar*. Hentet fra Hegnar: <https://www.dagbladet.no/nyheter/stormberg-i-hardt-vaer/68467451>
- Hellevik, O. (2002). *Forskningsmetode i sosiologi og statsvitenskap*. Univeristetforlaget.
- Helsedirektoratet. (2011). *Helsedirektoratet*. Hentet fra Helsedirektoratet.no: <https://helsedirektoratet.no/Documents/Fysisk%20aktivitet/2011-gapa-og-ispah-sju-tiltak-som-okker-fysisk-aktivitet.pdf>
- Helsedirektoratet. (2016, juni). *Helsedirektoratet*. Hentet fra Helsedirektoratet.no: <https://helsedirektoratet.no/folkehelse/fysisk-aktivitet/statistikk-om-fysisk-aktivitetsniva-og-stillesitting>
- Helsedirektoratet. (2017). *Helsedirektoratet*. Hentet fra Helsedirektoratet.no: [https://helsedirektoratet.no/Lists/Publikasjoner/Attachments/1343/IS-0613%20Rapport%20Helsedirektoratet%20\(3a\).pdf](https://helsedirektoratet.no/Lists/Publikasjoner/Attachments/1343/IS-0613%20Rapport%20Helsedirektoratet%20(3a).pdf)
- Heskestad, T. (u.d.). *Deloitte*. Hentet fra <https://www2.deloitte.com/no/no/pages/legal/articles/manipulering-av-inntekter.html>
- Holgensen, K. (2018, juni 20). *detailfok*. Hentet fra detailfolk.dk: http://detailfolk.dk/detailnyheder/hrdt_prvet_sportskde_taber_millioner.html
- Hopland, S. (2018a, April 25). *E24*. Hentet fra E24.no: <https://e24.no/boers-og-finans/xxl/xxl-klager-paa-vaeret-slik-er-steenbuchs-perfekte-vinter/24318839>
- Hopland, S. (2018b, April 8). *E24*. Hentet fra E24: <https://e24.no/boers-og-finans/xxl/lederflukt-fra-sportsgiganten-mistet-tre-direktoerer-paa-en-maaned/24303276>
- Hopland, S. (2018c, 12). *e24*. Hentet fra e24: <https://e24.no/boers-og-finans/xxl/analytiker-retail-apokalypsen-traff-xxl-foerst/24521673>
- Hopland, S. (2018d, 12 23). *E24*. Hentet fra <https://e24.no/boers-og-finans/xxl/xxl-direktoer-angret-paa-exit-den-verste-beslutningen-jeg-har-tatt/24518159>
- Hopland, S. (2018e, 12 19). *E24*. Hentet fra <https://e24.no/boers-og-finans/xxl/sjefen-sier-unnskyld-for-de-daarlige-resultatene/24522075>
- IFRS 16. (u.d.). Hentet fra <https://app.dib.no/tema/ifrs-16-leieavtaler-oversikt/%7B0D3C488B-6382-4CCF-AEC9-1EC93BD4CF50%7D/diblink/m7>
- ISA 200. (2009). Hentet fra <https://www.revisorforeningen.no/globalassets/fag/standarder-og-veiledninger/revisjonsstandardene/isa-200-overordnede-mal-for-den-uavhengige-revisor-og-gjennomforingen-av-en-revisjon-i-samsvar-med-de-internasjonale-revisjonsstandardene.pdf>
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering Teoretisk modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskap 2.utg*. Fagbokforlaget.
- Knivsflå. (2018, F1).

- Knivsflå. (2018, F10). Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2010%20-%202018p.pdf>
- Knivsflå. (2018, F11).
- Knivsflå. (2018, F12).
- Knivsflå. (2018, F14).
- Knivsflå. (2018, F15).
- Knivsflå. (2018, F16).
- Knivsflå. (2018, F17).
- Knivsflå. (2018, F18).
- Knivsflå. (2018, F19).
- Knivsflå. (2018, F2).
- Knivsflå. (2018, F23).
- Knivsflå. (2018, F24).
- Knivsflå. (2018, F3).
- Knivsflå. (2018, F4).
- Knivsflå. (2018, F5).
- Knivsflå. (2018, F7).
- Knivsflå. (2018, F8).
- Knivsflå. (2018, F9).
- Konkurransetilsynet. (2018). *Konkurransetilsynet*. Hentet fra Konkurransetilsynet.no: <https://konkurransetilsynet.no/om-oss/>
- KPMG. (2018). *Kpmg*. Hentet fra Kpmg.no: <https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>
- Kvifte, S. S., & Johnsen, A. (2014). *Konseptuelle rammeverk for regnskap* (1. utg.). Fagbokforlaget.
- Langrenn. (2018, Januar). Hentet fra Langrenn.no: <https://www.langrenn.com/ex-swix-topp-ulf-bjerknes-inntar-igjen-sportsbransjen-naa-paa-motsatt-side-av-bordet-dette-blir-dritkult.6076504-1743.html>
- Lien, B. L., Eirik, K. S., & Tor, B. Ø. (2016). *Strategiboken* (1. utg.). Fagbokforlaget.
- Löplabbet. (2018, Oktober 28). Hentet fra <https://www.loplabbet.no/historien>
- Miljødirektoratet. (2017, Juni 12). *Miljøstatus*. Hentet fra Miljøstatus.no: <http://www.miljostatus.no/Tekstiler/>
- Mogstad, K. L. (2017). *Kroppsklemma*. Cappelen Damm .
- Morten Dahl. (2016). *Sportsbransjen*. Hentet fra Sportsbransjen.no: <http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/stor-omsetningsokning-for-leverandorene-i-fjor>
- Morten Dahl. (2018, Mars). *Sportsbransjen*. Hentet fra Sportsbransjen.no: <http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/svak-vekst-for-sportskjedene-i-fjor>
- Mortensen, Y., & Ytrehus, T. (2018, Januar 30). Hentet fra <https://frifagbevegelse.no/nyheter/dette-tjener-direktorene-i-norges-100-storste-selskaper-6.158.524257.85654daac5>
- Myklebust, T. (2016, august 26). *Forskning*. Hentet fra Forskning.no: <https://forskning.no/trening/sa-mye-koster-det-at-vi-rorer-for-lite-pa-oss/401034>
- Naturvernforbundet. (2016). *Naturvernforbundet*. Hentet fra Naturvernforbundet.no: https://naturvernforbundet.no/__cparticleid__16032/

- Nilsen, A. A. (2018, Juli 21). *e24*. Hentet fra e24: <https://e24.no/boers-og-finans/xxl/kundene-forsvant-for-xxl-i-sommervarmen-det-bare-kollapset/24398063>
- Norges Bank. (2006). *Norgesbank*. Hentet fra Norgesbank.no: <https://www.norgesbank.no/Om-Norges-Bank/Mandat-og-oppgaver/Pengepolitikken-i-Noreg/>
- Norges Bank. (2016). *NorgesBank*. Hentet fra Norgesbank.no: https://static.norgesbank.no/contentassets/d469bee4f3d94903bb5179df62e55a8d/aktuell_kommentar_7_2016.pdf?v=03/09/2017123445&ft=.pdf
- Norges Bank. (2018a). *Norgesbank*. Hentet fra Norgesbank.no: https://www.norgesbank.no/globalassets/upload/import/pengepolitikk/renteavirkninger/animasjon_11.pdf
- Norges Bank. (2018b, September). *NorgesBank*. Hentet fra Norgesbank.no: https://static.norgesbank.no/contentassets/6a3f42a04d854db89a77206c8b2db996/ppr_318.pdf?v=09/20/2018142502&ft=.pdf
- Norges Bank. (2018c). *NorgesBank*. Hentet fra NorgesBank.no: https://static.norgesbank.no/contentassets/6a3f42a04d854db89a77206c8b2db996/ppr_318.pdf?v=09/20/2018142502&ft=.pdf
- Oracle. (2018). Hentet fra <https://www.oracle.com/applications/crystalball/>
- Oslo Børs. (2018b). *OsloBørs*. Hentet fra file:///Users/johanfredrikbygland/Downloads/Opptaksregler%20for%20aksjer%20p%C3%A5%20Oslo%20B%C3%B8rs_guidance.pdf
- Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2013). *Business Analysis and Valuation*. Cengage Learning.
- Penman, H. S. (2010). *Financial Statement Analysis And Security Valuation* (4. utgave. utg.). McGraw-Hill Irwin.
- Petersen, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Financial Statement Analysis*. Fagbokforlaget.
- Porter, M. (1980). *Competitive Strategy*. The free press.
- Porter, M. (2008). *Konkurransestrategi*.
- Postennorge. (2017). *Postennorge*. Hentet fra Postennorge.no: <https://www.postennorge.no/om-oss/baerekraft/miljo/klimanoytrale-tjenester>
- PostNord. (2018). *Postnord*. Hentet fra Postnord.no: <http://www.postnord.no/nb/siteassets/pdfs/ehandelsrapport-2018.pdf>
- PWC. (2017, Desember). Hentet fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-markedsrisikopremie-2017.pdf>
- Regjeringen. (2014). *Regjeringen*. Hentet fra Regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/contentassets/bbd29ff81485402681c6e6ea46655fae/nou/pdfs/nou201420140013000dddpdfs.pdf>
- Retail News. (2018, mai 31). *Retailnews*. Hentet fra Retailnews.dk: https://www.retailnews.dk/article/view/605163/sport_24s_omsaetning_har_rundet_en_milliard
- Rostad, I. L. (2018). *Nrk*. Hentet fra Nrk.no: https://www.nrk.no/finnmark/_-friluftslivet-har-blitt-mer-fjollete-og-oppdollet-1.14237143
- Røste, E. (2017). *TV2*. Hentet fra TV2: <https://www.tv2.no/a/9484409/>.
- Skallerud, K. (2010). *SNL*. Hentet September 26, 2018 fra <https://snl.no/hypermarked>

- Skjerven, B. (2018a, Oktober 8). *Sportsbransjen*. Hentet fra Sportsbransjen.no: <http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/ingen-endring-pa-350-kronersgrensen>
- Skjerven, B. (2018b). *Sportsbransjen*. Hentet fra Sportsbransjen: <http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/pa-listen-over-verdens-mest-verdifulle-merker>
- Skomakerstuen, B. (2018, Februar 15). *ehandel*. Hentet fra ehandel: <https://no.ehandel.com/artikler/ny-plattform-tilgjengeliggjor-xxls-butikkvarer-pa-nett/430561>
- Solem, L. K. (2018a, Februar 11). *Dagens Næringsliv*. Hentet fra Dagens Næringsliv: <https://www.dn.no/handel/sportsbransjen/sportsutstyr/sport-outlet/sportsutfordrer-sikter-mot-milliarden/2-1-271084>
- Solem, L. K. (2018b, Juni 29). *Dagens Næringsliv*. Hentet fra Dagens Næringsliv: <https://www.dn.no/handel/gresvig/sport-1/xxl/dobbeltsmell-for-gresvig-jeg-er-veldig-skuffet/2-1-370012>
- Solem, L. K. (2018c, September 14). *Dagens Næringsliv*. Hentet fra Dagens Næringsliv: <https://www.dn.no/avisen/dn-2018-09-14/19>
- Solem, L. K. (2018d, April 25). *Dagens Næringsliv*. Hentet fra Dagens Næringsliv: <https://www.dn.no/handel/xxl/fredrik-steenbuch/john-fredriksen/borssmell-i-xxl-storrelse-vi-har-dratt-pa-oss-noen-kostnader-vi-ma-fa-bedre-kontroll-pa/2-1-322970>
- Solem, L. K., & Takla, E. (2018, September 26). *Dagens Næringsliv*. Hentet fra Dagens Næringsliv: <https://www.dn.no/handel/sport-outlet/virke/skousen/her-er-vekstvinnerne-blant-norske-butikkjeder/2-1-429041>
- Sport 1. (2018, Oktober 28). *Sport 1*. Hentet fra Sport 1: <https://sport1.no/butikker/>
- SPORT Januar. (2018, januar). *Sportsbransjen*. Hentet fra Sportstbransjen: <http://www.sportsbransjen.no/fb/jan2018/files/assets/basic-html/page-l.html>
- SPORT Juni. (2018, Juni). *Sportsbransjen*. Hentet fra Sportsbransjen: <http://www.sportsbransjen.no/fb/juni2018/>
- SPORT Mars. (2015, Mars). *Sportsbransjen*. Hentet fra Sportsbransjen: <http://www.sportsbransjen.no/fb/mar2015/files/assets/common/downloads/publication.pdf>
- Sport Outlet. (2018, Oktober 20). *Sport Outlet*. Hentet fra Sport Outlet: <https://sportoutlet.as/om-oss-kvalitet-til-lav-pris/>
- Sports Direct. (2018, Oktober 28). *Sports Direct*. Hentet fra Sports Direct: <http://www.sportsdirectplc.com/about-us.aspx>
- Sportsbransjeforening, Norsk. (2017, Oktober 20). *Norsk Sportsbransjeforening*. Hentet fra Norsk Sportsbransjeforening: http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/79/pdf/Sportbransjen%202017_nettversjon.pdf
- Sportsbransjen. (2017, September 29). *Norsk Sportsbransjeforening*. Hentet fra Norsk Sportsbransjeforening: <http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/omgjor-g-sport-butikker-til-intersport-og-spisser>
- Sportsfack April. (2018). *Sportfack April Magasin*.
- Sporttimyyjä April. (2016). *Sporttimyyjä Magasin*.
- SSB. (2016). *SSB*. SSB.no.

- SSB. (2018, Mars 7). *Statistisk Sentralbyrå*. Hentet fra Statistisk Sentralbyrå: <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/inntektsokning-for-husholdningene--342509>
- Stadium. (2018, oktober 28). *Stadium*. Hentet fra Stadium: <https://www.stadium.se/cms/hur-allt-borjade>
- Svensk Handel. (2018). *Det stora detaljhandelsskiftet*. Hentet fra http://www.svenskhandel.se/globalassets/dokument/aktuellt-och-opinion/pressmeddelande/rapport_det-stora-detaljhandelsskiftet_2018-digital-version.pdf
- The World Bank. (2018, oktober 20). Hentet fra https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD?locations=PL-GR-PT-DE-EU-NO-SE&name_desc=true
- Trading Economics. (2018). Hentet fra <https://tradingeconomics.com/greece/government-bond-yield>
- Tradingeconomics. (2018a, Oktober). *Tradingeconomics*. Hentet fra Tradingeconomics.com: <https://no.tradingeconomics.com/norway/unemployment-rate/forecast>
- Tradingeconomics. (2018b, oktober). *Tradingeconomics*. Hentet fra Tradingeconomics.com: <https://no.tradingeconomics.com/denmark/unemployment-rate>
- Tradingeconomics. (2018c, oktober). *Tradingeconomics*. Hentet fra Tradingeconomics.com: <https://no.tradingeconomics.com/finland/unemployment-rate>
- Tradingeconomics. (2018d, Oktober). *Tradingeconomics*. Hentet fra Tradingeconomics.com: <https://no.tradingeconomics.com/austria/unemployment-rate/forecast>
- Tradingeconomics. (2018e). *Tradingeconomics*. Hentet fra Tradingeconomics: <https://no.tradingeconomics.com/sweden/unemployment-rate>
- TV 2. (2016). *Tv2*. Hentet fra Tv2.no: <https://www.tv2.no/a/8177741/>
- Ulltveit Moe, K. H. (2010). *UiO*. Hentet fra UiO.no: https://www.uio.no/studier/emner/sv/oekonomi/ECON1410/v10/undervisningsmateriale/12_handelspolitikk_1410_2010.pdf
- Virke . (2016, Desember 8). *Virke*. Hentet fra Virke.no: <https://www.virke.no/bransjer/bransjeartikler/eu-avvikler-mva-fri-netthandel-fra-utlandet/>
- Virke. (2017). *Virke*. Hentet fra Virke.no: [file://penny/Stud\\$/s135533/Downloads/Treningssenterbransjen2017.pdf](file://penny/Stud$/s135533/Downloads/Treningssenterbransjen2017.pdf)
- Virke. (2018). *Virke Handelsrapporten 2018-2019*.
- Virke. (2018a). Hentet fra <https://www.virke.no/bransjer/bransjeartikler/selskapsskattened-til-22-prosent/>
- Visma. (2014). *Visma*. Hentet fra Visma.no: <https://www.visma.no/innkjopssamarbeid/naringsbarometeret/norske-bedrifter-mer-miljobevisste-enn-svenske/>
- WHO. (2018a). *WHO*. Hentet fra WHO.com: https://ec.europa.eu/sport/sites/sport/files/physical-activity-factsheets-2018-eu28who_en.pdf
- WHO. (2018b). *WHO*. Hentet fra WHO: http://www.euro.who.int/__data/assets/pdf_file/0011/379874/who-ehr-2018-02-eng.pdf?ua=1
- XXL ASA. (2018a). *XXL Årsrapport 2017*. XXL ASA. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/XXL-ASA-Annual-Report-2017.pdf>

XXL ASA. (2018d). *XXL ASA Q3 Kvartalsrapport*. XXL. Hentet fra XXL ASA:
<http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/XXL-ASA-Interim-report-Q3-2018.pdf>

Tabellreferanser i masteroppgaven

TABELL 2-1 OVERSIKT OVER G-SPORT OG G-MAX SINE NØKKELTALL.....	43
TABELL 2-2 OVERSIKT OVER STADIUM SINE NØKKELTALL	43
TABELL 2-3 OVERSIKT OVER SPORTS DIRECT SINE NØKKELTALL	44
TABELL 4-1 POLITISKE FAKTORER OG PÅVIRKNING PÅ SPORTSBRANSJEN.....	60
TABELL 4-2 ØKONOMISKE FAKTORER OG PÅVIRKNING PÅ SPORTSBRANSJEN	64
TABELL 4-3 EGENKOMPONERT SOSIALKULTURELLE FAKTORER OG PÅVIRKNING PÅ SPORTSBRANSJEN	67
TABELL 4-4 TEKNOLOGISKE FAKTORER OG PÅVIRKNING PÅ SPORTSBRANSJEN	69
TABELL 4-5 MILJØMESSIGE FAKTORER OG PÅVIRKNING PÅ SPORTSBRANSJEN	70
TABELL 4-6 JURIDISKE FAKTORER OG PÅVIRKNING PÅ SPORTSBRANSJEN.....	71
TABELL 4-7 OPPSUMMERING AV HVILKEN EFFEKT MAKROFAKTORENE HAR PÅ SPORTSBRANSJEN	72
TABELL 4-8 TRUSSELEN FRA INNTRENGERE	76
TABELL 4-9 TRUSSELEN FRA SUBSTITUTTER.....	78
TABELL 4-10 KUNDENES FORHANDLINGSMAKT	79
TABELL 4-11 LEVERANDØRENE FORHANDLINGSMAKT.....	81
TABELL 4-12 INTERN RIVALISERING.....	83
TABELL 4-13 OPPSUMMERING AV PORTERS FEM KONKURRANSEKREFTER.....	83
TABELL 4-14 NETTBUTIKK DANNER MIDLERTIDIG KONKURRANSEPARITET	86
TABELL 4-15 INTEGRERT VERDIKJEDE GIR EN KONKURRANSEMESSIG PARITET.....	87
TABELL 4-16 LEDELSEN DANNER EN MIDLERTIDIG KONKURRANSEULEMPE	88
TABELL 4-17 ANSATTE DANNER EN KONKURRANSEMESSIG PARITET	88
TABELL 4-18 VAREMERKET DANNER EN MIDLERTIDIG KONKURRANSEULEMPE	89
TABELL 4-19 BIG-BOX KONSEPTET DANNER KONKURRANSEMESSIG PARITET	89
TABELL 4-20 STØRRELSE DANNER EN MIDLERTIDIG KONKURRANSEULEMPE	90
TABELL 4-21 EGENKOMPONERT OPPSUMMERING AV VRIO-ANALYSE.....	90
TABELL 4-22 EGENKOMPONERT OPPSUMMERING STRATEGISK FORDEL	91
TABELL 4-23 EGENKOMPONERT SWOT-MODELL.....	93
TABELL 5-1 UTREGNING TRAILING FOR ÅR 2018T FOR XXL.....	103
TABELL 5-2 RESULTATREGNSKAPET FOR XXL-KONSERNET	105
TABELL 5-3 BALANSE FOR XXL-KONSERNET	106
TABELL 5-4 ENDRING I EGENKAPITAL FOR XXL	107
TABELL 5-5 FULLSTENDIG NETTORESULTAT FOR XXL.....	108

TABELL 5-6 RESULTAT TIL ULIKE KAPITALER I BALANSEN	109
TABELL 5-7 UNORMALT DRIFTSRESULTAT.....	112
TABELL 5-8 FORDELING AV UNORMALT FINANSRESULTAT.....	113
TABELL 5-9 DRIFTSSKATTESATS FOR XXL	114
TABELL 5-10 SKATTEKOSTNAD FOR XXL.....	115
TABELL 5-11 KONTANTBEHOLDNING I FORHOLD TIL KUNDEFORDRINGER OG VARELAGER..	119
TABELL 5-12 SYSSELSATT KAPITAL TIL XXL	120
TABELL 5-13 NETTO DRIFTSKAPITAL	121
TABELL 5-14 OMGRUPPERING AV KS.....	122
TABELL 5-15 MARKEDSFØRINGSINVESTERING, TALL I MNOK.....	124
TABELL 5-16 JUSTERING AV MERKEVAREKAPITAL, TALL I MNOK.....	124
TABELL 5-17 KOSTNADSFØRT LEIE, TALL I MNOK	125
TABELL 5-18 RENTEBEREGNING FINANSIELL GJELD	126
TABELL 5-19 ENDRING I BALANSE SOM FØLGE AV JUSTERING AV OPERASJONELL LEIE, TALL I MNOK.....	126
TABELL 5-20 EFFEKT PÅ RESULTAT, TALL I MNOK.....	126
TABELL 5-21 EFFEKT PÅ BALANSEN TALL I MNOK.....	127
TABELL 5-22 VIRKNING AV JUSTERING I RESULTATET, TALL I MNOK	127
TABELL 5-23 VIRKNING AV JUSTERING I BALANSEN, TALL I MNOK	128
TABELL 5-24 OMGRUPPERT OG JUSTERT RESULTAT XXL.....	128
TABELL 5-25 OMGRUPPERT OG JUSTERT SYSSELSATT KAPITAL XXL.....	129
TABELL 5-26 OMGRUPPERT OG JUSTERT NDK XXL	129
TABELL 5-27 ENDRING EGENKAPITAL XXL	129
TABELL 5-28 OMGRUPPERT OG JUSTERT KS XXL.....	129
TABELL 5-29 OMGRUPPERT OG JUSTERT RESULTAT BRANSJE.....	130
TABELL 5-30 OMGRUPPERT OG JUSTERT SYSSELSATT KAPITAL BRANSJE.....	131
TABELL 5-31 NETTO DRIFTSKAPITAL - BALANSE BRANSJE	131
TABELL 5-32 VIRKNING AV JUSTERING PÅ FULLSTENDIG NETTO RESULTAT BRANSJE.....	131
TABELL 5-33 VIRKNING AV JUSTERING SSK BRANSJE.....	132
TABELL 5-34 RAMMEVERKET, FORHOLDTALLSANALYSE.....	132
TABELL 5-35 TIDSVEKTING XXL	133
TABELL 5-36 VERDIVEKTING AV DE ULIKE SELSKAPENE I BRANSJEN	133
TABELL 6-1 LIKVIDITETSGRAD 1 TIL XXL OG BRANSJEN OVER TID.....	136
TABELL 6-2 DEKOMPONERING AV LIKVIDITETSGRAD 1	136
TABELL 6-3 LIKVIDITETSGRAD 2 TIL XXL OG BRANSJEN OVER TID.....	137
TABELL 6-4 RENTEDEKNINGSGRADEN TIL XXL OG BRANSJEN OVER TID.....	138
TABELL 6-5 OMGRUPPERT OG JUSTERT KONTANTSTRØM FOR XXL	139
TABELL 6-6 EGENKAPITALANDELEN TIL XXL OG BRANSJEN OVER TID	141
TABELL 6-7 NETTO DRIFTSRENTABILITET TIL XXL OG BRANSJEN OVER TID.....	142
TABELL 6-8 KAPITALSTRUKTUR I ABSOLUTTE TALL FOR XXL.....	143

TABELL 6-9 KAPITALSTRUKTUR I PROSENT FOR XXL	144
TABELL 6-10 KAPITALSTRUKTUR FOR BRANSJEN I PROSENT	144
TABELL 6-11 SYNTETISK RATING XXL	145
TABELL 6-12 SYNTETISK RATING BRANSJE	145
TABELL 7-1: RISIKOFRI RENTE ETTER SKATT.....	149
TABELL 7-2 UTREGNING AV MARKEDETS RISIKOPREMIE.....	149
TABELL 7-3 AVKASTNINGSKRAV TIL FINANSIELL GJELD ETTER SKATT FOR XXL	154
TABELL 7-4 AVKASTNINGSKRAV TIL FINANSIELLE EIENDELER FOR XXL	155
TABELL 7-5 AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD	155
TABELL 7-6 FORDRINGSBETA TIL XXL OVER ANALYSEPERIODEN.....	156
TABELL 7-7 FINANSIELL EIENDELS BETA FOR XXL OVER ANALYSEPERIODEN.....	156
TABELL 7-8 FINANSIELL GJELDSBETA FOR XXL OVER ANALYSEPERIODEN.....	157
TABELL 7-9 NETTO FINANSIELL GJELDSBETA	157
TABELL 7-10 NETTO DRIFTSKAPITALBETA FOR XXL OVER ANALYSEPERIODEN	158
TABELL 7-11 AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN ETTER SKATT FOR XXL.....	159
TABELL 7-12 AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL.....	160
TABELL 7-13 AVKASTNINGSKRAV TIL SYSSELSATT KAPITAL	160
TABELL 7-14 OPPSUMMERING AV ULIKE AVKASTNINGSKRAV FOR XXL I ANALYSEPERIODEN	161
TABELL 7-15 OPPSUMMERING AV ULIKE AVKASTNINGSKRAV FOR BRANSJEN I ANALYSEPERIODEN.....	162
TABELL 8-1 EGENKAPITALRENTABILITET TIL XXL.....	164
TABELL 8-2 SUPERRENTABILITET FOR XXL.....	165
TABELL 8-3 SUPERRENTABILITETEN I BRANSJEN.....	166
TABELL 8-4 INTERN RESSURSFORDEL I XXL	167
TABELL 8-5 EGENKAPITALKRAVFORDEL I XXL	167
TABELL 8-6 OPPSUMMERING STRATEGISK FORDEL XXL.....	167
TABELL 8-7 REN DRIFTSFORDEL XXL.....	169
TABELL 8-8 BRANSJEFORDEL DRIFT.....	170
TABELL 8-9 OPPSUMMERT BRANSJEFORDEL XXL	170
TABELL 8-10 MARGINFORDEL FOR XXL.....	172
TABELL 8-11 COMMON SIZE – ANALYSE XXL.....	172
TABELL 8-12 OPPSUMMERING COMMON SIZE.....	176
TABELL 8-13 OMLØPSFORDEL XXL	177
TABELL 8-14 GEARINGFORDEL XXL.....	178
TABELL 8-15 OPPSUMMERING DRIFTSFORDEL	178
TABELL 8-16 FINANSIERINGSFORDEL FINANSIELL GJELD	180
TABELL 8-17 FINANSIERINGSFORDEL FINANSIELLE EIENDELER	181
TABELL 8-18 FINANSIERINGSFORDEL NETTO FINANSIELL GJELD.....	182
TABELL 8-19 FINANSIERINGSFORDEL FOR XXL OPPSUMMERT	184

TABELL 8-20 OPPSUMMERING STRATEGISK FORDEL XXL.....	184
TABELL 9-1 HISTORISK DRIFTSINNTEKTSVEKST FOR XXL OVER ANALYSEPERIODEN.....	188
TABELL 9-2 HISTORISK DRIFTSINNTEKTSVEKST FOR BRANSJEN OVER ANALYSEPERIODEN..	188
TABELL 9-3 NORMALISERT EGENKAPITALVEKST FOR XXL I ANALYSEPERIODEN	191
TABELL 9-4 NORMALISERT EGENKAPITALVEKST FOR BRANSJEN I ANALYSEPERIODEN	191
TABELL 9-5 DRIFTSINNTEKTSVEKST VED ULIKE BUDSJETTPUNKTER	197
TABELL 9-6 DRIFTSINNTEKTSVEKST XXL I FREMTIDSREGNSKAPET	197
TABELL 9-7 BUDSJETTPUNKT ONDE	198
TABELL 9-8 NETTO DRIFTSEIENDELER FOR XXL I BUDSJETTPERIODEN	199
TABELL 9-9 BUDSJETTPUNKT NETTO DRIFTSMARGIN.....	200
TABELL 9-10 NETTO DRIFTSRESULTAT OVER BUDSJETTPERIODEN FOR XXL	201
TABELL 9-11 FINANSIELL GJELDSDEL VED ULIKE BUDSJETTPUNKTER	202
TABELL 9-12 NETTO FINANSIELL GJELD FOR XXL	203
TABELL 9-13 FREMSKREVET NETTO FINANSINNTEKT FOR XXL I BUDSJETTPERIODEN.....	204
TABELL 9-14 FREMSKREVET NETTO FINANSKOSTNAD FOR XXL	205
TABELL 9-15 OPPSUMMERT FREMSKREVET NETTO FINANSRESULTAT FOR XXL	205
TABELL 9-16 FREMTIDSRESULTAT FOR XXL	206
TABELL 9-17 FREMTIDSBALANSE SYSSELSATT KAPITAL FOR XXL.....	206
TABELL 9-18 FREMTIDSBALANSE NETTO DRIFTSKAPITAL FOR XXL.....	207
TABELL 9-19 FREMTIDIG FRI KONTANTSTRØM FOR XXL.....	207
TABELL 10-1 FREMSKREVET RISIKOFRI RENTE.....	209
TABELL 10-2 FREMSKREVET KONSTANT MARKEDSRISIKOPREMIE.....	210
TABELL 10-3 FREMSKREVET EGENKAPITALBETA FOR XXL.....	210
TABELL 10-4 FREMSKREVET AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN FOR XXL	211
TABELL 10-5 SYNTETISK RATING FOR XXL I BUDSJETTPERIODEN	213
TABELL 10-6 FREMSKREVET AVKASTNINGSKRAV TIL FINANSIELL GJELD.....	213
TABELL 10-7 AVKASTNINGSKRAV TIL FINANSIELLE EIENDELER	214
TABELL 10-8 AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD	214
TABELL 10-9 FINANSIELL EIENDELSBETA FOR BUDSJETTPERIODEN	215
TABELL 10-10 FINANSIELL GJELDSBETA FOR BUDSJETTPERIODEN.....	215
TABELL 10-11 NETTO FINANSIELL GJELDSBETA FOR BUDSJETTPERIODEN.....	216
TABELL 10-12 FREMSKREVET AVKASTNINGSKRAV TIL SYSSELSATT KAPITAL	217
TABELL 10-13 FREMSKREVET AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL	217
TABELL 10-14 OPPSUMMERING AV FREMTIDSKRAV	218
TABELL 10-15 DEKOMPONERING AV FREMTIDIG STRATEGISK FORDEL FOR XXL	219
TABELL 10-16 OPPSUMMERING AV FREMTIDIG STRATEGISK FORDEL OG HISTORISK STRATEGISK FORDEL	221
TABELL 11-1 ESTIMAT PÅ VERDIEN AV EGENKAPITALEN VED FKE-MODELLEN	224
TABELL 11-2 VERDIESTIMAT PÅ EGENKAPITALEN VED SPE-MODELLEN.....	225
TABELL 11-3 ENDRING I SUPERPROFITVEKST-MODELLEN	226

TABELL 11-4 FØRSTE VERDIESTIMAT AV EGENKAPITALEN TIL XXL VED FKD-MODELLEN.....	227
TABELL 11-5 FØRSTE VERDIESTIMAT AV EGENKAPITALEN TIL XXL VED SUPERPROFITTMODELLEN (SPD-MODELLEN)	228
TABELL 11-6 FØRSTE VERDIESTIMAT AV EGENKAPITALEN TIL XXL VED SUPERPROFITTVÆKST-MODELLEN (SPD-MODELLEN)	229
TABELL 11-7 FØRSTE VERDIESTIMAT AV EGENKAPITALEN TIL XXL MED FRI KONTANTSTRØM TIL SYSSELSATT KAPITAL-MODELLEN (FKS-MODELLEN)	230
TABELL 11-8 FØRSTE VERDIESTIMAT AV EGENKAPITALEN TIL XXL VED SUPERPROFITTVÆKST-MODELLEN (SPS-MODELLEN).....	231
TABELL 11-9 FØRSTE VERDIESTIMAT AV EGENKAPITALEN TIL XXL VED SUPERPROFITTVÆKST-MODELLEN (Δ SPS-MODELLEN)	231
TABELL 11-10 OPPSUMMERING FØRSTE VERDIESTIMAT FOR XXL VED ULIKE METODER (MNOK)	232
TABELL 11-11 ESTIMAT PÅ AKSJEKURSEN TIL XXL (NOK)	233
TABELL 11-12 STEGENE I KONVERGENSPROSESSEN MOT FELLES VERDIESTIMAT	234
TABELL 11-13 AKSJEKURSEN VED ULIKE STEG UNDER KONVERGENSPROSESSEN.....	235
TABELL 11-14 HISTORISK STANDARDAVVIK FOR BUDSJETT OG VERDIDRIVERE.....	241
TABELL 11-15 FORUTSETNINGER FOR DRIFTSINNTEKTSVÆKST	241
TABELL 11-16 FORUTSETNINGER FOR NETTO DRIFTSMARGIN	242
TABELL 11-17 FORUTSETNINGER FOR OMLØPET TIL NETTO DRIFTSEIENDELER.....	242
TABELL 11-18 ANDRE KRITISKE FAKTORER	243
TABELL 11-19 KORRELASJONSMATRISSE FOR ULIKE DRIVERE	244
TABELL 11-20 INFORMASJONSUTSKRIFT FRA TABELLEN.....	245
TABELL 12-1 TALLGRUNNLAG MULTIPPELBEREGNINGER.....	258
TABELL 12-2 PRIS/BOK MULTIPLIKATOR OG ESTIMAT PÅ AKSJEKURS – OMGRUPPERT	259
TABELL 12-3 PRIS/BOK MULTIPLIKATOR OG ESTIMAT PÅ AKSJEKURS – OMGRUPPERT OG JUSTERT	259
TABELL 12-4 EV/FORTJENESTE	260
TABELL 12-5 EV/SALG	261
TABELL 12-6 EV/EBITDA	262
TABELL 12-7 EV/EBIT.....	263
TABELL 12-8 PRIS/FORTJENESTE VED SELSKAPSMETODEN - UJUSTERT	264
TABELL 12-9 PRIS/FORTJENESTE– SELSKAPSMETODEN - JUSTERT	264
TABELL 12-10 PRIS/BOK - SELSKAPSMETODEN UJUSTERT.....	265
TABELL 12-11 PRIS/BOK - SELSKAPSMETODEN JUSTERT	265
TABELL 12-12 ENDELIG VERDIESTIMAT PÅ BAKGRUNN AV MULTIPLIKATORMETODEN.....	267

Figurreferanser i masterutredningen

FIGUR 2-1: EGENKOMPONERT MARKEDSAVGRENSING AV KONKURRANSESITUASJON TIL XXL	18
FIGUR 2-2 VISER ANDEL LAVAKTIV, AKTIV OG HØYAKTIV MELLOM 1985–2015 (HELSEDIRKORATET, 2017), Y-AKSE I PROSENT	21
FIGUR 2-3: ACSM-KRITERIET (HELSEDIRKORATET - NIH, 2017), Y-AKSE I PROSENT	21
FIGUR 2-4 OMSETNINGEN TIL XXL PER ÅR.....	23
FIGUR 2-5 OMSETNINGEN TIL XXL PER ÅR FORDELT PÅ LAND.....	23
FIGUR 2-6 UTVIKLING I ANTALL XXL-VAREHUS PER ÅR	24
FIGUR 2-7 AKSJEKURSUTVIKLING XXL ASA PER 4.12.2018 (OSLO BØRS, 2018)	25
FIGUR 2-8 DIREKTE HENTET FRA ÅRSRAPPORT XXL ASA 2017 (XXL ASA, 2018A)	26
FIGUR 2-9 OMSETNINGSUTVIKLING FOR SPORTSKJEDENE OVER TID (VIRKE, 2018), TALL I 1000.	28
FIGUR 2-10 EGENKOMPONERT UTVIKLING AV MARKEDSANDELER FOR DETALJISTER (SPORTSBRANSJEFORENING, NORSK, 2017).....	29
FIGUR 2-11 EGENKOMPONERT ANTALL BUTIKKER TILKNYTTET SPORTSKJEDENE (SPORT JUNI, 2018).....	30
FIGUR 2-12 EGENKOMPONERT MARKEDSANDELVEKST (SPORTSFACK APRIL, 2018)	31
FIGUR 2-13 EGENKOMPONERT OMSETNINGSVEKST (SPORTSFACK APRIL, 2018)	31
FIGUR 2-14 DIREKTE HENTET FRA SVENSKEHANDEL-RAPPORT, ENDRING ANTALL FYSISK BUTIKK VERSUS NETTBUTIKK.....	32
FIGUR 2-15 EGENKOMPONERT MARKEDSANDELUTVIKLING I FINLAND (SPORTTIMYYJÄ APRIL, 2016).....	33
FIGUR 2-16: EGENKOMPONERT OMSETNINGSUTVIKLING ØSTERRIKE (EDM-PUBLICATION)	34
FIGUR 2-17: EGENKOMPONERT MARKEDSANDEL ØSTERRIKE (EDM-PUBLICATION)	35
FIGUR 2-18 EGENKOMPONERT ANDEL OMSETNING PÅ NETT I NORGE 2016 (SPORT JANUAR, 2018).....	37
FIGUR 2-19 EGENKOMPONERT OVERSIKT OVER VALUTAUTVIKLING EUR OG USD.....	40
FIGUR 2-20 EGENKOMPONERT MARGINUTVIKLING I SPORTSBRANSJEN (VIRKE, 2018)	45
FIGUR 3-1 RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING (KNIVSFLÅ, 2018, F1).....	53
FIGUR 4-1 EGENKOMPONERT RAMMEVERK STRATEGISK ANALYSE. INSPIRERT AV KNIVSFLÅ (2018; F2)	56
FIGUR 4-2 EGENKOMPONERT PESTEL-RAMMEVERK FOR SPORTSBRANSJEN	57
FIGUR 4-3: UTVIKLINGEN I SELSKAPSSKATTESATSEN FOR ULIKE LAND. EGENKOMPONERT (KPMG, 2018).....	58
FIGUR 4-4 FIGUR BNP PER INNBYGGER I PERIODEN 2011-2017 (FN, 2018)	60
FIGUR 4-5 EGENKOMPONERT OVERSIKT OVER PRIVAT KONSUM I EUROPA (EUROSTAT,2016)..	62
FIGUR 4-6 ARBEIDSLEDIGHET EUROPA.....	62

FIGUR 4-7 FORBRUK AV SPORTSUTSTYR PER INNBYGGER. EGENKOMPONERT. (SPORT JANUAR, 2018).....	63
FIGUR 4-8 EGENKOMPONERT FYSISK AKTIVITET BLANT NORDMENN 16-67 (SSB, 2017)	64
FIGUR 4-9 TRENINGSMENGDE OG UTDANNING. HENTET FRA SSB'S STATISTIKKBANK (SSB, 2016).....	65
FIGUR 4-10 UTVIKLINGEN ANTALL TRENINGSSENTRE I NORGE. EGENKOMPONERT (VIRKE, 2017).....	66
FIGUR 4-11 EGENKOMPONERT OVERSIKT OVER SPORTSOMSETNINGEN ANDEL AV TOTAL NETTHANDEL (POSTNORD, 2018).....	67
FIGUR 4-12 SPORTSOMSETNINGENS ANDEL AV TOTAL NETTHANDEL I 2017. EGENKOMPONERT (VIRKE, 2017)	68
FIGUR 4-13 DE FEM KONKURRANSEKREFTENE (PORTER M. , 2008)	73
FIGUR 5-1 RAMMEVERK REGNSKAPSANALYSE (KNIVSFLÅ, 2018, F3)	97
FIGUR 5-2 FORDELING AV FULLSTENDIG NETTORESULTAT FOR XXL	109
FIGUR 5-3 RESULTAT TIL ULIKE KAPITALER I BALANSEN FOR XXL.....	110
FIGUR 5-4 UNORMALE DRIFTSRELATERTE POSTER.....	111
FIGUR 5-5 UNORMALE FINANSRELATERTE POSTER I XXL.....	112
FIGUR 5-6 RAPPORTERT OG OMGRUPPERT BALANSE FOR XXL	116
FIGUR 5-7 FRA ET KREDITOR TIL INVESTORPERSPEKTIV	117
FIGUR 5-8 OMGRUPPERING TOTALKAPITAL TIL SYSSELSATT KAPITAL.....	120
FIGUR 5-9 OMGRUPPERING SYSSELSATT KAPITAL TIL NETTO DRIFTSKAPITAL.....	121
FIGUR 6-1 UTVIKLINGEN I XXLS OG BRANSJENS LIKVIDITETSGRAD 1 OVER TID	136
FIGUR 6-2 UTVIKLINGEN I XXL OG BRANSJENS LIKVIDITETSGRAD 2 OVER TID.....	137
FIGUR 6-3 UTVIKLINGEN I XXL OG BRANSJENS RENTEDEKNINGSGRAD OVER TID	138
FIGUR 6-4 UTVIKLINGEN I XXL OG BRANSJENS EGENKAPITALANDEL OVER TID	141
FIGUR 6-5 UTVIKLINGEN I NETTO DRIFTSRENTABILITETEN TIL XXL OG BRANSJEN OVER TID	142
FIGUR 7-1 AVKASTNINGEN TIL XXL MOT AVKASTNINGEN PÅ OSLO BØRS.....	151
FIGUR 7-2 REGRESJONSUTSKRIFT FOR LINEAR REGRESJON MED XXL SOM AVHENGIG VARIABEL.....	152
FIGUR 8-1 UTVIKLINGEN AV EKR OG EKK I ANALYSEPERIODEN FOR XXL	165
FIGUR 8-2 RAMMEVERK DEKOMPONERING STRATEGISK FORDEL (KNIVSFLÅ, 2018, F11).....	169
FIGUR 8-3 VAREKOSTNAD I PROSENT AV DRIFTSINNTEKTER.....	173
FIGUR 8-4 LØNNKOSTNADER I PROSENT AV DRIFTSINNTEKTER	174
FIGUR 8-5 AVSKRIVNINGER I ANDEL AV DRIFTSINNTEKTER	174
FIGUR 8-6 ANDRE DRIFTSKOSTNADER.....	175
FIGUR 8-7 DRIFTSRELATERT SKATT I EGEN VIRKSOMHET.....	176
FIGUR 8-8 OMLØP TIL NETTO DRIFTSEIENDELER.....	177
FIGUR 8-9 NETTO FINANSIELT GJELDSKRAV OG NETTO FINANSIELL GJELDSRENTABILITET.	183
FIGUR 8-10 OPPSUMMERING AV STRATEGISK FORDEL FOR XXL	185

FIGUR 9-1 RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAPET	186
FIGUR 9-2 HISTORISK DRIFTSINNT EKTSVEKST FOR BRANSJE OG XXL.....	188
FIGUR 9-3 FULLSTENDIG EGENKAPITALVEKST FOR XXL OG BRANSJE	190
FIGUR 9-4 REALVEKST I BNP FOR VERDEN (THE WORLD BANK, 2018)	193
FIGUR 9-5 RAMMEVERK FOR BUDSJETTERING (KNIVSFLÅ, 2018, F14).....	194
FIGUR 9-6 FREMSKREVET DRIFTSINNT EKTSVEKST.....	197
FIGUR 9-7 FREMSKREVET ONDE.....	198
FIGUR 9-8 NETTO DRIFTSMARGIN XXL FOR ANALYSEPERIODEN OG FREMTIDSREGNSKAPET	201
FIGUR 9-9 FREMSKREVET FINANSIELL GJELDSANDEL FOR XXL OVER BUDSJETTPERIODEN ..	202
FIGUR 9-10 FINANSIELL EIENDELSDEL FOR XXL.....	203
FIGUR 10-1 UTVIKLING AV EGENKAPITALRENTABILITET OG - KRAV FRA 2012-2033 FOR XXL	220
FIGUR 10-2 UTVIKLING NETTO DRIFTSRENTABILITET OG NETTO DRIFTSKRAV I BUDSJETTPERIODEN.....	220
FIGUR 11-1 KONVERGENSPROSESSEN MOT ENDELIG VERDIESTIMAT PÅ EGENKAPITALEN TIL XXL VED EK OG SK-METODEN.....	234
FIGUR 11-2 KONVERGENS AV EGENKAPITALKRAV	236
FIGUR 11-3 KONVERGENS AV NETTO DRIFTSKAPITALKRAV (Y-AKSEN ER SATT TIL Å START PÅ 3%)	236
FIGUR 11-4 MONTE CARLO SIMULERING	244
FIGUR 11-5 NEDSIDERISIKO: VERDI < 80% AV FORVENTET VERDI	246
FIGUR 11-6 OPPSIDEPOTENSIAL: VERDI > 120% AV FORVENTET VERDI.....	247
FIGUR 11-7 BUDSJETTARIABLENES BIDRAG TIL VARIANS	247
FIGUR 11-8 FORKLARING AV VARIASJON TIL VERDIESTIMATET.....	248
FIGUR 11-9 TORNADODIAGRAM FOR GJENNOMFØRT TORNADOANALYSE	250
FIGUR 13-1 HANDLINGSSTRATEGI 30.11.2018	270