



FUNDAMENTAL VERDSETTELSE AV XXL ASA

XXL

Ba-Kien Phillip Doan Vo og Vera Anisimova

Veileder: Øystein Gjerde

Selvstendig arbeid, Masterstudiet i økonomi og administrasjon, Finansiell Økonomi

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.

Innhold

Sammendrag	1
Forord	2
Forkortelser	3
1 Innledning.....	5
1.1 Målsetning	5
1.2 Avgrensning.....	5
1.3 Struktur	5
2 Presentasjon av XXL og sportsbransjen.....	7
2.1 XXL.....	7
2.2 Historie	8
2.3 XXL-aksjen	8
2.4 Bransjen og konkurrenter	9
2.5 Geografiske markeder	11
3 Verdsettelsesteknikk.....	16
3.1 Inntjeningsbasert tilnærming.....	16
3.2 Markedsbasert tilnærming.....	18
3.3 Balansebasert tilnærming (Substansbaserte metoder).....	19
3.4 Kostbasert tilnærming	19
3.5 Opsjonsbasert tilnærming.....	19
3.6 Valg av verdsettelsesmetode	20
3.7 Rammeverk for fundamental verdsettelse.....	21
4 Strategisk analyse	23
4.1 Intern analyse	23
4.2 Ekstern analyse.....	28
4.3 SWOT – oppsummering av den strategiske analysen	46

5 Regnskapsanalyse.....	48
5.1 Rammeverk	48
5.2 Praktiske valg – perspektiv på analysen, analysenivå, analyseperiode, komparativ periode.....	48
5.3 Presentasjon av rapporterte tall og trailing.....	51
5.4 Omgruppering for analyse.....	54
5.5 Analyse og justering av målefeil	64
5.6 Rammeverket for forholdstallanalyse	65
6 Analyse av risiko	67
6.1 Likviditetsanalyse.....	67
6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse.....	73
6.3 Oppsummering - syntetisk rating	76
7 Historisk avkastningskrav	79
7.1 Teori om avkastningskrav	79
7.2 Egenkapitalkrav.....	79
7.3 Krav til netto finansiell gjeld.....	85
7.4 Krav til netto driftskapital	86
8 Analyse av lønnsomhet – strategisk fordel	88
8.1 Superrentabilitet til egenkapital	88
8.2 Dekomponering av strategisk fordel	90
8.3 Driftsfordel	91
8.4 Bransjefordel	92
8.5 Ressursfordel.....	93
8.6 Gearingfordel drift.....	97
8.7 Finansieringsfordel.....	98
8.8 Oppsummering	101

9 Fremtidsregnskap	103
9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap	103
9.2 Budsjettering av resultat, balanse og kontantstrøm.....	105
10 Fremtidskrav og strategisk fordel.....	111
10.1 Krav til egenkapital	111
10.2 Krav til netto finansiell gjeld.....	113
10.3 Krav til selskapskapital	115
10.4 Analyse av superrentabilitet i budsjett	116
11 Fundamental verdsettelse	118
11.1 Oversikt over metoder og modeller.....	118
11.2 Egenkapitalmetodene	118
11.3 Selskapskapitalmetodene	119
11.4 Første estimat og verdikonvergens.....	120
11.5 Usikkerhet: Sensitivitet, simulering og konkurs	123
11.6 Oppsummering	129
12 Komparativ verdivurdering	130
12.1 Valg av multiplikatorer og komparative selskaper	131
12.2 Komparativ verdiestimat	132
13 Konklusjon og handelsstrategi	134
Litteraturliste	136
Appendiks.....	143

Sammendrag

Denne masterutredningen er en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av XXL ASA, heretter XXL, basert på regnskapstall per 31.12.2015. Målet med oppgaven er å komme frem til et verdiestimat på egenkapitalen til XXL og en tilhørende aksjepris, noe som kan gi grunnlag for en handelsstrategi.

Verdsettelsen er basert på prospektet fra 2014 som ble utarbeidet av XXL i forbindelse med børsnoteringen, årsrapportene fra 2014 og 2015, samt annen offentlig tilgjengelig informasjon. Oppgaven består av tre deler. I den første delen presenteres XXL, bransjen og ulike verdsettelsesteknikker, samt at det gjennomføres en strategisk analyse. Den strategiske analysen gir innsikt i XXLs styrker og svakheter, samt muligheter og trusler i omgivelsene. I den andre delen gjennomføres det en regnskapsanalyse, samt en analyse av risiko og lønnsomhet. De to første delene gir grunnlag for utarbeidelse av et fremtidsbudsjett og fremtidskrav. XXL verdsettes ved hjelp av ulike metoder med utgangspunkt i fremtidsbudsjettet. Verdiestimatet er imidlertid usikkert, og det gjennomføres en sensitivitetsanalyse. Til slutt gjennomføres det en komparativ verdsettelse som supplement for den fundamentale verdsettelsen.

Verdiestimatet som vi kommer frem til i denne verdsettelsen er 124,77 kr per aksje per 31.12.2015. Børskursen samme dato var 102 kr. Konklusjonen fra våre analyser er dermed at aksjen er priset for lavt på Oslo Børs, og at det finnes merverdier i selskapet som ikke er reflektert i markedsprisen. Derfor gir vi en kjøpsanbefaling.

Forord

Denne oppgaven er skrevet som et ledd i vår siviløkonomutdanning ved Norges Handelshøyskole (NHH). I vår masteroppgave ønsket vi å få brukt kunnskap vi har opparbeidet oss i løpet av studietiden, samt tilegne oss mer kunnskap som kan være relevant i våre karrierer som revisor og konsulent. Vi har begge valgt finansiell økonomi som hovedprofil, og har i løpet av studietiden lært mye om finans, strategi og regnskap. Vi ønsket å knytte sammen disse emnene og bruke dem på en praktisk problemstilling. Valget falt derfor på verdsettelse som et tema for masteroppgaven.

Ved valg av selskapet som skulle verdsettes, fokuserte vi på at det skulle være et stort selskap som var notert på Oslo Børs. Samtidig ønsket vi å verdsette et selskap som ikke har vært på børsen lenge, og som derfor ikke har vært brukt så mye i masterutredninger tidligere. Dette, i tillegg til begges interesse for sport og friluftsliv, førte til at XXL ble valgt som tema.

Det å verdsette et selskap som ikke har vært børsnotert i mer enn to år har vist seg å være utfordrende. Vi vil spesielt trekke frem utfordringer knyttet til analyse av historisk regnskapsinformasjon og aksjepris. Videre har XXLs operasjoner i Finland og Sverige ført til vanskeligheter med å innhente informasjon om disse markedene, samt utfordringer knyttet til at selskapene rapporterer i ulike valutaer. I tillegg har vi hatt utfordringer knyttet til valget av komparative selskaper. De mest sammenlignbare konkurrentene til XXL er ikke børsnoterte, og kunne derfor kun brukes som sammenligningsgrunnlag i lønnsomhetsanalysen. For å finne et historisk avkastningskrav og gjennomføre en komparativ verdsettelse, måtte vi derfor bruke selskaper som ikke er direkte sammenlignbare med XXL, noe som gjør at konklusjonene ble mer usikre. De nevnte utfordringene har imidlertid gjort skriveprosessen mer spennende og lærerik.

Vi vil benytte anledning til å takke vår veileder, Øystein Gjerde, for svært nyttige og konstruktive tilbakemeldinger, og Kjell Henry Knivsflå for gode svar på tekniske spørsmål knyttet til oppgaven.

Bergen, juni 2016

Vera Anisimova

Phillip Vo

Forkortelser

AFR	Annet fullstendig resultat
AVD	Avdrag
BFD	Bransjefordel drift
DE	Driftsrelaterte eiendeler
DF	Driftsfordel
DG	Driftsrelatert gjeld
DOM	Driftsrelaterte omløpsmidler
DSP	Dirty Surplus
EK	Egenkapital
EKR	Egenkapitalrentabilitet
FAM	Finansielle anleggsmidler
FE	Finansielle eiendeler
feg	Finansiell eiendelsgrad
fek	Finansiell eiendelskrav
fer	Finansiell eiendelsrentabilitet
FF	Finansieringsfordel
FFFE	Finansieringsfordel finansielle eiendeler
FFFG	Finansieringsfordel finansiell gjeld
FFMI	Finansieringsfordel minoritetsinteresser
FFNFG	Finansieringsfordel netto finansiell gjeld
FG	Finansiell gjeld
FGG	Finansiell gjeldsgrad
fgk	Finansielt gjeldskrav
fgr	Finansiell gjeldsrente
FISS	Finansinntektsskattesats
FKD	Fri kontantstrøm drift
FKFE	Fri kontantstrøm finansielle eiendeler
FKFG	Fri kontantstrøm finansiell gjeld
FKS	Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital
FKSS	Finanskostnadsskattesats
FNR	Fullstendig nettoresultat til egenkapital
FOM	Finansielle omløpsmidler
FoU	Forskning og utvikling
g	Vekstfaktor
GFD	Gearingfordel drift
ILP	Illikviditetspremie
k	Avkastningskrav
KDG	Kortsiktig driftsrelatert gjeld
KFG	Kortsiktig finansiell gjeld
KG	Kortsiktig gjeld
krp	Kreditrisikopremie
LFG	Langsiktig finansiell gjeld
MF	Marginfordel
MI	Minoritetsinteresser

MIG	Minoritetsgrad
MIK	Minoritetskrav
mir	Minoritetsrentabilitet
MRD	Markedsrisikodel
mrp	Markedsrisikopremie
NDE	Netto driftseiendeler
NDK	Netto driftskrav
NDM	Netto driftsmargin
NDR	Netto driftsresultat
ndr	Netto driftsrentabilitet
NDSS	Normalisert
NFG	Netto finansiell gjeld
nfgg	Netto finansiell gjeldsgrad
nfgk	Netto finansielt gjeldskrav
nfgr	Netto finansiell gjeldsrente
NFK	Netto finanskostnader
NMR	Netto minoritetsresultat
NRE	Netto resultat til egenkapital
OF	Omløpsfordel
OM	Omløpsmidler
ONDE	Omløpet til netto driftseiendeler
r	Rentabilitet
RFD	Ressursfordel drift
RFDTV	Ressursfordel drift tilknyttet virksomhet
RSK	Resultat til sysselsatt kapital
TK	Totalkapital
TV	Tilknyttet virksomhet
VEK	Verdien av egenkapital
ÅRE	Rapport til årsresultat

1 Innledning

1.1 Målsetning

Målet med oppgaven er å finne den underliggende verdien av egenkapital, og dermed aksjepris, til XXL. Ved å sammenligne den underliggende verdien med børskursen på samme tidspunkt, kan man danne en handelsstrategi. Dersom den underliggende verdien er høyere enn børskursen, danner det grunnlag for å kjøpe aksjer. Dersom børsverdien overstiger den underliggende verdien lønner det seg å selge aksjer, eller innta en short posisjon.

1.2 Avgrensning

I denne oppgaven kommer vi til å ha et investorperspektiv på verdsettelsen. Informasjonen som investorer og aksjeanalytikere baserer seg på, er offentlig tilgjengelig informasjon. Vi kommer til å basere oss på årsrapporter, kvartalsrapporter og prospektet som XXL utarbeidet i forbindelse med børsnoteringen, samt annen informasjon som er tilgjengelig på XXLs og konkurrentenes nettsider. I tillegg kommer vi til å benytte artikler i aviser og tidsskrifter som omhandler de relevante selskapene.

Manglende informasjon om de konkurrerende selskapene, noe begrenset informasjon om XXL utover det som fremkommer i regnskapene, kort aksjehistorikk, samt tidsbegrensninger gjør at verdsettelsen ikke er like nøyaktig som ønsket. Våre forutsetninger er likevel tilfredsstillende ut ifra rammene til masterutredningen. Vårt verdiestimat er imidlertid i stor grad basert på skjønsmessige vurderinger og må derfor brukes med forsiktighet.

1.3 Struktur

Oppgaven bygger på metoden til Kjell Henry Knivsfå, som den er presentert i kurset BUS440 «Rekneskapsanalyse og verdivurdering». Basert på denne metoden deles oppgaven i tre deler.

Den første delen består av kapittel 2-4. Her presenteres XXL og bransjen, ulike verdsettelsesmetoder blir gjennomgått og det foretas en strategisk analyse av XXL og bransjen.

Del to består av kapittel 4-8. Først presenteres regnskapstallene til XXL i analyseperioden 2011-2015. Videre omgrupperes balanseregnskapet, og resultatet normaliseres for å brukes til analyseformål. Vi diskuterer også hvilke justeringer kunne ha vært aktuelle for XXL. Videre analyserer vi risiko i selskapet og fastsetter syntetisk rating. Avkastningskravet fastsettes, og lønnsomheten til XXL analyseres i forhold til kravet og i forhold til bransjen. Konklusjonene

om eventuelle fordeler eller ulemper som XXL har, baseres på grunnlag av denne analysen, samt den strategiske analysen.

Del tre består av kapittel 9-12. Her bruker vi innsikten fra de to foregående delene for å predikere fremtidig utvikling i selskapet. Vi setter opp et fremtidsbudsjett for 2016-2031 og estimerer et fremtidskrav. Dette gir oss grunnlag for å finne et estimat på aksjeverdien til XXL. Vi supplerer også den fundamentale verdsettelsen med en sensitivitetsanalyse av resultatene og en komparativ verdsettelse.

2 Presentasjon av XXL og sportsbransjen

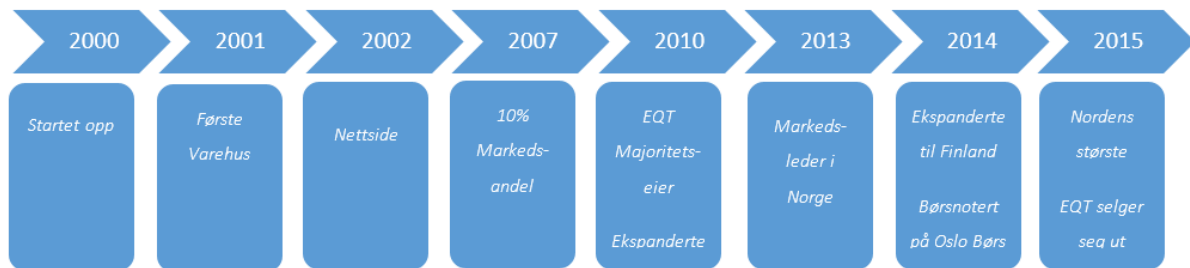
For å arbeide med den strategiske analysen er det viktig å ha en god forståelse av selskapet og dets drift. Formålet med dette kapittelet er å styrke denne forståelsen. Dette kapittelet vil ta for seg XXL som selskap, selskapets historie, aksjens utvikling siden selskapet ble børsnotert 2.10.2014 og frem til 31.12.2015, samt bransjen og markedssituasjonen i de tre ulike landene XXL for øyeblikket opererer i.

2.1 XXL

XXL er den største og raskest voksende sportsforhandleren målt etter omsetning i Norden (XXL, 2016). XXL har som mål å være den ledende distribusjonskanalen for et unikt utvalg av merkevarer innenfor sport, friluftsliv og villmark til lave priser. For å oppnå dette, er XXLs strategi å kapitalisere på forventet vekst i markedet for sports- og friluftsutstyr og styrke sin konkurranseposisjon ved å utnytte sine stordriftsfordeler (xxlasa.com, 2016). XXL forventer at denne strategien vil hjelpe selskapet med å opprettholde sin organiske vekst, og tror at de har potensialet til å vokse videre i Norge, Sverige og Finland. I 2014 hadde XXL 23 butikker i Norge, 15 i Sverige og én i Finland. På det tidspunktet satte ledelsen seg som mål å doble antall butikker fram til 2019 (E24, 2014). I dag har XXL utvidet til 24 varehus i Norge, 20 i Sverige og 8 i Finland (XXL, 2016). Samtidig planlegger XXL å etablere seg i andre europeiske land med lignende kundekarakteristikker, klima og sesonger. I 2016 åpner XXL en nettbutikk i Danmark, og fra 2017 startes ekspansjonen til Tyskland, Østerrike og Sveits. XXLs stordriftsfordeler og kostnadsfokus gjennom hele verdikjeden vil være kritiske faktorer for å lykkes i disse landene.

XXL ønsker å være en «one-stop-shop», hvor kundene skal få tak i alt av sports- og friluftsutstyr. XXL oppnår dette ved å ha store varehus, «big box», som varierer mellom 3000-5300 kvadratmeter (xxlasa.com, 2016). Varehusene er organisert slik at det er seks spesialiserte «butikker i en butikk». Disse avdelingene er: 1) sport, helse og fitness; 2) sko; 3) sportsklær; 4) utendørs utstyr; 5) ski/sykkel og 6) jakt. I tillegg skreddersyr XXL sitt produktutvalg etter lokale preferanser (XXL ASA, 2014).

2.2 Historie

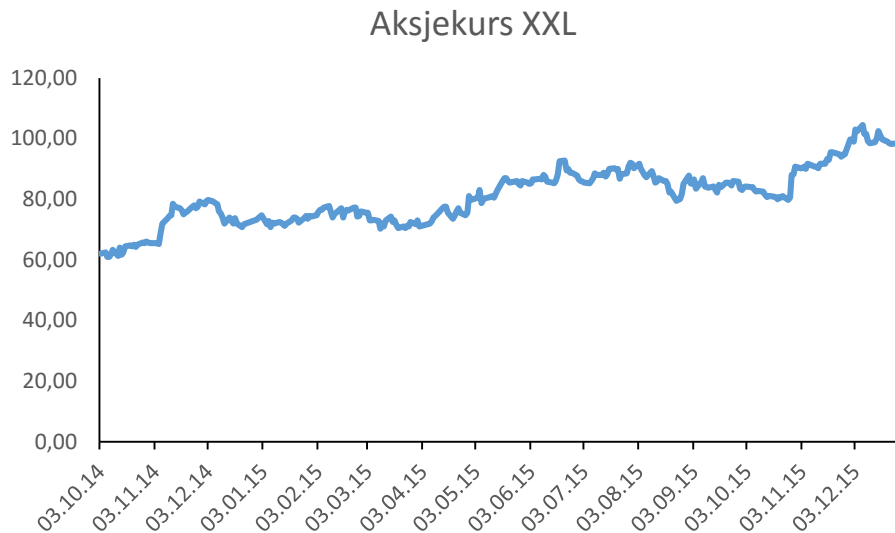


Figur 2-1 Tidslinje

XXL ble startet opp av Tore og Øivind Tidemandsen i år 2000 (E24, 2010). Det følgende året åpnet de det første varehuset i Oslo sentrum, som i dag fortsatt er deres mest besøkte med over én million besøkende i året (Sportsbransjen, 2015). XXL lanserte sin nettside i Norge i 2002, opprinnelig for å øke salg i de fysiske butikkene og ikke gjennom netthandel. Det var først i 2011 de begynte å gjøre endringer for å spisse seg mot netthandel. I 2012 gikk XXL til innkjøp av en ny plattform til nettsiden. I dag er XXL Nordens største nettbutikk, og 7,5% av omsetningen i selskapet genereres gjennom nettbutikken (Virke Handel, 2015). Selskapet har opplevd en høy vekst fra de første årene, og i 2007 oppnådde XXL en markedsandel på 10% i det norske markedet med sine 8 butikker. I 2010 solgte brødrene Øivind og Tore Tidemandsen seg ned fra 54,32 % til 30 %. Samtidig oppnådde EQT, et svensk private equityselskap, en majoritetsandel i selskapet (Sportsbransjen, 2016). Det samme året ekspanderte XXL til Sverige. 2013 var en milepæl i XXLs historie, da de oppnådde en markedslederposisjon i Norge (Aftenposten, 2014). I april 2014 ekspanderte selskapet til Finland. Høsten samme år gikk XXL på børs med en aksjekurs på 62 kroner. I 2015 oppnådde XXL en posisjon som Nordens største sportskjede. Samme året solgte EQT seg ut.

2.3 XXL-aksjen

XXL ble børsnotert på Oslo Børs 2. oktober 2014. Den største aksjonæren er i dag Dolphin Management, eid av Tidemandsen-brødrene, som eier 24,72%. Nest største aksjonær er Folketrygdfondet, som eier 5,08%. Siden selskapet ble notert, har selskapet levert sterke resultater og aksjen har steget tilsvarende. XXL ble børsnotert til aksjekurs på 62 kr, og per 31.12.2015 var aksjekurs på 102. Siden børsnoteringen frem til slutten av 2015 har aksjen steget med 64,52%. Figuren under viser veksten siden starten.



Figur 2-2 Aksjeutvikling

(Oslo Børs, 2016)

2.4 Bransjen og konkurrenter

XXL opererer i dag i tre nordiske land, Norge, Sverige og Finland, og tilbyr sports- og fritidsutstyr både i vanlige butikker og via nettbutikk. Vi vil nå introdusere sportsbransjen i disse landene generelt, for så å beskrive dem hver for seg.

I denne oppgaven vil vi i første omgang begrense sportsbransjen til de aktørene som tilbyr både sportsklær og sportsutstyr. På denne måten ekskluderer vi både kleskjedene, som for eksempel Cubus og H&M, som har egne sportskolleksjoner, og forretninger som selger enkelte typer fritidsutstyr, som for eksempel Biltema. Vi inkluderer derimot de aktørene som ikke har salg av sports- og fritidsutstyr som hovedaktivitet, men som likevel tilbyr et vidt spekter av sportsrelaterte produkter. Coop vil på denne måten inngå i bransjen da kjeden har spesialiserte sportsavdelinger med både klær, sko, ski og sykler med mer.

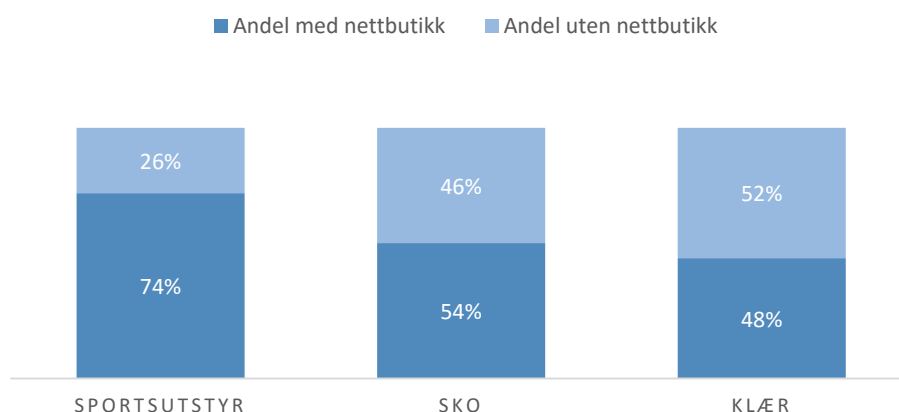
Sportsbransjen i Norge, Sverige og Finland sto for 35,6 milliarder NOK (ekskludert merverdiavgift) i 2013, med Sverige på første og Norge på andre plass. Det norske markedet har imidlertid hatt den høyeste veksten siden 2006 (XXL ASA, 2014)

Markedet for sports- og fritidsutstyr kan deles i fire ulike grupper (XXL ASA, 2014). Den første og største gruppen er selskaper hvor sportskjeden eier merkenavnet, driver sentrallageret og markedsfører selskapet, mens de ulike butikkene er franchisetakere. Eksempler på dette er G-Sport, Intersport og Sport 1 i Norge og Team Sportia i Sverige. Den andre gruppen er butikkene som drives av ett og samme selskap. Her er det sportskjeden som eier og driver de ulike

butikkene i tillegg til de øvrige sentrale funksjonene. Disse kjedene er integrerte og har mulighet til å optimalisere og planlegge på tvers av store nettverk. Disse kjedene inkluderer XXL og G-Max i Norge og Stadium i Sverige. I tillegg til sportskjedene finnes det uavhengige, spesialiserte sportsbutikker, som er den tredje gruppen. Disse butikkene klarer i mindre grad å konkurrere på pris med de store kjedene som kan få bedre innkjøpsavtaler. Antall slike uavhengige butikker har derfor gått ned de siste årene (Solem & Kleppe, 2015). De store produsentene av sports- og fritidsutstyr har imidlertid åpnet egne spesialiserte butikker, som for eksempel Nike Factory Store i Stockholm.

I tillegg til de spesialiserte sportsbutikkene finnes det mange andre butikker som selger sports- og fritidsutstyr, og som utgjør den fjerde gruppen (XXL ASA, 2014). I de nordiske landene er det Coop, Ullared, NK, Prisma og Citymarked som er de største aktørene. Internett har også blitt en viktig kanal for salg av sko, klær og sportsutstyr, og mange butikkjeder opererer i dag med en nettbutikk i tillegg til de fysiske butikkene. Norsk netthandel er i vekst, og det ble handlet varer for 6,78 mrd. kroner i 1. kvartal 2015 (Virke Handel, 2015). Innen sportsbransjen har 74 % av butikkjedene nettbutikk, mens for butikkjeder totalt sett er det tilsvarende tallet 55 %. I tillegg har det oppstått flere aktører som kun opererer på internett og som ikke har fysiske butikker, som for eksempel Sportamore. De rene nettbutikkene har den fordel at de har reduserte kostnader i forhold til å drive fysiske butikker. De opererer imidlertid i en liten skala og står dermed for en liten andel av salget i sportsbransjen.

NETTHANDEL BLANT NORSKE KJEDER



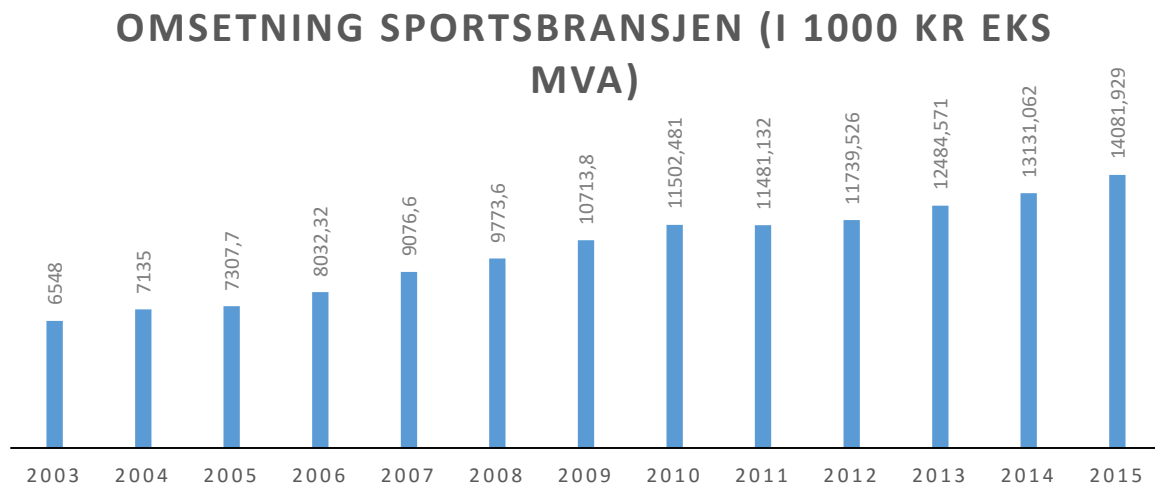
Figur 2-3 Kjeder med nettbutikk

(Virke Handel, 2015)

2.5 Geografiske markeder

2.5.1 Norge

Det norske markedet for sportsutstyr sto for 14 081 929 kr i 2015, 7,2% opp fra 2014 (Sportsbransjen, 2016). Sportsbransjen hadde høyere vekst enn noen annen detaljhandel mellom 2005 og 2010. Veksten har imidlertid flatet ut i 2011 og bransjen opplevde en svak tilbakegang på under 1% fra 2010 til 2011. Fra 2012 til 2014 hadde bransjen vekst igjen. Noe av veksten i sportsbransjen skyldes at den tar markedsandeler fra tekstil- og skobransjen. Norge ligger på Europa-toppen når det kommer til salg av sportsutstyr per innbygger (XXL ASA, 2014). Det norske markedet for sportsutstyr er altså veldig attraktivt grunnet det høye salget av sportsutstyr per innbygger, og er i tillegg i sterk vekst (CAGR på 6,07% i perioden fra 2006 til 2015).



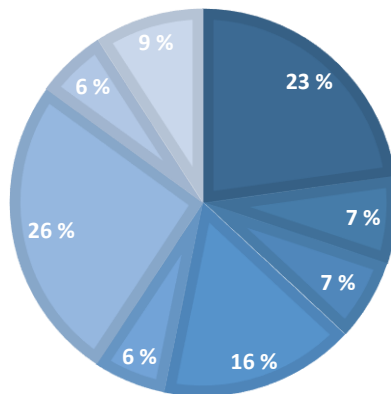
Figur 2-4 Omsetning i sportsbransjen i Norge i 2003-2015

(Sportsbransjen, 2016)

Ingen andre land i verden har en tilsvarende kjedestruktur i sportsbransjen som Norge (Sportsbransjen, 2016). I Norge står kjedene for 91 % av bransjens omsetning, og XXL, G-sport/G-max, Sport 1, Intersport og MX-sport er de største aktørene. Gresvig som eier G-sport, G-Max og Intersport, er den største aktøren på markedet med en markedsandel på 30,1% (Sportsbransjen, 2016). XXL er den største kjeden med 25,7 % i markedsandel. Det totale antallet butikker tilknyttet sportskjedene har gått ned fra 2008, mens den totale omsetningen har økt. Dette indikerer at salget per butikk har økt i tilsvarende periode. Dette har sannsynligvis sammenheng med etableringen av stormarkeder som XXL og G-max.

MARKEDSANDELER PR KJEDE

■ G-Sport/G-max ■ Intersport ■ Stadion ■ Sport 1 ■ Coop ■ XXL ■ MX-Sport ■ Andre



Figur 2-5 Markedsandeler per kjede i Norge

(Sportsbransjen, 2016)

Trenden i Norge har vært at flere ønsker å identifisere seg med en sporty livsstil og mange ønsker å holde seg fysisk aktive. Blant annet øker deltakere i ulike idrettsarrangementer, som Oslo Maraton. Det er flere menn enn kvinner som er interesserte i en aktiv livsstil, og det å være en aktiv familie har blitt assosiert med høyere sosial status (XXL ASA, 2014). Nordmenn er veldig merkebevisste, og sterke merkevarer har store markedsandeler. En annen trend er at flere bedrifter promoterer trening blant sine ansatte både internt og ved hjelp av eksterne avtaler.

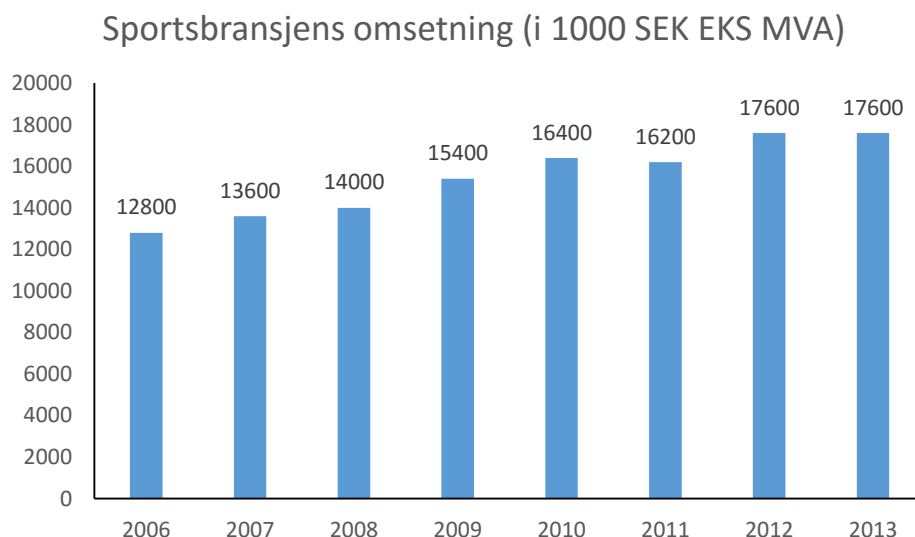
Sportsbransjen er påvirket av været, og er faktisk mer avhengig av været enn av konjunkturedringer i økonomien (Sportsbransjen, 2015). Snø på det sentrale Østlandet er viktigere for omsetningen i vintersegmentet enn finansiell uro. Skisegmentet er stort i Norge, og skisalg som utgjør en stor andel av salget i vinterhalvåret, er avhengig av værforholdene. Et eksempel på det, er en svak vinter i 2014, som førte til en svak første kvartal.

Det har vært en tøff priskonkurranse mellom de store kjedene, noe som har ført til en prisnedgang i bransjen (Sportsbransjen, 2016). Når omsetningen likevel øker, betyr det at salgsvolumet på sportsprodukter har økt. Sportsbutikker blir utfordret på to fronter. På den ene siden har flere kjeder innenfor klesbransjen satset på salg av treningsklær. På den andre siden vokser salget over internett. Her utmerker sportsbransjen seg og viser en god tilpasningsevne. 74 % av kjedene i sportsbransjen i Norge har i dag nettbutikker (Virke Handel, 2015). Sportamore har hatt en sterk vekst i perioden fra 2011 og fram til 2015, og var Nordens største nettbutikk i perioden, men ble tatt igjen av XXL i første kvartal 2015. I dag er XXL Nordens største nettbutikk innen sportsutstyr.

De norske nettbutikkene blir imidlertid utfordret fra utlandet. I 2014 ble grensen for momsfri import økt til 350 kr, noe som kan negativt påvirke sportsbransjen. Den norske kronen har imidlertid vært veldig svak det siste året, noe som gjør det vanskeligere for nordmenn å utnytte den momsfrie grensen. Siden import av varer fra utlandet også blir dyrere for sportskjedene, forventes det en generell prisøkning i bransjen.

2.5.2 Sverige

XXL utvidet sin virksomhet til Sverige i 2010 og har i dag 20 butikker (XXL, 2016). XXL er den tredje største kjeden i Sverige, og er den kjeden som vokste raskest i 2014 (XXL ASA, 2014). Omsetningen i sportsbransjen i Sverige har vært relativt stabil i perioden mellom 2006 og 2013 med en vekst på 4 %. I 2014 kom sportsbransjen dårlig ut i forhold til detaljhandelen generelt. Mens detaljhandelen hadde en økning på 3,5%, vokste sportsbransjen med kun 1,9% (Sportsbransjen, 2015). Sportsbransjens lave vekst skyldes økt prispress både fra svenske og internasjonale aktører, spesielt på internett.



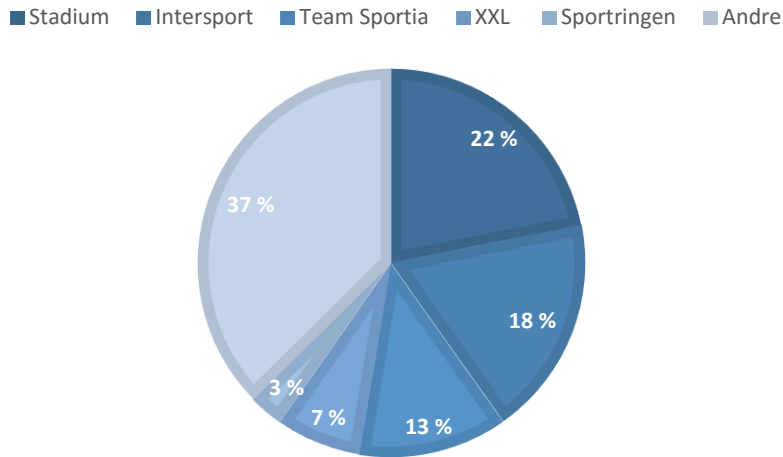
Figur 2-6 Sportsbransjens omsetning i Sverige i 2006-2013

(XXL ASA, 2014)

Det svenske markedet har siden 2006 vært dominert av tre kjeder, Stadium, Intersport og Team Sportia som har hatt en markedsandel på opp til 59 % til sammen. I 2014 var Stadium og Intersport fremdeles de største kjedene i Sverige, mens XXL har blitt den tredje største aktøren med en økning på 30,3 % i 2014 (Sportsbransjen, 2015). Bortsett fra Löplabbet og Just4Sport viste de andre svenske kjedene vekst i 2014. XXL er den aktøren som har vist det største

gjennomsnittlige salget per butikk i 2013. De har omsatt for 92,4 MSEK per butikk, noe som er nesten tre ganger så mye som Stadium.

MARKEDSANDELER PR KJEDE

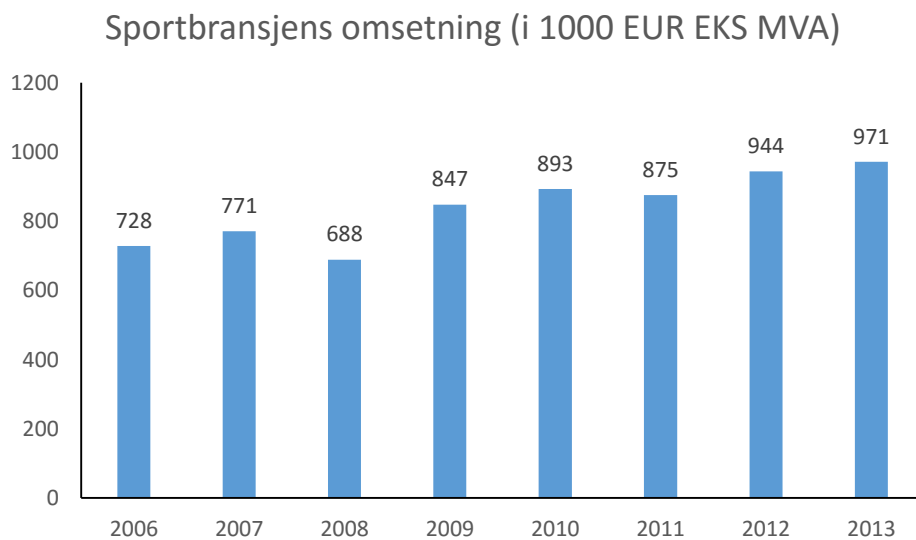


Figur 2-7 Markedsandeler per kjede i Sverige

(XXL ASA, 2014)

2.5.3 Finland

XXL gikk inn i det finske markedet i 2014 og hadde på slutten av 2015 8 butikker (XXL ASA, 2016). Det finske markedet har vært attraktivt for internasjonale aktører grunnet interessen for sport og trening blant landets befolkning.



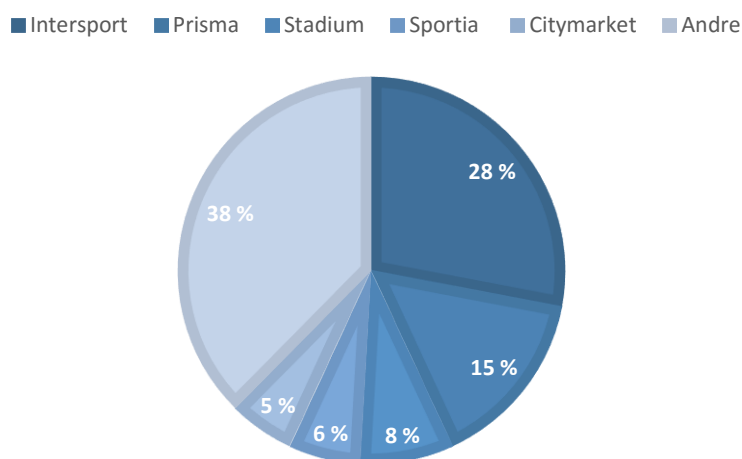
Figur 2-8 Sportsbransjens omsetning i Finland 2006-2013

(XXL ASA, 2014)

Det finske markedet har vokst med 4,2 % per år i perioden fra 2006 og fram til 2013. Bransjen viste en negativ vekst i 2008 og 2011 grunnet resesjonen og gjeldskrisen. Som et medlem av EMU, har ikke Finland en egen sentralbank og har dermed ikke mulighet til å føre en egen pengepolitikk for å stabilisere økonomien.

De største kjedene i Finland er Intersport, Prisma, Stadium, Sportia og Citymarket. Intersport er markedslederen med en markedsandel på 28 % i 2013. Konkurransesituasjonen i Finland er noe annerledes enn i Norge og Sverige. Kjedene står for lavere andel av den totale omsetningen, og de er i større grad organisert som franchiser. I tillegg står hypermarket-konseptet sterkere i Finland (XXL ASA, 2014).

MARKEDSANDELER PR KJEDE



Figur 2-9 Markedsandeler per kjede i Finland

(XXL ASA, 2014)

3 Verdsettelsesteknikk

Kaldestad og Møller (2011) klassifiserer verdsettelsesmetoder i fem kategorier basert på deres definisjon av verdi. Disse kategoriene er inntjeningsbasert, markedsbasert, balansebasert, kostbasert og opsjonsbasert tilnærming. Vi vil nå presentere disse fem metodene for verdsettelse.

3.1 Inntjeningsbasert tilnærming

Inntjeningsbasert tilnærming tar utgangspunkt i kontantstrømmer til et selskap eller en eiendel (Kaldestad & Møller, 2011). Verdien av et selskap eller en eiendel er følgelig nåverdien av forventede framtidige kontantstrømmer. I denne tilnærmingen lages det en prognose på framtidige kontantstrømmer som diskonteres tilbake til dagens verdi ved hjelp av et estimert avkastningskrav. Avkastningskravet reflekterer tidsverdien av penger og risiko.

$$Verdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Kontantstrøm_t}{(1 + avkastningskrav)^t}$$

Hvis kontantstrømmen er konstant eller vokser jevnt i evig tid, kan verdien beregnes ved hjelp av Gordons vekstformel.

$$Verdi = \frac{Kontantstrøm}{(Avkastningskrav - vekstfaktor)}$$

3.1.1 Dividendemodellen

For å finne verdien av egenkapital i en bedrift kan man benytte dividendemodellen. Verdien av egenkapitalen beregnes som nåverdien av framtidige dividender. Etter denne metoden må det lages estimater på dividender framover, og disse må neddiskonteres med egenkapitalkostnaden.

$$Verdi_0^{EK} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(Dividende_t)}{(1 + r_{EK})^t}$$

Der $E(Dividende_t)$ er forventet dividende i år t .

Denne metoden bygger på at utbytte er den mest direkte form for avkastning man får som aksjonær. Metoden er også mye brukt grunnet at den tar hensyn til at deler av overskuddet må holdes tilbake dersom selskapet vokser.

3.1.2 Egenkapital- og selskapskapitalmetoden

Det er to måter man kan verdsette et selskap på ved hjelp av fremtidige kontantstrømmer. Man kan enten verdsette egenkapitalen direkte eller verdsette hele selskapet, inkludert gjeld. Begge metodene bygger på neddiskonterte kontantstrømmer, men relevante kontantstrømmer og avkastningskrav er imidlertid forskjellige (Damodaran, 2012). Dersom man er konsistent i bruk av disse to metodene vil man komme fram til samme verdi av egenkapital, uansett valg av metode.

Når man verdsetter egenkapital direkte, ser man på kontantstrømmer etter rentebetalinger og etter reinvesteringer for å opprettholde veksten. Avkastningskravet som benyttes er fremtidig egenkapitalkrav.

Man kan også finne verdien av egenkapitalen indirekte, ved å først verdsette selskapskapitalen, for så å trekke fra verdien av gjeld. Selskapskapitalen kan måles enten som netto driftskapital eller netto sysselsatt kapital. Kontantstrømmene som vurderes er kontantstrømmer fra drift, før rentebetalingene, men etter reinvesteringene for å opprettholde veksten. Avkastningskravet man bruker for å neddiskontere kontantstrømmene, er WACC.

Når man bruker egenkapital- eller selskapskapitalmetoden er det vanlig å dele opp selskapets framtid i to perioder, en eksplisitt periode og en terminalverdi (Frykman & Tolleryd, 2003). I den eksplisitte perioden predikeres kontantstrømmer eksplisitt for hvert år. Terminalverdien beregnes ved hjelp av Gordons formel. Lengden av den eksplisitte perioden avhenger av type selskap som verdsettes, bransjen og situasjonen. Man ønsker imidlertid å lage en eksplisitt prognose fram til man oppnår en steady state. Steady state innebærer at selskapet ikke vokser (eller vokser med en konstant rate), og at alle sentrale forutsetninger; bruttofortjeneste, rentabilitet, omløpshastighet, forhold mellom avskrivninger og reinvesteringer er konstante (Kaldestad & Møller, 2011).

3.1.3 Residualinntekt/Superprofitt

Dette er en metode som forsøker å ta hensyn til alternativkostnaden av den investerte kapitalen (Kaldestad & Møller, 2011). Verdien av et selskap er den investerte kapitalen pluss den mer-/mindreavkastningen denne kapitalen generer.

$$EV = IC + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Ri_t}{(1 + avkastningskrav)^t}$$

Der

IC = Investert kapital

Ri = Residual income/superprofitt, eller meravkastningen på investeringen.

Superprofitten i en periode defineres som resultatet i perioden fratrukket alternativkostnaden på den investerte kapitalen.

$$Ri = E_t - r * IC$$

Der

E_t = Driftsresultat etter skatt, verdifall og avskrivninger

r = avkastning på den sysselsatte kapitalen (WACC)

Metoden er blitt populær innenfor akademien da den bygger en bro mellom finans, strategi og regnskapsanalyse. Modellen fokuserer videre på de virkelige verdidriverne i et selskap, som differanse mellom rentabilitet og kapitalkostnad, kapitalbase og lengde på periode med superprofitt. Svakheten kommer imidlertid fra at metoden baserer seg på investert kapital, noe som passer best for kapitalintensive bransjer. Metoden er av den grunn mindre relevant i selskaper der mesteparten av eiendelene er immaterielle.

3.2 Markedsbasert tilnærming

Verdien ved denne metoden baseres på hva lignende selskaper eller eiendeler omsettes for i markedet (Kaldestad & Møller, 2011). Man må her samle inn priser for andre sammenlignbare selskaper og eiendeler. Man må i tillegg justere for forskjeller mellom selskapene. Metoden er enkel men forutsetter at det finnes sammenlignbare selskaper.

Den vanligste markedsbaserte metoden i praksis er komparativ verdsettelse i form av multiplikatormodeller (Knivsflå, 2016u). Multiplikatormodeller innebærer at egen- eller selskapskapital til en virksomhet sammenlignes med egen- eller selskapskapitalverdiene til tilsvarende virksomheter i samme bransje. De vanligste multiplikatorene er Pris/Bok, Pris/Fortjeneste, Pris/Salg, samt ikke-finansielle multiplikatorer som eksempelvis Pris/kunde.

Fordelen med komparativ verdsettelse er at metoden er enklere enn fundamental verdsettelse, og er derfor ofte brukt i praksis. Metoden er imidlertid avhengig av sammenligningsgrunnlaget, og analytikere som bruker denne metoden kan påvirke verdierestimatet i en ønskelig retning. Dersom markedet er optimistisk, kan også metoden føre til en for høy verdi, noe som innebærer

at verdiestimatet blir påvirket av eventuelle bobler. Til slutt, må man ofte gjøre mange justeringer for å få multiplikatorer og substansverdi komparative.

3.3 Balansebasert tilnærming (Substansbaserte metoder)

Denne metoden baserer seg på prisen som eiendelene i selskapet kan selges for i markedet i dag (Kaldestad & Møller, 2011). Metoden forutsetter at det finnes et marked for selskapets eiendeler. Man fokuserer på selskapets eiendeler og deres verdi selvstendig, og ser bort fra prosesser og relasjoner i selskapet. I de fleste selskapene ligger verdien i ansattes kompetanse, arbeidsrutiner og relasjoner. Metoden vil derfor undervurdere verdien.

3.4 Kostbasert tilnærming

Denne metoden baseres på at en kjøper ikke er villig til å betale mer for en eiendel enn det vil koste å erstatte eller gjenskaffe den samme eiendelen. Det må altså være en sammenheng mellom prisen på en eiendel og de inntektene eiendelen kan generere for kjøper. Kostnadene knyttet til å gjenskaffe eiendeler må baseres på priser på verdsettelsestidspunktet. Eiendelene bør også justeres for alder, verdiendringer og teknisk utvikling. Metoden må imidlertid benyttes med forsiktighet siden kostnadene knyttet til å anskaffe eiendelen kan variere over tid.

Metoden krever at alle eiendelene og gjeld kan identifiseres og har en salgs- og markedsverdi som kan observeres og lett estimeres gjennom sammenligning med lignende eiendeler og gjeld med kjent salgs- eller markedsverdi (Knivsflå, 2016u). Det er følgelig vanskelig å finne gode sammenligningsverdier for immaterielle eiendeler. Substansverdimetoden er derfor mest aktuell når viktige eiendeler har klare sammenlignbare verdier, for eksempel i bransjer som eiendom og shipping, eller når verdien av immaterielle eiendeler er lav, for eksempel ved avvikling grunnet konkurs.

3.5 Opsjonsbasert tilnærming

I enkelte situasjoner vil en tradisjonell fundamental verdsettelse undervurdere verdien på selskapet. Dette kan skyldes verdien av ekstra fleksibilitet, altså verdien av å besitte rettigheten, men ikke plikten, til å gjøre bestemte typer tiltak. Fleksibiliteten kan ligge i muligheten til å utsette et prosjekt, til å utvide et prosjekt eller til å avhende eller relativt raskt skrinlegge et prosjekt (Kaldestad & Møller, 2011).

Verdien av et selskap som inkluderer realopsjoner, er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et statisk scenario med tillegg av verdien av fleksibilitet

$$Verdi_0 = Verdi_{as\ is} + nåverdi\ av\ særlig\ fleksibilitet$$

Realopsjoner har mange likhetstrekk med finansielle opsjoner (Miller & Waller, 2003). Det finnes likevel noen forskjeller. Finansielle opsjoner gir rett til å kjøpe eller selge et bestemt finansielt objekt, mens realopsjoner har fysiske eller kunnskapsbaserte ressurser som underliggende aktiva. Finansielle opsjoner har en spesifisert utøvelsespris og en bestemt tid til forfall. Realopsjoner er imidlertid ikke kontraktbaserte, slik at prisen og tiden til forfall bestemmes av de involverte ressursene og konkurransesituasjonen.

Det finnes mange eksempler av realopsjoner. Et selskap kan kjøpe en real kjøpsopsjon (call option) ved å investere i nye markeder, investere i forskning og utvikling eller kjøpe aksjeposter i andre selskaper. Muligheten til å nedskalere eller legge ned er en real salgsopsjon (put option). Bruk av midlertidig arbeidskraft og leie framfor eie av lokaler er eksempler på reale salgsopsjoner. I begge tilfeller reduserer selskapene kostnaden ved å endre sin strategi ved å investere i fleksibilitet.

Realopsjoner kan verdsettes på ulike måter. Blant annet kan man bruke formler, beslutningstrær, simuleringer og partielle differensialligninger.

3.6 Valg av verdsettelsesmetode

Valg av verdsettelsesmetode avhenger blant annet av tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet (Kaldestad & Møller, 2011). Noen av metodene som ble nevnt tidligere vil kunne gi urimelige estimater i noen tilfeller. For å unngå dette og forbedre treffsikkerheten på estimatet bør det derfor benyttes flere verdsettelsesmetoder.

Å kjøpe et selskap er ensbetydende med å kjøpe selskapets fremtidige kontantoverskudd. Den korrekte metoden er ifølge Boye og Dahl (1997) den kontantstrømbaserte metoden (kalt egenkapital- og selskapskapitalmetoden i denne oppgaven). Denne metoden er imidlertid tidskrevende og innebærer utfordringer knyttet til budsjettering av kontantoverskuddene. Desto dårligere tilgang man har på data og desto mindre ressurser man har til rådighet, desto enklere verdiberegningsmetoder bør benyttes. Denne oppgaven skal imidlertid skrives over en tidsperiode på fem måneder, noe som gir oss tid til å gjøre omfattende analyser.

Videre vil valget av verdsettelsesmetoden være avhengig av bransjen virksomheten opererer i, faser i livssyklusen og om virksomheten skal fortsette driften eller skal avvikles (Knivsflå, 2016c). Substansverdimodellen er eksempelvis vanlig i bransjer der det er lett å finne verdien på komparative eiendeler, som i eiendoms- og shippingbransjen. Dette er imidlertid ikke tilfelle i sportsbransjen da de ulike selskapene har ulike typer eiendeler, både materielle og immaterielle, for eksempel eier noen aktører sine lager- og butikklokaler, mens andre leier

disse. XXL har videre vist høy vekst i driftsinntekter og forbedring av marginer siden oppstart. XXL har noen år med drift bak seg, og det finnes flere komparative selskaper som kan sammenlignes med XXL. Verdien kommer fra både eksisterende eiendeler og operasjoner, og fra fremtidig vekst. Selskapet har ekspandert til andre land, og det finnes derfor ingen fare for avvikling i nær fremtid. Dette peker i retningen av fundamental verdsettelse som den beste metoden for å finne verdien til XXL.

Metoden som skal benyttes i denne oppgaven er den kontantstrømbaserte metoden. For å kunne estimere fremtidige kontantstrømmer skal det lages fremtidsregnskap basert på normaliserte regnskapstall og en strategisk analyse av selskapet og omgivelsene. På bakgrunn av fremtidsregnskapet og et fremtidig avkastningskrav skal vi komme fram til et verdiestimat. Usikkerheten i estimatene skal behandles ved hjelp av sensitivitetsanalysen, hvor vi analyserer hvordan endringer i de ulike faktorene påvirker verdiestimatet. I tillegg skal disse analysene suppleres med andre beregninger, som komparativ verdsettelse.

Vi kommer til å benytte en to-periodemodell for å estimere selskapsverdien uten realopsjoner

$$\text{Selskapsverdi} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Fri kontantstrøm til selskap}_t}{(1 + \text{avkastningskrav})^t} + \frac{\text{Terminalverdi}_n}{(1 + \text{avkastningskrav})^n}$$

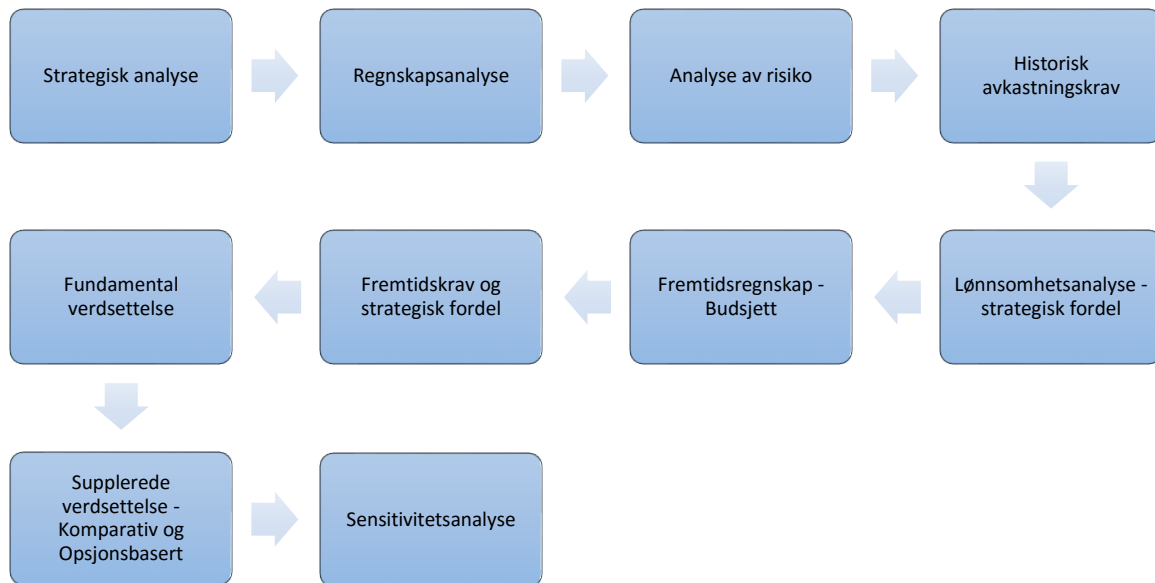
Hvor terminalverdi beregnes ved hjelp av Gordons vekstformel

$$\text{Terminalverdi}_n = \frac{\text{Fri kontantstrøm til selskap}_{n+1}}{\text{avkastningskrav} - \text{vekst}}$$

For så å komme til et verdiestimat på XXLs egenkapital kommer vi til å trekke verdien av nettogjeld fra selskapsverdien.

3.7 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i underliggende økonomiske forhold i et selskap. De økonomiske forholdene avdekkes ved hjelp av offentlig tilgjengelig informasjon, spesielt års- og delårsrapporter som selskapet utgir. Prosessen for fundamental verdsettelse kan fremstilles i følgende figur:



Figur 3-1 Rammeverk for fundamental verdsettelse

(Knivsflå, 2016v)

Med bakgrunn i tilgjengelig informasjon utarbeides det en strategisk analyse, eller en kvalitativ analyse av underliggende økonomiske forhold i selskapet. I den strategiske analysen ser man på eksterne forhold i bransjen selskapet opererer i, og på interne ressurser som kan være en kilde til varige konkurransefortrinn. Videre foretas det en kvantitativ analyse av underliggende økonomiske forhold, eller en regnskapsanalyse. For å videre kunne foreta analyser omgrupperes regnskapstallene. Videre vurderes det om det finnes målefeil i regnskapet og det korrigeres for disse før man analyserer forholdstall. Med bakgrunn i de foregående analysene, samt analysen av risiko og lønnsomhetsanalysen, lages det et fremtidsbudsjett som igjen vurderes opp mot et avkastningskrav. Man kommer til slutt frem til et verdiestimat som avbilder de underliggende økonomiske forholdene. Til slutt foretas det en analyse av sensitiviteten i verdiestimatet, samt analyseres verdiestimatet i forhold til sammenlignbare selskaper.

4 Strategisk analyse

Strategisk analyse er en kvalitativ analyse av selskapets underliggende økonomiske forhold. Denne analysen vil gi oss en kvalitativ innsikt som vil supplere regnskapsanalysen. Formålet med denne analysen er å vurdere selskapets strategiske posisjon. Basert på offentlig informasjon vil det bli gjort en intern ressursorientert analyse ved hjelp av VRIO-analyse, og en ekstern bransjeorientert analyse ved hjelp av Porters Fem Krefter-modellen og PESTEL-analyse. Disse analysene blir oppsummert ved hjelp av SWOT-analysen. De ulike modellene og analyseverktøyene vil bli forklart mer detaljert senere.

4.1 Intern analyse

Den interne analysen skal vurdere XXLs ressurser og hvordan de påvirker selskapets strategiske posisjon. Ressurser kan representere mange ulike egenskaper i selskapet, og kan deles inn i fire kategorier: finansiell kapital, fysisk kapital, human kapital, og organisasjonskapital (Barney, 2014). Målet med analysen er å kartlegge om selskapet har ressurser som gir strategiske fordeler eller ulemper sammenlignet med de andre selskapene i bransjen. Den strategiske analysen vil hjelpe oss til å forstå hvorfor det eventuelt oppstår ulikheter i rentabiliteten mellom XXL og selskapets konkurrenter.

4.1.1 VRIO

Analyseverktøyet VRIO brukes til å vurdere om ressursene til selskapet gir en konkurransemessig ulempe, konkurransemessig paritet, midlertidig konkurransefortrinn eller et varig konkurransefortrinn. Det er ønskelig å ha ressurser som gir selskapet varige konkurransefortrinn. For at dette skal være tilfelle, må en ressurs oppfylle fire kriterier i VRIO. Disse er som følger:

Verdifull (Valuable) – En ressurs er verdifull når den gjør selskapet i stand til å møte trusler og muligheter og skape verdi.

Sjelden (Rare) – En ressurs er sjelden når få har tilgang på ressursen.

Ikke-imiterbar (Imitability) – En ressurs oppfyller dette kriteriet hvis det er vanskelig eller kostbart for konkurrentene å få tak i denne ressursen.

Organisert (Organization) – En ressurs oppfyller ikke kravet for varig konkurransefortrinn med mindre selskapet er organisert på en slik måte at det er i stand til å utnytte potensialet i ressursen.

VRIO-rammeverket kan ses på denne måten:

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke imiterbar	Organisert	Konkurransemessig verdi
A	Nei	-	-	Nei	Ulempe
B	Ja	Nei	-	-	Paritet
C	Ja	Ja	Nei	-	Midlertidig konkurransefordel
D	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefordel

Tabell 3-1 VRIO Rammeverk

(Barney, 2014)

Vi vil nå presentere og analysere de viktigste ressursene til XXL og vurdere om de gir en konkurransefordel til selskapet.

4.1.1.1 «Big box» konseptet

XXL følger et «big box» konsept hvor de har større, men færre butikker enn konkurrenter. En gjennomsnittlig XXL butikk er mellom 3000 og 5300 kvadratmeter stor (XXL ASA, 2014). Butikkene består av seks avdelinger, som fungerer som spesialiserte butikker i en stor butikk. I hver avdeling finnes det et team spesialiserte selgere som har dybdekunnskap om produktene i sin avdeling. «Big box» konseptet gir XXL mulighet til å fylle butikkene med et stort assortiment av varer i hver av avdelingene og holde en betydelig lager i butikken. Dette resulterer i at XXL generer større salg per butikk enn konkurrentene (XXL ASA, 2014). Dette er altså en viktig ressurs for XXL da den åpner for høyere omsetning.



Figur 3-2 Illustrasjon av "Big box" konseptet

(XXL ASA, 2014)

XXL var først ute med et «big box» konsept da selskapet ble startet. I årene som kom åpnet noen av konkurrentene tilsvarende butikker. Det er imidlertid et fåtall sportskjeder som har satset på samme konseptet (G-Max i Norge og Stadium i Sverige), noe som indikerer at «big box» fremdeles er en noe sjelden ressurs. Siden konseptet lar seg kopiere, kan det ikke defineres som en ikke-imiterbar ressurs. Vi konkluderer derfor med at «big box» konseptet gir en midlertidig konkurransefordel til XXL. Selv om konseptet har blitt kopiert av andre kjeder, ser vi at XXL har til dags dato klart å utnytte potensialet av butikkene i større grad. XXL generer fremdeles høyere salg per butikk og tar markedsandeler fra sine konkurrenter.

4.1.1.2 Innkjøp og logistikk

I hvert av landene XXL opererer i, har selskapet et team for hver produktkategori som har ansvar for produktene i hvert ledd av verdikjeden, inkludert markedsføring og varebeholdningen i butikkene (XXL ASA, 2014). På denne måten kan varene kjøpes fra de billigste leverandørene, samtidig som man beholder tett kontakt mellom kjøps- og salgsleddet i organisasjonen. Selskapet får i tillegg innsikt i hvilke varer som er mest ettertraktet i de ulike geografiske områdene og kan organisere butikkhyllene deretter.

XXL er et av få selskaper i sportsbransjen som eier og driver alle butikkene, i tillegg til de øvrige sentralfunksjonene. Dette åpner for besparelser i form av skalafordeler i innkjøp. I tillegg driver XXL to sentrallagre i Norge og Sverige. Sentrallageret på Gardemoen er på 24 000 kvadratmeter og betjener alle de norske XXL-butikkene. Det andre lageret som ligger på Örebro i Sverige, betjener i dag butikkene i Sverige og Finland. Dette lageret kan utvides fra dagens 20 000 kvadratmeter til 60 000 kvadratmeter dersom XXL velger å ekspandere til andre europeiske land (XXL ASA, 2016).

XXL bruker i tillegg et avansert IT-system som sørger for at hver gang en vare er solgt fra en butikk, blir denne varen bestilt på nytt. I tillegg sørger systemet for at varen leveres til butikken dagen etter. Omtrent 65 % av varer leveres først til sentrallageret, mens resten leveres direkte til butikken (XXL ASA, 2014).

Innkjøps- og logistikkrutinene er en viktig del av XXLs forretningsmodell og anses dermed som en viktig ressurs for selskapet. Det er et fåtall selskaper i sportsbransjen som er organisert som fullintegreerte kjeder og som bruker en lignende forretningsmodell. Vi anser derfor innkjøps- og logistikkrutinene som en sjelden ressurs. Det er imidlertid flere sentraliserte kjeder, som G-Max og Stadium, som benytter en lignende forretningsmodell med blant annet felles innkjøp. XXL fortsetter imidlertid å ta markedsandeler fra andre selskaper, noe som

indikerer at deres modell fungerer bedre enn konkurrentenes. Dette konkurransefortrinnet er dog midlertidig, da konkurrentene kan i framtiden oppnå de samme resultatene.

4.1.1.3 Merkevarer som gir kundelojalitet

XXL ønsker å bygge et sterkt merkenavn med fornøyde og lojale kunder. Deres visjon er stort utvalg av kjente merkevarer til ekstra lave priser. For å bygge kundelojalitet gir XXL prisgarantier, 100% fornøyd garantier og 100 dagers angrerett (XXL, 2016).

XXL gir sine kunder et prisløfte som innebærer at dersom man kan kjøpe en identisk vare til en lavere pris hos en av XXLs konkurrenter innen 30 dager etter kjøpsdatoen hos XXL, betaler selskapet differansen tilbake. XXL kontrollerer også sine priser mot konkurrentenes priser, og møter konkurransen med å eventuelt sette ned prisene. Prisløftet gjelder også nettbutikken mot andre norske nettbutikker.

100% Fornøyd garanti går ut på at man kan teste varen i 30 dager, og bytte den til en annen modell om kunden ikke er fornøyd. Varen må da byttes til en annen modell innen samme varegruppe og prisnivå. Denne garantien finnes imidlertid ikke i Sverige.

XXL tilbyr i tillegg 100 dagers åpent kjøp. Kunden kan altså levere tilbake ubrukte varer og få pengene tilbake. Denne retten er utvidet i Sverige til 365 dager. Kundene som kjøper sykler hos XXL får i tillegg 3 års gratis sykkelservice og livstidsgaranti på ramme og gaffel.

De nevnte garantiene er med på å øke kundetilfredsheten og prisgarantien bygger oppunder XXLs lavprisprofil. XXL har i 2015 oppnådd førsteplass blant sportsbutikker når det kommer til kundetilfredshet og lojalitet (BI, 2016). I 2014 kom også XXL best ut av VGs pristest av de tre største sportskjedene (Hegnar, 2014). I 2016 kom XXL også bedre ut enn G-MAX i en pristest gjennomført av TV2 (TV2, 2016). Priser på flere hundre varer ble registrert, og resultatene viste at XXL hadde cirka 12% lavere priser enn G-MAX på identiske varer.

Vi kan altså konkludere med at XXLs merkevare som en lavpriskjede er en viktig ressurs for selskapet. Merkevarer XXL er unik for selskapet, mens renomméet som den billigste sportskjeden er noe som kan kopieres og etterlignes. Det er imidlertid ingen andre selskaper som har klart å oppnå samme posisjon, derfor mener vi at dette er en sjelden ressurs. Selv om andre selskaper kan implementere en lavprisstrategi, krever det en del ressurser for å oppnå den samme posisjonen som XXL har. Selv om G-MAX i Norge og Stadium i Sverige har prøvd seg på samme strategi, har ikke de klart å oppnå de samme resultatene. G-MAX gir sine kunder de samme garantiene som XXL, og tilbyr i tillegg et rabattkupong som en del av sin prisgaranti. Selskapet klarer imidlertid ikke å oppnå den samme posisjonen som XXL. Vi konkluderer

dermed at merkevaren er en ikke-imiterbar ressurs. XXL er organisert for å være en lavpriskjede. Vi har allerede nevnt den effektive verdikjeden som selskapet har, som er med på å redusere prisene ut til forbrukeren og gi kundene de varene de ønsker til enhver tid i de ulike geografiske områdene. Merkevaren er derfor organisert. På bakgrunn av dette kan vi konkludere med at merkevaren XXL som står for stort utvalg, kjente merkevarer og ekstra lave priser, gir selskapet et varig konkurransefortrinn.

4.1.1.4 Ansatte

De ansatte i XXL utgjør en viktig ressurs for bedriften. Siden de ansatte i butikkene har direkte kontakt med kundene, er XXL avhengig av å ha de mest motiverte og kompetente medarbeiderne.

XXL skriver på sine nettsider at de ansatte og deres kompetanse er nøkkelen til suksess (XXL, 2016). I XXLs «big box» jobber ansatte som innehar ulik kompetanse på ulike avdelinger. For eksempel jobber en som kan våpen, på våpenavdelingen, mens skientusiaster jobber på skiavdelingen. På denne måten møter alltid kundene de ansatte som har god kunnskap om produktene i den avdelingen de jobber i, noe som gjør at kundene får hjelp fra spesialister på sine felt. I ansettelsesprosessene fokuserer XXL på kandidatenes interesse for sport og utendørsaktiviteter. Selskapet mener at det å kunne jobbe med noe man har interesse for, gir de beste og mest motiverte ansatte.

XXL forsøker også å forbedre samholdet mellom de ansatte i de ulike butikkene og spre visjonen og verdiene i hele selskapet. Når XXL åpner nye varehus, sendes alle ansatte i det varehuset på tredagers opphold på «Camp XXL» (XXL, 2016). Der arrangeres det presentasjoner av selskapet, kursing og team-building. Dette gjør at alle i organisasjonen får en bedre forståelse for hvordan selskapet fungerer, og hvilke mål de jobber mot. Samtidig øker samholdet mellom medarbeiderne i de ulike butikkene, noe som bidrar til økt trivsel og motivasjon. For XXL betyr det mindre gjennomstrømming, bedre ytelse og følgelig bedre resultater.

De flinkeste ansatte får i tillegg deltatt i XXLs talentprogram, hvor man i løpet av noen år får mulighet til å bli varehussjef. Det at ansatte får slike muligheter i selskapet gjør at de setter mer pris på sin arbeidsgiver og er mer motiverte. I tillegg får XXL gode ledere med forretningsforståelse.

Siden XXL har ansatte med spesialkompetanse på de ulike avdelingene, får kundene samme service som i de mer spesialiserte butikkene. Dette gir XXL en stor fordel, og de ansatte er

derfor en viktig ressurs for selskapet. Det er imidlertid ikke en sjelden ressurs. Det er ingen grunn til å tro at ansatte i XXL er annerledes enn ansatte i eksempelvis G-Max. Opplæringsmulighetene og lederutviklingen kan man også finne i konkurrerende selskaper. I tillegg kan kundene få enda bedre service i spesialiserte butikker, som eksempelvis Löplabbet. Vi kan dermed konkludere at de ansatte i XXL ikke gir et konkurransefortrinn, men bidrar til at XXL kan oppnå paritet på kundeservice.

4.1.1.5 VRIO konklusjon

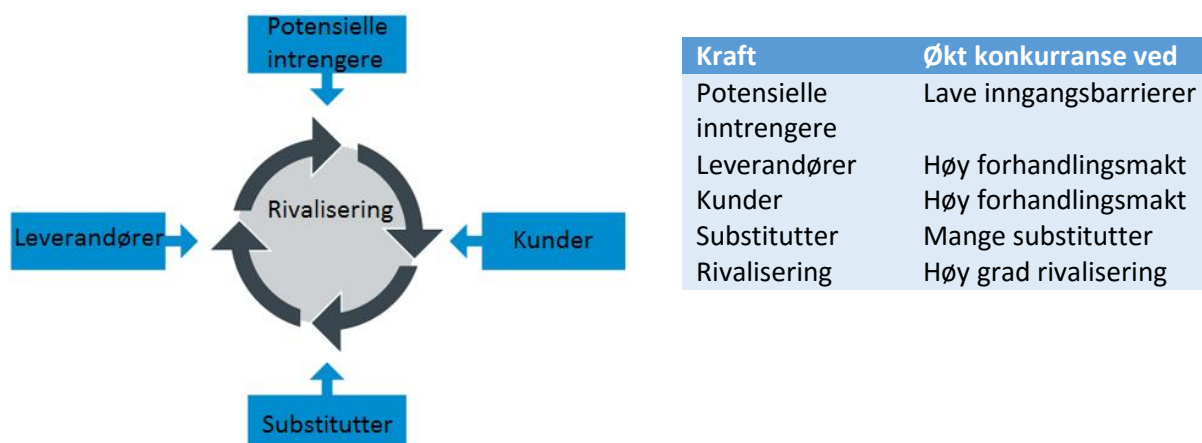
Vi har analysert det vi mener er de viktigste ressursene til XXL, nemlig «big box» konseptet, deres innkjøps- og logistikk rutiner, deres merkenavn XXL og selskapets ansatte. Alle disse ressursene er viktige for XXL og bidrar til at selskapet oppnår suksess i markedet. Det er imidlertid ikke alle som gir et varig konkurransefortrinn. Blant annet har vi konkludert med at kompetansenivået til de ansatte er i paritet med konkurrentene, mens «big box» sammen med rutinene rundt logistikken og innkjøp gir et midlertidig konkurransefortrinn, da flere konkurrenter kan kopiere eller allerede har kopiert dette. Det som kan gi et varig konkurransefortrinn til XXL er det merkenavnet og renomméet de har opparbeidet seg siden oppstart. XXL har en «top of mind»-posisjon blant kundene, samtidig som de har de mest fornøyde og lojale kunder blant norske sportskjeder (BI, 2016). Merkenavnet er også noe de kan bygge på videre i andre land som de allerede opererer i, og i de landene de kan utvide til.

4.2 Ekstern analyse

Den eksterne analysen skal fokusere på bransjen XXL opererer i. Det vil bli sett nærmere på trusler og muligheter i markedet, og Porters Fem Krefter-modellen og PESTEL-analyse skal benyttes for å kartlegge konkurransesituasjonen i bransjen.

4.2.1 Porters Fem Krefter

Porters fem krefter-modellen ser på hvor sterk konkurransen er i en bransje (Porter, 2005). De fem faktorene Porter mener er avgjørende for konkurranseintensiteten er: potensielle inntrengere, kunders forhandlingsmakt, leverandørers forhandlingsmakt, grad av substitutter og rivalisering mellom nåværende konkurrenter. Graden av konkurransen vil gi oss innsikt for å kunne vurdere lønnsomheten til bransjen som XXL opererer i.



Figur 4-1 Porters fem krefter-modell

(Porter, 2008)

4.2.1.1 Potensielle inntrengere

Potensielle nye konkurrenter kan både være helt nye aktører og eksisterende aktører som ekspanderer til andre områder som XXL opererer i. Nye inntrengere til en bransje ønsker å vinne markedsandeler noe som setter press på priser, kostnader og investeringsbehovet i markedet. Spesielt når de nye inntrengerne diversifiserer seg fra andre markeder, vil de kunne utnytte eksisterende ressurser og kontantstrømmer for å øke konkurransen i bransjen. Trusselen fra inntrengere setter derfor en grense på profittpotensialet i en bransje. Hvis trusselen er høy, er aktørene i markedet nødt til å holde prisene lave eller øke investeringer for å holde unna nye konkurrenter (Porter, 2008). Inngangsbarrierer kan da blant annet være høy kundelojalitet, høye byttekostnader, stordriftsfordeler, unike ressurser, og begrenset tilgang på varer.

Trusselen fra potensielle inntrengere avhenger av hvor store inngangsbarrierer som er tilstede og hvordan aktørene i markedet vil reagere på inntrengere. Hvis inngangsbarrierer er lave og nye inntrenger forventer liten respons fra aktørene i markedet, vil trusselen fra inntrengere være høy. Det er trusselen fra potensielle inntrengere, ikke om de entrer markedet eller ikke, som holder lønnsomheten nede.

Kundelojalitet går ut på i hvilken grad kunden er trofast mot en bestemt butikk. Dette kan i stor grad knyttes opp til kundens tilfredshet. Det er blitt gjort en omfattende undersøkelse av nettopp tilfredshet og lojalitet blant forbrukerne i det norske markedet. Resultatet tilsier høy grad av lojalitet hos norske forbrukere generelt. I sportsbransjen har seks utvalgte forhandlere fått en gjennomsnitt score på 80%, som tilsvarer sannsynligheten for at forbrukeren kommer til å

fortsette kundeforholdet sitt hos sin forhandler (BI, 2016). En høy kundelojalitet i sportsbransjen er med på å øke inngangsbarrierene.

Stordriftsfordeler går ut på at en forhandler har lavere kostnader grunnet bedre forhandlingsvilkår ved kjøp av større kvantum og/eller reduserte enhetskostnader siden de faste kostnadene blir fordelt på et større antall varer. Store kjeder med store butikker som XXL vil ha en rekke stordriftsfordeler. De oppnår reduserte transportkostnader og administrasjonskostnader, forbedrede innkjøpsbetingelser, og reduserte lagerkostnader på grunn av sin størrelse. Det vil gjøre det vanskeligere for nye aktører å komme inn og konkurrere på pris av den grunn. Men dette gjelder først og fremst fysiske butikker. Trussel fra nettbutikker er en stor risiko for XXL (XXL ASA, 2014). Et eksempel på det er Decathlon, en stor aktør i Europa, har uttalt at de åpner nettbutikk i Norge i løpet av 2016 (DN, 2015). De har vesentlig lavere kostnader enn de fysiske butikkene i sportsmarkedet. Når det kommer til stordriftsfordeler kan vi altså se at det er med på å øke inngangsbarrieren for fysiske butikker, men ikke i like stor grad mot nye nettbutikker.

Vi kan da konkludere med at det finnes en rekke inngangsbarrierer som er med på å redusere trusselen fra nye inntrengere. Men markedet er langt ifra mettet, og trusselen fra nye konkurrenter anses som høy, spesielt fra nettbutikker.

4.2.1.2 Substitutter

Definisjonen av et substitutt er en vare eller tjeneste som er lik eller likner et annet produkt. For at et produkt skal være et substitutt for et annet, må de dele noen spesifikke egenskaper (Investopedia, 2016). Når trusselen fra substitutter er høy, går det utover bransjens lønnsomhet. Trusselen fra substitutter er høy når den relative verdien til substituttet er høy og byttekostnadene er lave. XXLs vareportefølje består av kjente merkevarer, og det er da mange konkurrenter som selger tilsvarende merker og varer. Det finnes mange substitutter til disse merkevarene.

Vanlige klesbutikker kan i stor grad framstå som substitutter for sportsbutikker. Eksempelvis har butikker som Cubus og H&M et mindre utvalg av treningstøy. Et annet eksempel er skobutikker som selger sko som kan også benyttes ved trening, uten at det nødvendigvis er et kjent sportsmerke. Treningsklær blir i stadig større grad brukt som fritidsklær, noe som øker omfanget av substitutter, da man kan se på all form for fritidsklær som substitutt for treningsklær som brukes utenom trening.

Når det kommer til diverse sportsutstyr og utstyr for jakt og fiske, finnes det mange muligheter for leie, for eksempel leie av ski på et skisenter. Man kan også, istedenfor å kjøpe inn tredemølle og vekter, trene ute og/eller kjøpe medlemskap i et treningssenter. Den teknologiske utviklingen har også bidratt til fremveksten av delingsøkonomien. Det er derfor mulig at det kommer en anerkjent plattform for leie av diverse utstyr, som eksempelvis fiskestang og slalåmski.

En nedgang i økonomien kan føre til at forbrukeren kan gjøre kompromisser og bevege seg bort fra merkeklær og utstyr, og velge rimeligere alternativer. Sett i sammenheng med en tiltagende delingsøkonomi anser vi trusselen fra substitutter som svært høy.

4.2.1.3 Leverandører

Leverandører som har mye makt kan ta høyere priser, redusere kvaliteten på produktene eller velte over en større andel av sine kostnader til andre aktører i bransjen. Leverandørene med mest makt kan redusere marginene til andre aktører så mye at de ikke klarer å ta ut egen kostnadsøkning i høyere pris (Porter, 2008).

Det finnes flere grunner til at leverandører har mye makt. Blant annet har leverandører mer makt når de er mer konsentrerte enn den bransjen de selger til, og dersom de selger til flere enn én bransje. I tillegg får leverandører mer makt dersom det er høye byttekostnader, dersom produktene de tilbyr er differensierte og dersom det ikke finnes substitutter for deres produkter. Leverandører kan i tillegg true med å etablere seg lenger oppe i verdikjeden.

I sportsbransjen har man et betydelig antall leverandører. XXL kjøper eksempelvis varemerker fra mer enn 400 leverandører (XXL ASA, 2016). Siden XXL tilbyr et vidt spekter av produkter, kan dette tallet være for høyt for butikker som spesialiserer seg i et smalt sortiment. Det indikerer likevel at det finnes mange potensielle leverandører i bransjen. Siden det er flere leverandører enn sportskjeder, indikerer det at kjedene har mer makt enn produsentene.

I sportsbransjen er ikke byttekostnadene spesielt høye. Både kjedene og kundene kan velge et annet merke dersom den ene leverandøren ikke er tilgjengelig. XXL har eksempelvis dedikerte innkjøpere som for hver produktkategori i hvert enkelt land som er ansvarlige for forhandlinger med leverandørene (XXL ASA, 2016). Innkjøperne har på denne måten stor makt over hvilke merker og produsenter som tas inn i varesortimentet til enhver tid. Vi antar at flere aktører i markedet og hvertfall de store kjedene har samme valgmuligheter når det kommer til hvilke leverandører som tas inn. Sportsbutikkene må imidlertid tilpasse seg etterspørselen fra kundene, og må derfor føre de mest kjente og etterspurte merkene. Leverandørene av slike merker har derfor mye makt.

Sportskjedene kan, i tillegg til å kjøpe varer fra merkevareprodusenter, satse på egne merkevarer. Disse merkevarene fungerer da som substitutter for merkevareprodusenter. Det norske markedet er preget av merkebevisste kunder som ønsker å kjøpe kjente merker. Kjedenes egne merkevarer utgjør dermed en liten andel av salget (6% av omsetningen for XXL i 2015) (XXL ASA, 2016). I andre land står disse merkene sterkere. I Sverige finner man blant annet Decathlon som utelukkende satser på egne merker. Det at det finnes substitutter reduserer leverandørens makt.

Sportskjeder avtaler priser med sine leverandører før sesongen starter. 75 % av avtalene til XXL inngås 6-8 måneder før levering (XXL ASA, 2014). I 2014 opplevde leverandører til det norske sportsmarkedet at deres marginer ble redusert grunnet lavere kronekurs. Veldig mange leverandører importerer varer i dollar, og siden prisene til kjedene allerede var avtalt, måtte de ta store tap (Sportsbransjen, 2015). Den svake kronekursen vil imidlertid fremtvinge prisøkninger fra leverandørens side (DN, 2015). I et marked preget av priskonkurranse, vil både butikkene og leverandørene måtte ta en del av tapet på valutaforskjellene.

Leverandører som opplever at marginer er høyere i salgsleddet i verdikjeden kan også velge å etablere egne butikker. I sportsbransjen har flere store aktører etablert egne brand stores, som Nike Factory Store i Stockholm, eller Blåswixbutikken Concept Store som skiprodusenten Swix åpnet i Lillehammer i 2015. Dette øker makten hos leverandørene siden de blir da mindre avhengige av eksterne salgskanaler.

Når det kommer til makten som leverandørleddet i sportsbransjen har, kan vi konkludere med at de fleste leverandører har liten makt grunnet det høye antallet tilbydere, lave byttekostnader for sportskjedene og mulig substitusjon til kjedenes egne merkevarer. Det er likevel noen merker som har mye forhandlingsmakt. Dette er merkene som kundene forventer å se i sportsbutikkene og som har en «top-of-mind»-posisjon. Vi har imidlertid sett at sportsbutikkene har klart å forhandle prisene ned, noe som indikerer at leverandørene totalt sett har liten makt.

4.2.1.4 Kunder

Kundene som har makt har mulighet til å presse ned prisene eller kreve høyere kvalitet, noe som reduserer lønnsomheten i en bransje. En kundegruppe har mye makt dersom det er få kjøpere som kjøper store volumer, bransjens produkter er like eller ikke-differensierte. Ellers bidrar lave byttekostnader for kjøpere til høyere makt. Kundene har en tendens til å være prissensitive når varene er relativt like, dyre i forhold til den disponible inntekten og når produktets ytelse ikke er av stor betydning (Porter, 2008).

Når det kommer til sportsbransjen, måtte kundene tidligere forholde seg til lokale tilbydere og hadde vanskeligheter med å samle informasjon om utvalget og prisene på ulike sportsbutikker. Dette har imidlertid endret seg med fremveksten av internetthandel og prissammenligningsverktøy. I dag kan man enkelt finne ut hvilke varer de ulike butikkene har, eller hvor en bestemt vare er billigst. I tillegg til å kunne kjøpe varer fra en butikk i eget land, har man også mulighet til å kjøpe fra utlandet. Dette har redusert kundenes byttekostnader betraktelig.

De transparente prisene har imidlertid påvirket konkurransen mellom sportskjedene. Siden kundene enkelt kan undersøke utvalget og sammenligne prisene, har fokuset på å ha størst utvalg og lavest priser økt. Sportsbutikkene konkurrerer heller ikke kun med nabobutikkene lenger, men med et stort antall nettbutikker. Sider som prisjakt.no og prisguide.no har i tillegg gjort det enkelt å finne hvor en vare kan kjøpes billigst. For å møte denne utfordringen har flere kjeder innført en lavprisgaranti, noe som har redusert marginene ytterligere.

Ved første øyekast virker det som at kundene har lite makt da de er enkeltindivider som kjøper et lite antall varer. De har dog fått mer makt de siste årene da byttekostnadene ble redusert betydelig. Det er imidlertid slik at om én kunde går til en annen tilbyder, så spiller det ikke så stor rolle for noen av dem da det er snakk om et lite kvantum. Så lenge ikke alle kundene opptrer likt kan vi derfor konkludere med at de har noe, men ikke mye, makt i bransjen.

4.2.1.5 Rivalisering mellom konkurrentene

Rivaliseringen mellom konkurrentene kommer ofte fram i form av priskonkurransen, nye produkter, markedsføringskampanjer og serviceforbedringer (Porter, 2008). Rivaliseringen øker dersom det finnes mange konkurrenter som er relativt like store og har like mye makt. Rivaliseringen øker også dersom veksten i bransjen er lav, og den eneste måten å vokse på er å ta markedsandeler fra konkurrenter. I tillegg øker graden av konkurranse når utgangsbarrierene er høye og når selskapsledelsen føler en viss forpliktelse til forretningsområdet. Rivaliseringen øker også dersom konkurrentene kjenner hverandre for dårlig til å forstå hverandres signaler, og dersom de har ulike mål eller ulike måter å konkurrere på.

I sportsbransjen har man de siste årene observert at marginene har gått ned grunnet en sterk priskonkurransen, noe som indikerer en høy grad av rivalisering. Rivaliseringen har økt blant annet på grunn av press fra kundene, trusler fra nyetableringer og substitutter. Prisveksten har som følge av dette vært negativ de siste åtte årene (Sportsbransjen, 2016).

Fra 2003 til og med 2014 har sportsbransjen i Norge mer enn doblet omsetningen, veksten har imidlertid vært lavere siden 2010 (DN, 2015). Aktørene i bransjen må derfor kapre hverandres markedsandeler for å oppnå ekstraordinær vekst i markedet. Rivaliseringen og priskonkurransen har resultert i at antall sportsbutikker i Norge har gått ned siden 2008. Siden høsten 2014 har det vært en konkursbølge i sportsbransjen etter en nedgang i antall konkurser i 2013 (Sportsbransjen, 2015). Utenom butikker tilknyttet de store kjedene, er det enkeltstående butikker som har preget konkursoversikten (DN, 2015). Dette skyldes trolig at det er blitt større krav om effektivitet i bransjen, både grunnet dårligere økonomiske utsikter og et prispress fra kundene.

De største aktørene i Norge, XXL og de Gresvig-eide kjedene, står for mer enn 50 % av omsetningen i bransjen (DN, 2015). Disse aktørene har tilnærmet like store markedsandeler, noe som øker rivaliseringen. I tillegg til priskampanjene, overvåker konkurrentene hverandres markedsføringskampanjer. XXL og Gresvig har klaget på hverandres reklame til Forbrukerombudet en rekke ganger de siste årene (DN, 2015).

I Sverige og Finland konkurrer også sportskjedene om markedsandeler. Det finske markedet opplevde en lav vekst på 1,3 % i 2014 (Sportfack, 2015). De fleste kjedene i landet har vist en tilbakegang, mens svenske Stadium har klart å kapre andeler fra de andre, og oppnådde vekst på 15,1 %. I tillegg entret XXL markedet samme året og oppnådde en markedsandel 3,5 %. Selskapet satser nå videre på sitt «big box»-konsept, noe som trolig vil øke priskonkurransen mellom selskapene. Mens svenske Stadium kunne lenge kalle seg for Nordens største sportskjede, ble de forbigått av XXL i 2014 (DN, 2015). Disse to kjedene konkurrerer om markedsandeler i Sverige og Finland og det kan tenkes at rivaliseringen vil øke ytterligere framover.

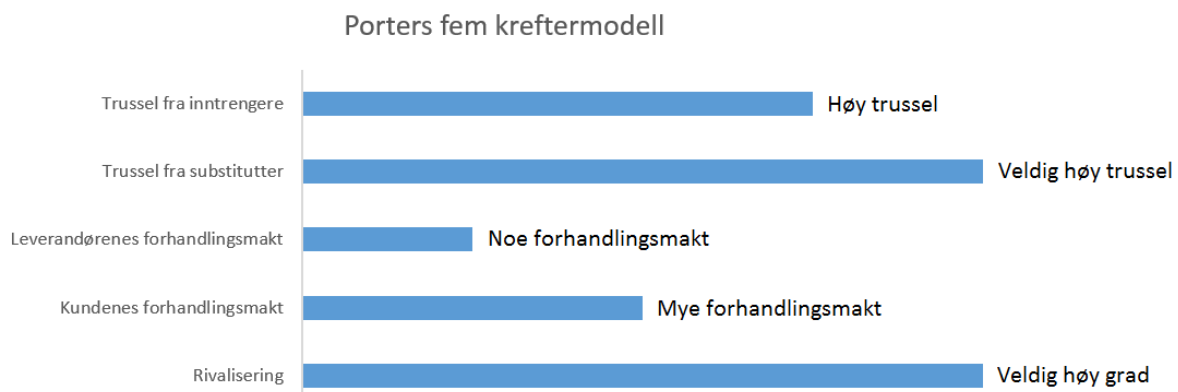
På grunnlag av foregående analyse kan vi konkludere med at det er en høy grad av rivalisering mellom aktørene i sportsbransjen, både i Norge, Sverige og Finland. Vi kan i tillegg forvente mer rivalisering dersom markedsveksten i landene vil avta grunnet dårligere økonomiske utsikter. Fokuset på å være billigst og best vil da bli enda større.

4.2.1.6 Konklusjon Porters fem krefter-modell

På bakgrunn av analysen av sportsbransjen kan vi konkludere med at det foreligger en sterk trussel fra nyetableringer og da spesielt fra nettbutikker. Grunnet den svake økonomiske utviklingen kan også trusselen fra rimeligere substitutter oppleves som høy. De fleste leverandørene i bransjen har lite makt da sportsbutikkene kan velge hvilke merker de ønsker å

tilby. Noen leverandører har imidlertid mer makt da de produserer de mest etterspurte merkene. Internett har gitt kundene mer makt siden de har fått mulighet til å sammenligne priser. Kundene opptrer imidlertid ikke som en samlet gruppe, og en og en kunde har dermed noe, men ikke mye makt. Rivaliseringen mellom aktørene i sportsbransjen er høy, og det er stort fokus på å være billigst og best.

På bakgrunn av funnene i de ulike analysene konkluderes det med at konkurranseintensiteten i sportsbransjen er høy.



Figur 4-2 Konklusjon av Porters fem krefter-modell

4.2.2 PESTEL

PESTEL-analyse er et verktøy som brukes for å se på makroomgivelsene til et selskap. PESTEL er et akronym for de faktorene som inkluderes i analysen av makroperspektivet, disse er som følger:

- P – Politiske forhold (Political)
- E – Økonomiske forhold (Economic)
- S – Sosiokulturelle forhold (Sociocultural)
- T – Teknologiske forhold (Technological)
- E – Miljømessige forhold (Environmental)
- L – Lovmessige forhold (Legal)

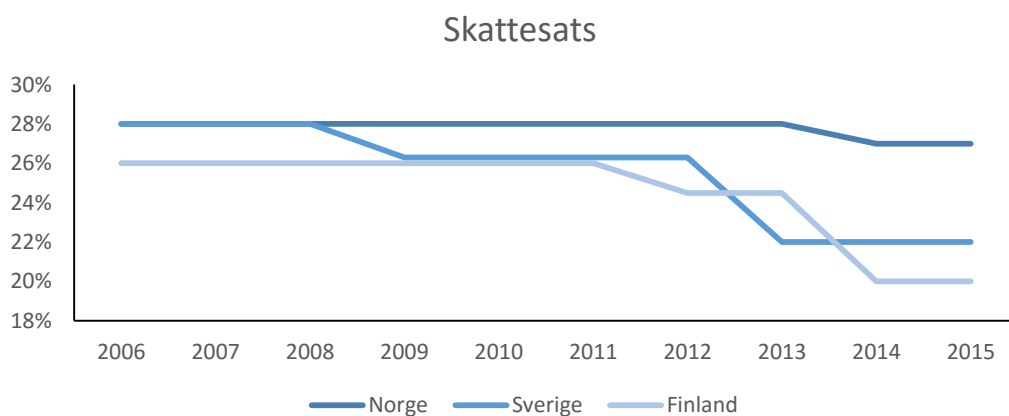
(Kunnskapssenteret, 2015)

Formålet med PESTEL-analysen er å se på hvordan de seks makroøkonomiske faktorene påvirker XXL i dag og hvordan de kan endre omgivelsene til XXL.

4.2.2.1 Politiske forhold

Politiske forhold inkluderer faktorer som politisk stabilitet, skattepolitikk, handelsreguleringer og sosiale velferdsgoder. XXL opererer i dag i tre land med ulike lover og regler. I stabile politiske systemer vil særlig de grunnleggende spillereglene endre seg lite og sakte, i ustabile systemer kan de endre seg mye og brått (SNL, 2016). De landene XXL opererer i per dags dato kan karakteriseres som politisk stabile.

Skattepolitikk i landene som selskapet opererer i, har påvirkning på selskapets lønnsomhet. I skrivende stund er bedriftsskattesatsene i Norge, Sverige og Finland henholdsvis 25%, 22% og 20%. Mens skattesatsene i de andre landene har blitt redusert de siste årene, har bedriftsskatten i Norge vært relativt høy. Scheel-utvalget som ble nedsatt av Regjeringen for å vurdere selskapsbeskatning i lys av den internasjonale utviklingen, foreslår at skattesatsen på selskaper skal reduseres ned til 20%. I 2014 ble skattesatsen redusert fra 28% til 27%, og i 2016 ble den redusert ytterligere ned til 25% (Statsbudsjettet, 2016). Figuren under viser utvikling i bedriftsskattesatsene siden 2006, hvor vi kan se en trend at skattesatsen har blitt redusert i alle 3 landene XXL opererer i.



Figur 4-3 Utvikling av skattesats

(Egenkomponert, KPMG)

En spesifikk faktor som truer sportsbransjen betydelig, er endringer i lovverket for netthandel. 1. januar 2015 ble lovverket for netthandel i Norge endret. Toll- og avgiftsfri netthandel hadde tidligere en øvre grense på 200 kr ekskludert frakt og forsikringer. Denne grensen ble endret til 350 kr inkludert frakt og forsikringer. Dette har ført til økt konkurranse for XXL, da selskapets kunder kan nå bestille mer fra utenlandske nettbutikker. Verden blir stadig mer globalisert, og det er større press for frihandel på kryss av landegrenser. På bakgrunn av den historiske

utviklingen og trendene framover vil vi anta det som rimelig at lovmessige reguleringer kommer til å føre til sterkere konkurranse fra utenlandske selskaper.

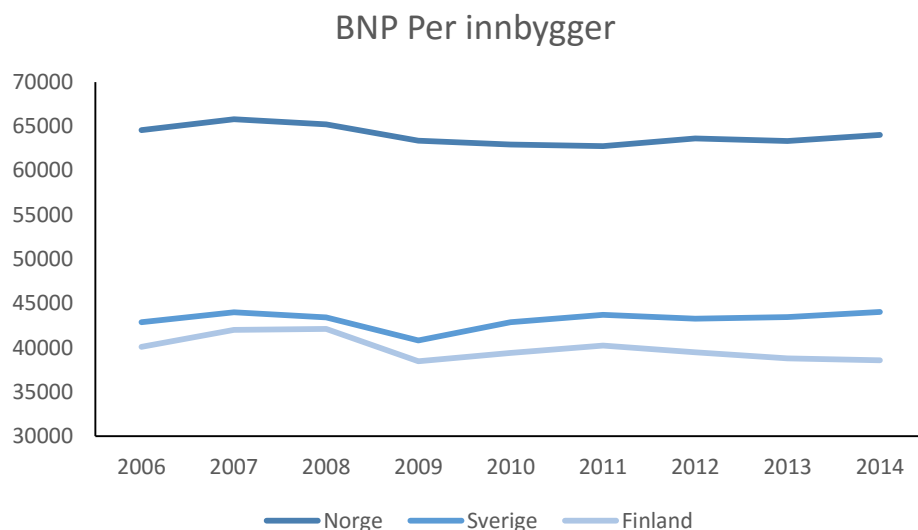
Det at bedriftsskatten ser ut til å bli redusert i de kommende årene ser vi på som en veldig positiv faktor for XXL. Økningen i konkurranse grunnet endret regler for netthandel ser vi på som en negativ faktor. Totalt anser vi de politiske forholdene som positive.

4.2.2.2 Økonomiske forhold

Når det kommer til økonomiske forhold, finnes det mange ulike nøkkeltall som kan fortelle om situasjonen i landene XXL opererer i, eksempelvis BNP per innbygger, arbeidsledighet, rentenivå og inflasjon.

Det første nøkkeltallet vi benytter for å se på de økonomiske forholdene er BNP per innbygger. På bakgrunn av dette tallet og utviklingen kan man tolke velstandsnivået i et land. Velstandsnivået vil igjen påvirke forbruket til befolkningen og mulighetene for XXL. De nordiske landene er noen av de rikeste i verden målt etter BNP per innbygger. Veksten i BNP har imidlertid stagnert både i Norge og Finland. Norge har blant annet blitt påvirket av de lave oljeprisene, mens Finland påvirkes av sanksjonene mot Russland. Den svenske økonomien forventes imidlertid å vokse med 5,2 % i 2015, noe som er høyere enn OECD gjennomsnittet på 3,5 % (DN, 2015). I Sverige bidrar eksporten og husholdningenes konsum til den solide veksten i BNP i forhold til andre nordiske land.

Selv om BNP per innbygger ofte brukes i internasjonale sammenligninger av materiell velstand, vil personlig konsum per innbygger i mange tilfeller være et bedre mål på dette. Også når det kommer til denne indikatoren, ligger de tre landene XXL opererer i, over gjennomsnittet til de 28 EU-landene. Norge, Sverige og Finland hadde i 2014 henholdsvis 35%, 11%, 14% høyere personlig konsum per innbygger enn det europeiske gjennomsnittet (SSB, 2015).



Figur 4-4 Utvikling i BNP per innbygger

Personlig konsum kan ses i sammenheng med rentenivået, da rentenivået påvirker forbruket i et land. Når vi ser på historisk utvikling og prognoser av rentenivået i Norge, Sverige og Finland, ser vi fra figurene på neste side at rentene var på sitt høyeste i 2008 som følge av finanskrisen. Rentnivået har så falt fram til cirka 2010, og nådde en ny topp i 2012. Etter 2012 har rentene falt ytterligere. Sverige, som er et av få EU land som har egen sentralbank, har blant annet innført en negativ rente i februar 2015 grunnet vedvarende lav inflasjon. Den europeiske sentralbanken bestemmer rentenivået i de fleste EU land, deriblant Finland. Grunnet den lave veksten i EU og den lave inflasjonen, fører ECB en ekspansiv pengepolitikk med en lav rente på 0,05% og kvantitative lettelser. Styringsrenten i Norge er også på historisk lavt nivå på 0,5% (Norges Bank, 2016). Dette er grunnet dårlige økonomiske utsikter og høy arbeidsledighet som følge av lavere oljepris.

Ekspansiv pengepolitikk med lave renter stimulerer privat konsum. Det er relativt billigere å bruke penger siden man får lav avkastning på banksparing. Samtidig blir det billigere å låne penger. Til sammen skal dette øke privat konsum og gjøre lånefinansierte investeringer for bedrifter billigere, noe som skal få økonomien i gang.



Figur 4-5 Renteutvikling i Norge



Figur 4-6 Renteutvikling i Sverige



Figur 4-7 Renteutvikling i Finland

(Trading Economics, 2016)

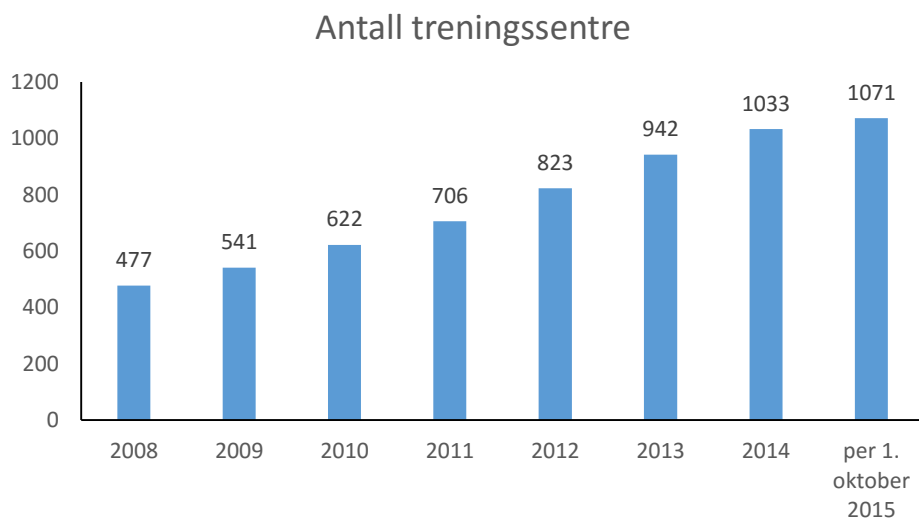
XXL blir også påvirket av endringer i valuta. Siden XXL både kjøper og selger i samme valuta, får selskapet en naturlig hedge mot kortsiktige valutaendringer. Langsiktige endringer påvirker derimot XXL. I de kommende månedene er det ventet en prisvekst i sportsbransjen grunnet svekket norsk og svensk krone. Leverandørene til XXL importerer varer fra Asia og betaler i dollar som har styrket seg betydelig mot kronen. Dette vil føre til at XXL må øke prisene i Norge og Sverige og sannsynligvis ta noe av valutatapet selv (DN, 2015). Den svake norske kronen vil imidlertid gjøre det dyrere for de norske kundene å benytte seg av utenlandske nettbutikker, noe som er positivt for XXL.

På grunn av den svake økonomiske utviklingen i Norge, Finland og Sverige, og den svake kronen kan vi konkludere med at de økonomiske forholdene påvirker XXL på en negativ måte.

4.2.2.3 Sosiokulturelle forhold

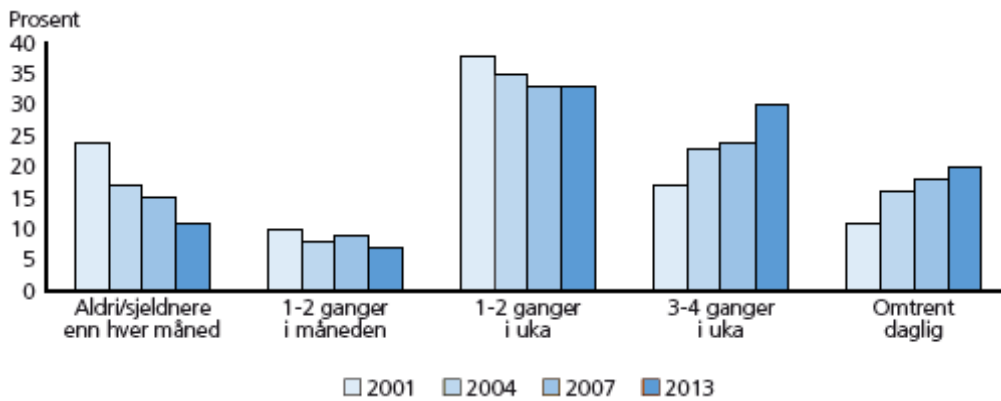
Sosiokulturelle forhold som påvirker XXL er demografiske forhold i de landene selskapet opererer i og endringer i livsstil og trender.

Befolkningen i de nordiske landene er kjent for å være opptatt av helse og fysisk aktivitet. Stadig flere ønsker å identifisere seg med sunn og aktiv livsstil. Blant annet kan man se på antall treningssentre for å illustrere denne trenden. I perioden fra 2008 til 2015 har antallet treningssentre i Norge mer enn doblet seg. Det indikerer at en større andel av Norges befolkning benytter seg av treningssentre i dag enn i før, noe som er positivt for tilbydere av sportsutstyr. I tillegg har andel mennesker som aldri trener blitt redusert i Norge, mens andel som trener mer enn to dager i uken har økt betraktelig (SSB, 2014).



Figur 4-8 Treningssentre

(Virke trening, 2015)

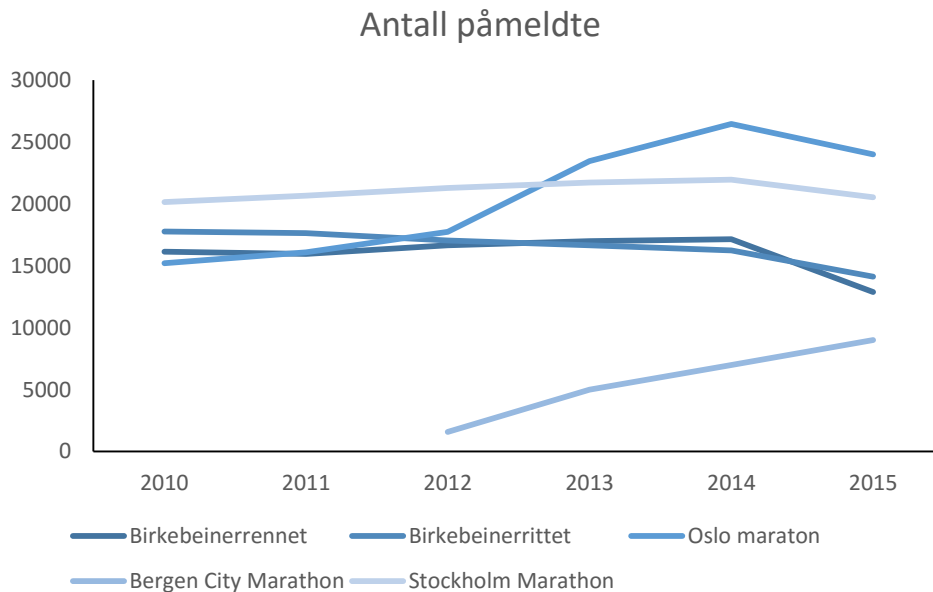


Figur 4-9 Grad av aktivitet

(SSB, 2014)

Det å være i aktivitet har i tillegg blitt mer preget av mote. Mens noen trener på grunn av interesse og helsegevinster, er andre opptatt av eksterne faktorer og ønsket om å vise sin aktive livsstil. For den gruppen er det viktig å følge med på motetrendene og oppdatere sitt treningsutstyr deretter (Lynxeye, 2015). Internett og sosiale medier har spilt en stor rolle for både kropps- og motefokus, noe som har vært med på å øke nettopp treningsfokuset og behovet for bruk av merkevarer. Den vanlige forbrukeren blir og i større grad eksponert for reklame av kjente merkevarer nå enn for 10 år tilbake. Dette har vært bra for XXL da deres fokusområde er kjente merkevarer til lave priser. (SSB, 2014)

Individuelle konkurranser som løping, sykling og skirenn blir også stadig mer populære. Det har vært en økende trend i antall deltakere i arrangementer som Oslo Maraton og Birkebeinerrittet. Trenden snudde imidlertid i 2015, noe som sannsynligvis har en sammenheng med den økonomiske nedgangen i Norge og økningen i arbeidsledigheten.



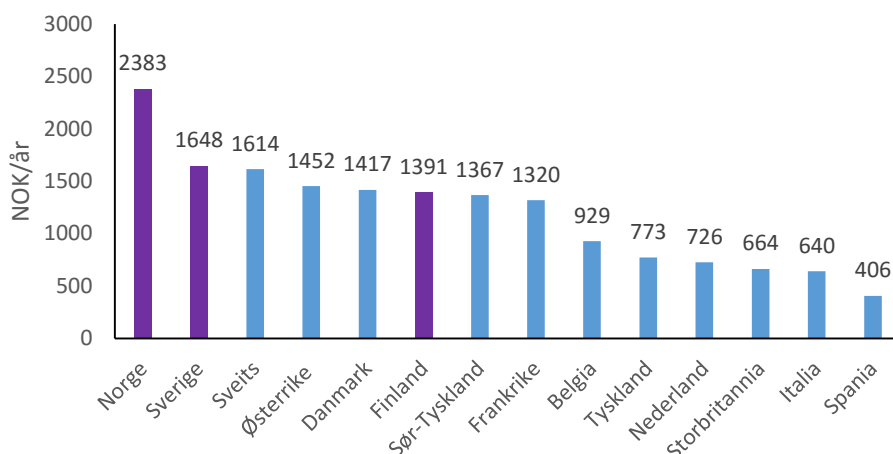
Figur 4-10 Antall deltakere til ulike idrettsarrangement

(Egenkomponert)

Den økte interessen for idrett har bidratt til høyere etterspørsel etter høykvalitets sportsutstyr. Siden de nordiske landene har distinktive årstider, etterspør kundene både sommerutstyr, som sykler, og vinterutstyr, som ski. Selv ikke-profesjonelle idrettsutøvere ønsker spesialisert utstyr, noe de har hatt råd til takket være den gode kjøpekraften. Bruk av teknologi i treningssammenheng er også blitt mer utbredt, og i dag bruker man i større grad pulsklokker og aktivitetsmålere for å optimalisere treningen og se resultatene.

Den sterke kjøpekraften kombinert med interessen for trening og aktivitet har ført til at Norge og Sverige befinner seg på Europa-toppen når det gjelder kjøp av sportsutstyr. Både Norge, Sverige og Finland ligger over det europeiske gjennomsnittet som er på NOK 1182 per år (XXL ASA, 2014).

Konsum av sportsvarer per innbygger i Europa



Figur 4-11 Konsum av sportsvarer

(XXL ASA, 2014)

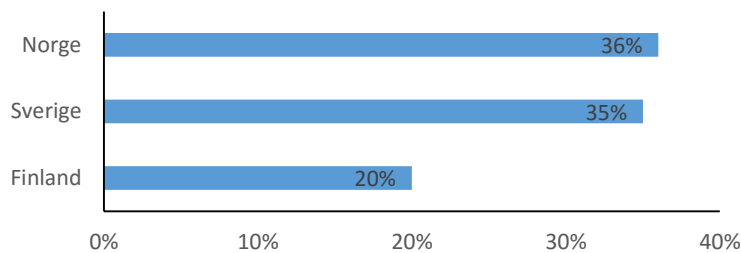
De nordiske landene står, i likhet med resten av Europa, overfor en eldrebølge som vil komme i framtiden. Den høyeste populasjonen av eldre mennesker over 65 år befinner seg i Finland og Sverige. Dette påvirker XXL på to måter. Eldre mennesker trener, for det første, mindre, og de er i mindre grad opptatt av å ha det nye og det mest moteriktige utstyret. Samtidig vil eldrebølgen påvirke velferdsnivået i de tre landene. Desto større andel av befolkningen som er pensjonister, desto større andel av statsbudsjettet må gå til dem. Samtidig kan det føre til økte skatter for befolkningen ellers, noe som gir lavere disponibel inntekt. Dette kan igjen føre til at de under 65 bruker mindre på sportsutstyr.

Vi kan konkludere med at de neste årene ser lyst ut for XXL grunnet økt fokus på trening og sunn livstil. Samtidig kan det komme utfordringer i framtiden knyttet til aldrende befolkning.

4.2.2.4 Teknologiske forhold

Når det gjelder bransjen til XXL, er utviklingen i netthandel veldig viktig. Norden blir sett på som et velutviklet marked for netthandel. Finland skiller seg imidlertid litt ut, noe som skyldes at nettbutikkene i landet ikke er like godt utviklet (DIBS, 2015).

Andel som handler varer på nettet hver måned



Figur 4-12 Andel som handler på nettet i måneden

(DIBS, 2015)

De tre landene har opplevd en sterk vekst i netthandel, både fra nasjonale og internasjonale aktører, og det er forventet ytterligere vekst i netthandel. Det har ført til at XXL har fått enda en viktig plattform å konkurrere på. En utfordring ved netthandel er at handelsgrenser blir i større grad visket ut, noe som fører til sterkere konkurranse. Internett og netthandel har i tillegg gjort det lettere for forbrukeren å sammenligne priser.

Trenden i Norden er at flere bruker mobilen til netthandel. Det kommer fram i DIBS årlige rapport om e-handel fra 2015 at 38% av spurte nordmenn og 42% spurte svenske hadde handlet med smarttelefon eller nettbrett i løpet av en seks månedersperiode i 2015 (DIBS, 2015). Mobilhandelen øker, og trenden fortsetter å peke oppover. I tillegg til at mobilen ofte er nærmest når man bestemmer seg for å handle, bruker mange, spesielt i Norge, mobile applikasjoner. Det vil da være viktig at XXL klarer å tilpasse seg til dette. Det har også vært framskritt når det gjelder betalingsløsninger som XXL kan merke seg. MobilePay, Vipps og ApplePay er sannsynligvis kommet for å bli, og det er noe de fleste butikkene må ta stilling til. I tillegg finnes det flere betalingsløsninger på internett, som for eksempel PayPal som har sterk støtte blant forbrukere i Norge.

Det har skjedd store fremskritt i den teknologiske utviklingen i de siste årene, og det virker som XXL klarer å følge den. Dette har avspeilet seg blant annet i at XXL ble Nordens største nettbutikk i 2015 (Virke Handel, 2015). Det er imidlertid flere innovasjoner, som for eksempel mobile betalingsløsninger, som vil prege markedet framover og som XXL må ta stilling til (Postnord, 2016). Ellers er de teknologiske forholdene relativt stabile, og XXL er godt tilpasset dagens situasjon. Det er heller utsikter for store teknologiske endringer som kan gjøre XXLs teknologiske investeringer utdatert.

4.2.2.5 Miljømessige forhold

I dagens samfunn har fokuset på miljøvennlighet og resirkulering økt. Forbrukerne krever at produktene de kjøper skal bestå av miljøvennlige stoffer og bli produsert på en miljøvennlig måte. I tillegg har det kommet reguleringer som skal begrense produsenter fra å benytte seg av miljøfarlige stoffer (Norrøna, 2016). Fluorkarboner er skadelige for miljøet, idet de samler seg i biologiske organismer og blir værende i grunnvann og i naturen i ekstremt lang tid. Dette stoffet brukes i stor grad til å impregnere vesker og klær, da det er vannavstøtende (Fjällräven, 2016). Tidligere i år aksjonerte Greenpeace nettopp mot dette i Oslo da ble funnet bruk av disse stoffene i produkter fra The North Face, Norrøna og Haglöfs (Greenpeace, 2016). Et annet eksempel på at forbrukerne bryr seg, er en hendelse fra oktober i fjor, hvor det var klagestorm på Norrøna sine Facebook sider etter funn av antibakterielt sølv (E24, 2015). Grunnen til denne protesten er at antibakterielt sølv kan føre til at bakterier blir resistente mot antibiotika. Det er veldig tydelig at forbrukerne er opptatt av hva produktene de kjøper består av. Vi kan se at dette er noe produsentene i sportsbransjen er oppmerksom på, hvor flertallet av selskapene har viet plass på nettsidene deres for å fremme deres samfunnsfokus.

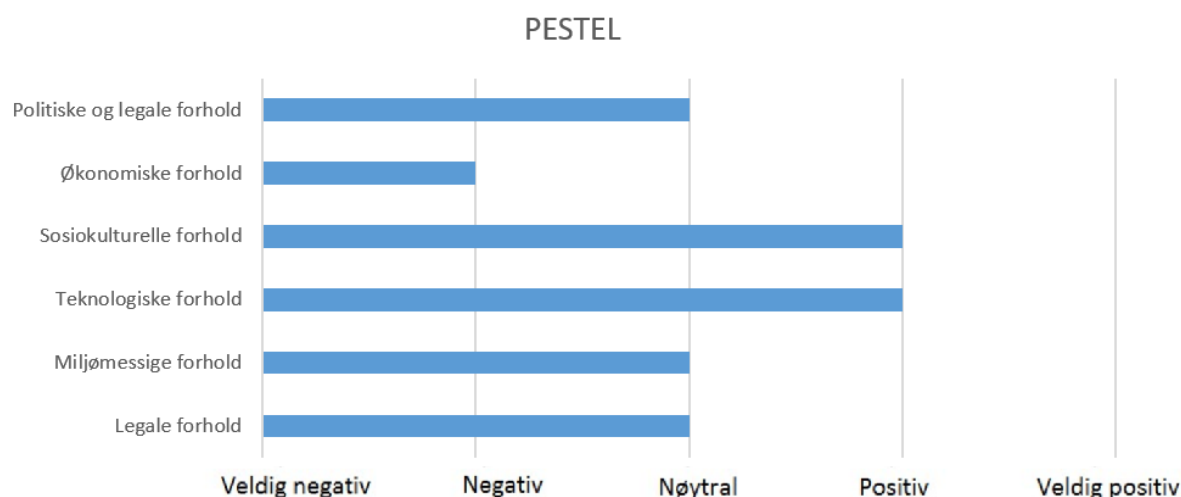
4.2.2.6 Legale forhold

Legale forhold tar for seg reguleringer som omfatter blant annet konkurranse, arbeidsforhold og produkter (Kunnskapssenteret, 2015). De siste årene har det kommet opp flere saker i nyhetene om barnearbeid og underbetalte arbeidere i Asia, hvor mange av leverandørene til XXL får produsert varene sine. Med flere funn i senere tid er det noe myndighetene er i større grad obs på. Det kan ventes strengere oppfølging og reguleringer. Når flere leverandører blir nødt til å følge reguleringene, vil de oppleve høyere produksjonskostnader, noe som resulterer i høyere innkjøpspris for XXL. Dette kan føre til høyere utsalgspriser for XXL og lavere etterspørsel dersom kundene ikke er villige til å betale den nye prisen. XXL har imidlertid vært proaktive og pålegger sine leverandører å drive etisk.

4.2.2.7 PESTEL Konklusjon

Basert på den foreliggende analysen kan vi konkludere med at de politiske forholdene i XXLs omgivelser påvirker selskapet på en nøytral måte. På den ene siden vil den reduserte selskapskatten i Norge resultere i bedre lønnsomhet etter skatt, mens på den andre siden åpner de politiske endringene for mer konkurranse fra utlandet. De nåværende økonomiske forholdene og de negative utsiktene framover påvirker XXL på en negativ måte. XXL, som en lavpriskjede, er likevel bedre rustet til å møte fremtidige utfordringer enn selskapets

konkurrenter. De sosiokulturelle forholdene er positive for XXL, da det blir stadig mer fokus på trening. Likevel kan eldrebølgen endre dette i framtiden. De teknologiske nyvinningene vil påvirke XXLs framtid. XXL er i dag relativt godt tilpasset den teknologien som allerede foreligger i markedet. Selskapet må imidlertid fortsette å følge med på utviklingen og ta i bruk de teknologiene som kundene forventer. Med et økt fokus på miljøet vil det kreve mer fra XXL som selger, da selskapet er nødt til å følge mer med på hva som blir brukt i produktene de selger. Vi anser de miljømessige forholdene som nøytrale, da dette fokuset vil i størst grad påvirke leverandørene til XXL. Skulle en av leverandørene bli tatt for å bruke ikke-naturvennlige stoffer, vil det i størst grad gå utover deres omdømme og XXL vil ha muligheten til å unngå dem som leverandør. De legale forholdene til XXL anses også som nøytrale da XXL allerede har klare etiske retningslinjer for sine leverandører.

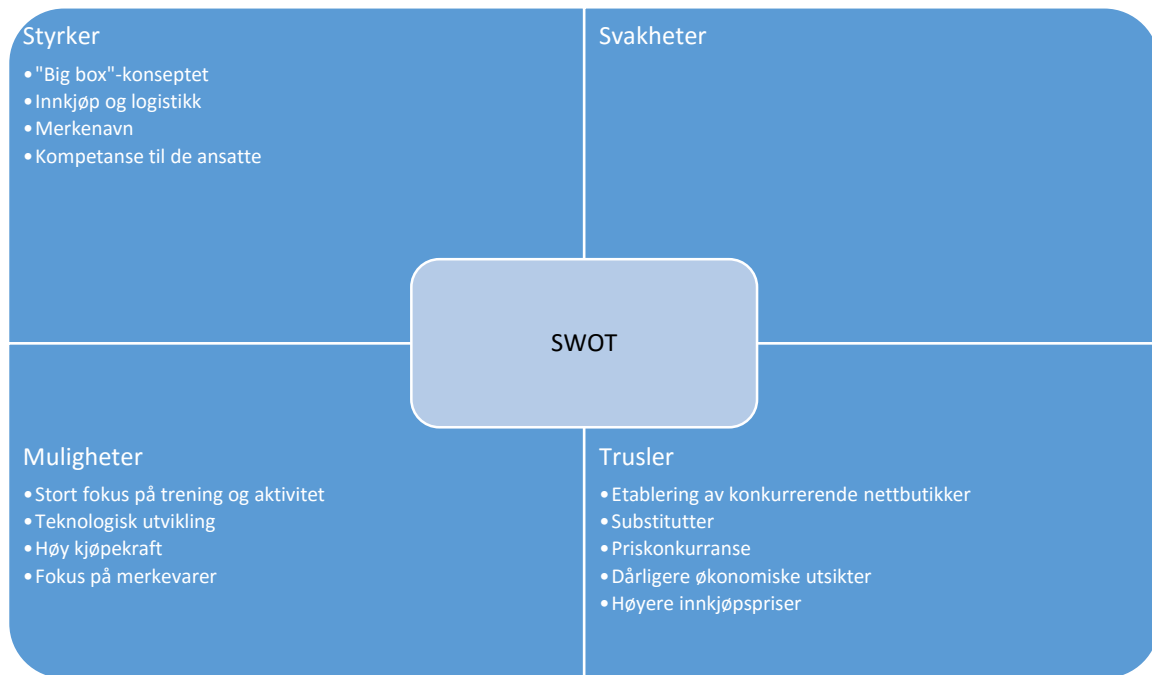


Figur 4-13 Konklusjon PESTEL

4.3 SWOT – oppsummering av den strategiske analysen

Vi ønsker å benytte en SWOT-analyse for å oppsummere den strategiske analysen. SWOT er et engelsk akronym for styrke (strengths), svakheter (weaknesses), muligheter (opportunities) og trusler (threats). Styrker og svakheter identifiseres på bakgrunn av den interne analysen, mens den eksterne analysen gir grunnlag for å finne muligheter og trusler. For at en organisasjon skal være vellykket, må den utnytte sine styrker og forbedre svakheter, samt utnytte mulighetene i markedet og være forberedt på truslene.

SWOT-analysen av XXL kan fremstilles i følgende figur:



Figur 4-14 SWOT Analyse

Som det fremkommer fra figuren, har XXL flere styrker enn svakheter. Spesielt merkenavnet trekkes fram som noe som kan gi selskapet en varig strategisk fordel. Resterende styrker gir i beste fall midlertidige konkurransefortrinn. Når det kommer til muligheter, virker det som XXL har allerede utnyttet de fleste. Selskapet tilbyr sine kunder et stort sortiment av merkevarer, noe som er etterspurt i markedet. XXL er også godt rustet for å møte truslene i omgivelsene. Eksempelvis svarer selskapet på trusselen fra nettbutikker med å ha en velfungerende nettbutikk, som også er størst i Norge. Trusselen fra dårligere økonomiske utsikter og billigere substitutter møtes med å tilby lave priser. For bransjen generelt kan den strategiske fordelene se ut til å reduseres. Priskonkurransen mellom de konkurrerende selskapene og høyere innkjøpspriser kommer til å redusere marginene i sportsbransjen.

Videre i oppgaven kommer vi til å ta med oss resultatene fra den strategiske analysen når vi skal utarbeide prognose for XXLs fremtid.

5 Regnskapsanalyse

5.1 Rammeverk

Det skal videre gjennomføres en regnskapsanalyse basert på offentlig tilgjengelig regnskapsinformasjon for XXL. Regnskapsanalyse er en kvantitativ analyse av underliggende økonomiske forhold i selskapet (Knivsflå, 2016c). Formålet med regnskapsanalysen er å få innsikt i fortiden for å få et bedre grunnlag for å si noe om fremtiden (Kinserdal, 2005). Man ønsker med andre ord å få innsikt i underliggende økonomiske forhold, både risiko og superrentabilitet.

Det finnes mange ulike brukere av regnskapsinformasjon, blant annet innskytere av kapital, styringsmakter, interessenter i driftssyklusen og samfunnet forøvrig (Knivsflå, 2016c). Vi vil i denne oppgaven fokusere på innskytere av kapital, altså eiere og långivere. En kreditororientert regnskapsanalyse fokuserer på långivere. Deres fokus er om verdien på eiendelene er stor nok slik at de får tilbake de utlånte midlene, og om lånerenten reflekterer risikoen for at selskapet går konkurs. En investororientert regnskapsanalyse konsentrerer seg om eiere av egenkapital. Deres fokus er nettoverdien av virksomheten, altså verdien av eiendeler fratrukket gjeld og om inntjeningen er større enn avkastningskravet.

Videre i oppgaven blir regnskapstallene for XXL i perioden 2011-2015 presentert. Analysen vil basere seg på offentlig tilgjengelig informasjon om selskapet, altså årsrapporter og prospektet som var utarbeidet i forbindelse med børsnoteringen i 2014. Det er ønskelig at analysen baserer seg på ferske regnskapstall. Det kan derfor være nødvendig å traile deler av regnskapsåret basert på tidligere rapporterte tall. Det vil imidlertid ikke være nødvendig i XXLs tilfelle da selskapet har publisert fjerdekvartalsrapport for 2015 før analysen skulle utføres. Analysen ble også oppdatert med tallene regnskapstallene for 2015 for være mest nøyaktig. For noen av konkurrentene til XXL blir regnskapstallene traillet. For å kunne gjennomføre en investororientert analyse vil regnskapstallene bli omgruppert og normalisert. Videre vil det vurderes justeringer for eventuelle målefeil, før det gjennomføres en analyse av forholdstall.

5.2 Praktiske valg – perspektiv på analysen, analysenivå, analyseperiode, komparativ periode

Før vi presenterer XXLs rapporterte regnskapstall og gjennomfører analysen, ønsker vi å presisere noen praktiske valg som vi gjør.

5.2.1 Perspektiv på analysen

I denne oppgaven kommer vi til å verdsette XXLs egenkapital. Fokuset videre i regnskapsanalysen er dermed på investorene som har skutt inn kapital i selskapet. Vi vil med andre ord vurdere verdien av eiendelene fratrukket gjeld og avkastningen på innskutt kapital mot et krav.

5.2.2 Analysenivå

XXL opererer innen ett forretningsområde, nemlig salg av sports- og fritidsutstyr. Vi velger derfor å foreta regnskapsanalysen på konsernnivå. I et konsernregnskap vurderer man virksomheten som om morselskapet og datterselskapene var ett selskap (Knivsflå, 2016c). Dette favner omfanget av virksomheten på en bedre måte.

5.2.3 Analyseperiode

Valget av analyseperiode avhenger av om virksomheten har vært stabil eller om den har endret karakter over tid (Knivsflå, 2016c). Dersom virksomheten har vært stabil, bør en lang analyseperiode velges. Dersom virksomheten har endret seg over tid, bør man velge en relativt kort horisont siden eldre regnskapstall er lite representative for dagens virksomhet.

XXL har vokst og endret seg mye siden oppstart. Blant annet har selskapet ekspandert til Sverige høsten 2010 og til Finland i 2014. XXL ble i tillegg børsnotert i 2014. Siden selskapet har endret seg mye over tid, vil ikke regnskapstall langt tilbake i tid være representative for hvordan selskapet ser ut i dag. Dette trekker mot en relativt kort analyseperiode. Både av praktiske hensyn når det kommer tilgjengelighet av regnskapsdata og grunnet store endringer i selskapet, har vi valgt å analysere perioden fra 2011 og fram til 2015. 2010 anses for ikke være egnet for analyseformål da XXL åpnet sine første butikker i Sverige høsten dette året, og resultatene i 2010 vil dermed ikke være representative for resten av analyseperioden.

5.2.4 Komparativ bransje

Videre i oppgaven vil det være nødvendig å sammenligne XXL med andre børsnoterte selskaper i samme bransje. De fleste sportskjedene i Norge og Sverige er imidlertid ikke børsnoterte. Det vil gjøre sammenligningen vanskeligere. Vi ønsker likevel å bruke Gresvig AS og Sport 1 AS i Norge, Stadium AB i Sverige og Kesko i Finland som sammenligningsgrunnlag i analysen av risiko. Vi utelater altså noen selskaper i sammenligningsgrunnlaget. Det gjelder blant annet MX-Sport da det er vanskelig å samle regnskapsinformasjon om selskapet totalt grunnet franchisestrukturen. Andre selskaper som har sportsutstyr som en liten del av assortimentet blir

også ekskludert fra analysen, dette gjelder blant annet Coop, H&M og Europris. Videre fokuserer vi på de største aktørene i Sverige og Finland, altså Stadium og Kesko.

Gresvig AS er Norges største sportsaktør, målt i markedsandel, med over 250 butikker i hele landet (Gresvig AS, 2016). Selskapet har eksistert i over 100 år, og eier i dag kjedene G-sport/G-MAX og Intersport. G-sport og Intersport drives som franchiser, mens G-MAX opererer med den samme sentraliserte modellen som XXL.

Sport 1 ble etablert på begynnelsen av 1990-tallet (Sport 1 AS, 2016). I dag består selskapet av nærmere 200 butikker og er Norges nest største sportskjede. I tillegg til Sport 1-butikkene inkluderer også konsernet Anton Sport-butikkene og ekspertbutikker som Milslukern og Bjørn Myhre Sport.

Stadium er en stor aktør både i Sverige og Finland. Den første butikken ble åpnet i Sverige i 1987, og i dag er Stadium den største sportskjeden i landet (Stadium AB, 2016). I 2001 ekspanderte Stadium til Finland, og har i dag 26 butikker der. I 2007 åpnet også Stadium sin første butikk i storformat.

Kesko er et finsk børsnotert selskap som opererer i mange forretningsområder i flere nordiske land. Home improvement and speciality goods trade inkluderer blant annet sportskjedene Intersport og Budget Sport (Kesko, 2016). Disse er blant de største aktørene i Finland, og Intersport er markedsleder.

Videre i oppgaven hentes regnskapstallene for de norske konkurrentene fra forvalt.no, mens regnskapstallene for Stadium AB hentes fra proff.se. For de norske selskapene er ikke regnskapstallene for 2015 tilgjengelige, og disse vil derfor blir traillet basert på veksten fra 2013 til 2014. Svenske Stadium har et regnskapsår som skiller seg fra resten av konkurrentene, og strekker seg fra 1. september til 31. august. For enkelthets skyld kommer vi til å betrakte de rapporterte tallene som et vanlig kalenderår. Med andre ord inngår eksempelvis perioden fra 1. september 2010 til 31. august 2011 som 2011 i bransjeregnskapet.

Regnskapsinformasjon for ikke-børsnoterte selskaper er ikke like detaljerte, noe som gjør normaliseringen utfordrende. Vi kommer til å anse det fleste postene som normale, utenom det som føres direkte mot egenkapital. Omgrupperingen av balansene vil også være unøyaktig da balansetallene er lite detaljerte. For Kesko kommer vi til å se på segmentet Home improvement and speciality goods trade. Vi har imidlertid lite detaljert regnskapsinformasjon om segmentet, og noen av resultat- og balansepostene vil estimeres med utgangspunkt i konsernregnskapet. Normaliseringen vil også være vanskelig i dette tilfellet da notene i regnskapet omhandler hele

selskapet og ikke segmentet. Den grove normaliseringen og omgrupperingen av konkurrentselskapene vil være en svakhet i oppgaven, og noe som vil gjøre analysene mer usikre.

For deler av oppgaven, eksempelvis i komparativ verdsettelse, kreves det å sammenligne XXL med andre børsnoterte selskaper. Siden direkte konkurrenter til XXL ikke er børsnoterte, bruker vi et utvalg av internasjonale børsnoterte selskaper som selger sports- og fritidsutstyr. Her ser vi blant annet på Clas Ohlson, Sport Direct, JD Sports, Kesko og Hennes & Mauritz. Siden disse selskapene ikke er direkte konkurrenter og ikke representerer bransjen til XXL helt nøyaktig, bør tallene vi kommer fram til brukes med forsiktighet. Dette vil også være en svakhet med analysen.

5.3 Presentasjon av rapporterte tall og trailing

Regnskapstallene som blir presentert i dette kapittelet er hentet fra prospektet fra 2014, årsregnskapene for 2014 og 2015. XXL rapporterer etter IFRS.

5.3.1 Resultatregnskap

Resultatregnskap	2011	2012	2013	2014	2015
Salgsinntekter	2466	3101	4008	5212	6486
Andre driftsinntekter	5	6	2	3	1
Driftsinntekter	2471	3107	4010	5215	6487
Varekostnader	1463	1883	2399	3083	3908
Lønnskostnader	352	450	606	799	991
Avskrivninger	36	46	59	80	91
Andre driftskostnader	331	404	544	732	863
Driftskostnader	2182	2783	3609	4695	5853
Driftsresultat	289	324	401	521	634
Renteinntekter	1	6	3	8	1
Andre finansinntekter	10	5	39	93	141
Finansinntekter	11	11	42	101	142
Rentekostnader	228	241	249	194	49
Andre finanskostnader	21	11	18	88	121
Finanskostnader	248	252	267	283	170
Netto finansposter	-237	-240	-225	-182	-28
Resultat før skattekostnad	51	84	176	339	606
Skattekostnad	14	23	51	77	179
Årsresultat	38	61	125	262	427
Andre inntekter og kostnader	0	0	1	0	0
Total resultat	38	61	126	262	427

Tabell 5- 1 Resultatregnskap

Det fremkommer fra resultatregnskapet at salgs- og driftsinntekter til XXL har vokst i hele analyseperioden, og har mer enn doblet seg siden 2011. Dette indikerer at XXL er et selskap i sterk vekst. Resultatet har vært positivt i hele perioden, og har også bedret seg betraktelig. XXL er dermed et lønnsomt selskap.

5.3.2 Balanse

Eiendeler	2011	2012	2013	2014	2015
Anleggsmidler					
Varemerker	200	190	190	191	191
Utsatt skattefordel	2	0	0	0	0
Goodwill	2 734	2 734	2 734	2 734	2 734
Andre immaterielle eiendeler	10	10	24	30	34
Sum immaterielle eiendeler	2 946	2 934	2 948	2 955	2 959
Anlegg under utføring	0	25	6	3	8
Inventar og driftsmidler	0	72	61	57	54
Bygninger og tomter	9	9	9	8	8
Biler	0,47	0,25	1	1	1
Inventar og verktøy	148	231	338	404	499
Sum varige driftsmidler	229	325	413	474	569
Lån tilknyttet selskap og felles kontrollert virksomhet	6	5	4	0	0
Andre investeringer	0,03	0,03	0,03	0	0
Sum finansielle anleggsmidler	6	5	4	0	0
Sum anleggsmidler	3 180	3 264	3 365	3 429	3 529
Omløpsmidler					
Varer	633	778	1 073	1 397	1 928
Kundefordringer	182	208	152	93	78
Andre fordringer	3	30	74	192	217
Fordringer	185	237	227	284	295
Bankinnskudd, kontanter o.l.	128	57	170	222	87
Sum omløpsmidler	946	1 072	1 469	1 904	2 310
Eiendeler	4 127	4 337	4 834	5 333	5 839

Tabell 5-2 Eiendeler

På eiendelssiden har anleggsmidlene vært stabile i analyseperioden, mens omløpsmidlene har vokst. Veksten stammer fra varelageret, noe som er naturlig når selskapet vokser.

Egenkapital og gjeld	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital					
Innskutt egenkapital					
Aksjekapital	109	109	109	55	48
Overkurs	986	986	986	2 834	2 838
Sum innskutt egenkapital	1 096	1 096	1 096	2 890	2 886
Annen egenkapital	-107	-48	78	330	480
Sum opptjent egenkapital	-107	-48	78	330	480
Sum egenkapital	988	1 048	1 173	3 219	3 366
Gjeld					
Avsetning for forpliktelses					
Utsatt skatt	40	37	41	52	61
Avsetning for forpliktelses	40	37	41	52	61
Annen langsiktig gjeld					
Øvrig langsiktig rentebærende gjeld	1 132	1 117	1 038	1 097	1 116
Langsiktig konserngjeld	1 379	1 517	1 669	0	0
Sum annen langsiktig gjeld	2 511	2 634	2 707	1 097	1 116
Sum langsiktig gjeld	2 551	2 672	2 747	1 149	1 177
Kortsiktig gjeld					
Leverandørgjeld	298	268	415	455	578
Kortsiktig gjeld til					
kredittinstitusjoner	55	72	139	6	8
Derivater	12	12	4	0	0
Betalbar skatt	17	25	48	75	193
Skyldige offentlige avgifter	79	94	120	185	228
Annen kortsiktig gjeld	126	146	188	245	289
Sum kortsiktig gjeld	587	617	913	966	1 295
Sum gjeld	3 138	3 289	3 661	2 114	2 473
Sum egenkapital og gjeld	4 127	4 337	4 834	5 333	5 839

Tabell 5-3 Egenkapital og gjeld

Egenkapitalen til XXL har vokst i hele perioden, noe som i tråd med de positive resultatene selskapet har hatt. Den største endringen i balansen kommer i 2014, da blir den langsiktige konserngjelden nedbetalt, og egenkapitalen vokser tilsvarende.

Siden regnskapene til konkurrentene til XXL ikke er så detaljerte, og tallene for 2015 ikke er tilgjengelige, har vi behov for trailing.

Trailing går ut på at man estimerer årets poster basert på de tilsvarende postene året før. For eksempel etter at første kvartal er kjent vil trailingen se slik ut

$$Trailing = Q_{1t} + Q_{2t-1} + Q_{3t-1} + Q_{4t-1}$$

For de norske ikke-børsnoterte konkurrentene estimerer vi resultatregnskapet på bakgrunn av endringene fra 2013 til 2014. Balansene for 2015 estimeres for å være lik balansene i 2014.

5.4 Omgruppering for analyse

I dette avsnittet vil vi gjennomføre en omgruppering og normalisering av regnskapstall tilrettelagt investororientert analyse ved å følge Knivsflå sin metode. Videre i oppgaven har vi presentert tall rundet opp til nærmeste million. Dette er grunnet forskjeller i avrundingen som XXL har gjort i prospektet og årsrapportene. Dette har imidlertid gjort at relativt små tall blir rundet av til null.

5.4.1 Resultatregnskapet

Oppstillingen av regnskapet ifølge god regnskapsskikk og IFRS innebærer at det er i større grad kreditororientert. For å gjennomføre en investororientert analyse av regnskapet er det derfor behov for omgruppering. Årsaken til at vi omgrupperer er for å danne et bilde av hva som faktisk er normal verdiskapning og lønnsomhet. Videre vil vi skille mellom om det er operasjonelle eller finansielle forhold som driver lønnsomheten.

5.4.1.1 Identifisere fullstendig nettoresultat

Hovedregelen til IAS 1 sier at en enhet skal rapportere alle inntekter og kostnader i en periode som gevinst eller tap med mindre IFRS tillater eller krever noe annet. Unntak fra hovedregelen skal rapporteres i «Other Comprehensive Income» (OCI), dvs annet fullstendig resultat (Knivsflå, 2016d). I tillegg finnes det noen ganger «Dirty surplus» i regnskapet. Dette er brudd på kongruensprinsippet, og innebærer at inntekter og kostnader blir ført direkte mot egenkapital. Siden man ifølge IFRS-reglene kan rapportere OCI, har man i prinsippet ikke «dirty surplus» i regnskapene. Noen inntekter og kostnader kan imidlertid føres direkte mot egenkapital, dette gjelder eksempelvis emisjonskostnader og diverse justeringer og prinsippendringer.

For å finne fullstendig nettoresultat benyttes følgende formel:

$$FNR = \text{Rapportert årsresultat} + \text{Annet fullstendig resultat} + \text{Dirty surplus}$$

Vi følger det rapporterte regnskapet og finner at i 2013 og i 2015 har det vært poster som er skilt ut fra årsresultat og plassert som egen linje i regnskapet. Begge årene er denne posten knyttet til endringer i valuta, og klassifiseres som OCI. I tillegg finner vi «dirty surplus» i regnskapet til XXL. I 2011 finnes det en ikke-spesifisert post («other») som vi anser for å være «dirty surplus». I 2012 er posten knyttet til utvidelsen til Sverige, mens i 2014 er det overføringen til XXLs barnefond som er klassifisert som «dirty surplus». Det fullstendige nettoresultatet er presentert i følgende tabell.

	2011	2012	2013	2014	2015
Årsresultat	38	61	125	262	427
Andre inntekter og kostnader	0	0	1	0	0
Rapport fullstendig nettoresultat majoritet	38	61	126	262	427
Dirty Surplus	-3	-2	0	-10	0
Fullstendig nettoresultat majoritet	83	59	126	2045	147

Tabell 5-4 Fullstendig nettoresultat

5.4.1.2 Fordeling av det fullstendige nettoresultatet

Det fullstendige nettoresultatet fordeles slik at alle kapitalpostene i balansen får sitt resultat før skatt. Grunnen til dette er at det er viktig å finne kildene til resultatet (drifts- og finansresultat) og klargjøre hvordan resultatet blir fordelt. Driftsrelaterte poster stammer fra selskapets verdiskapning, mens finansielle poster har ikke noe med driften å gjøre. Fordeling av de ulike postene mellom driftsrelaterte og finansielle gjøres konsistent med klassifiseringen i balansen.

De fleste postene i XXLs resultatregnskap er driftsrelaterte. Unntaket er postene finansinntekter og -kostnader. Her blir blant annet renteinntekter, som vanligvis gjelder bankinnskudd, klassifisert som finansinntekt i samsvar med at bankinnskudd blir klassifisert som en finansiell post i balansen.

Avskrivninger er en post som inneholder både driftsrelaterte og finansielle kostnader. 5 millioner i avskrivninger i 2014 og 2015 ble klassifisert som finansielle kostnader. Dette er grunnet at de er knyttet til finansiell leasing, noe som kom fram etter en gjennomgang av notene. Grunnet mangel på detaljert noteinformasjon for årene 2011-2013 har vi ikke klart å finne ut om det fantes finansiell leasing de tre årene. Siden den eventuelle korreksjonen hadde vært lav, har vi ikke delt opp posten i driftsrelaterte og finansielle avskrivninger i 2011-2013.

Annet fullstendig resultat og «dirty surplus» er poster som ofte består av en drifts- og en finansiell del. I XXLs tilfelle antar vi at all «dirty surplus» driftsrelatert. Kostnadene knyttet til ekspansjonen til Sverige er uten tvil driftsrelaterte. Vi velger i tillegg å behandle overføringen til barnefondet som en driftsrelatert post da fondet ikke er et investeringsfond, men et fond som skal hjelpe vanskeligstilte barn i utlandet. «Dirty surplus» fra 2011 er ikke spesifisert, men vi velger å behandle det som en driftsrelatert post. Annet fullstendig resultat er i XXLs tilfelle knyttet til valutaomregninger, som vi klassifiserer som en finansiell post.

	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	2471	3107	4010	5215	6487
Driftskostnader	2182	2783	3609	4695	5853
Driftsresultat fra egen virksomhet	289	324	401	520	634
Driftsrelatert AFR	0	0	0	0	0
Driftsrelatert DSP	-3	-2	0	-10	0
Fullstendig driftsresultat før skatt	286	322	401	510	634

Tabell 5-5 Fullstendig driftsresultat før skatt

	2011	2012	2013	2014	2015
Finansinntekt	11	11	42	101	142
Finanskostnad	248	252	267	283	170
Finansielt AFR	0	0	1	0	0
Finansielt DSP	0	0	0	0	0
Fullstendig finansresultat før skatt	-237	-240	-224	-182	-28

Tabell 5-6 Fullstendig finansresultat før skatt

5.4.1.3 Normalt kontra unormalt

Videre i oppgaven kommer vi til å lage framtidspåregning for XXL, som vil basere seg på historisk informasjon. For å kunne predikere fremtiden er det derfor viktig å skille mellom normale og unormale poster i regnskapet. Normale poster er forventet å komme tilbake i hver periode, og de er derfor relevante for fremtiden (Knivsflå, 2016d). Unormale poster påvirker regnskapet i en eller få perioder, og er derfor lite relevante for fremtiden.

Av unormale poster, har vi trukket ut andre driftskostnader, andre finansinntekter og kostnader, finansielt AFR og driftsrelatert DSP. Disse postene er vanskelige å predikere da de ikke har noen klare trender og anses dermed som engangsposter.

Når det kommer til de finansielle postene, fremgår det av notene at de består av blant annet tap og gevinst på valuta. Disse postene følger ingen trend og er dermed vanskelig å forutse, og defineres derfor som unormale poster. Det samme gjelder AFR og DSP, da disse er engangsposter i regnskapet. Vi har i tillegg valgt å definere andre driftskostnader som en unormal post. Dette er grunnet at posten ikke følger den samme trenden som resten av regnskapet.

5.4.1.4 Fordeling av skattekostnad

Formålet med dette steget er å fordele rapportert skattekostnad i unormal og normal skattekostnad. I analyseperioden har selskapsskattesatsen endret seg fra 28 % i 2011-2013 til 27 % i 2014-2015.

Først beregner vi netto finanskostnad (NSK) og benytter formelen

$$NSK = (1 - sss) * FK$$

	2011	2012	2013	2014	2015
Finanskost - normal	228	241	249	200	54
Skatt	64	67	70	54	15
Netto finanskostnad	164	173	179	146	39

Tabell 5-7 Netto finanskostnad

Videre ser vi på skatten på finansinntekter. Finansinntekter inkluderer noen poster som ikke er skattepliktige, som eksempelvis utbytte og aksjegevinst. Dette vil redusere den effektive skattesatsen på normal finansinntekt og unormalt finansresultat. Den effektive skattesatsen finnes ved hjelp av tommelfingerregelen for beregning av skattesatsen da vi ikke har nok informasjon for å beregne satsen nøyaktig.

$$fiss = \frac{2}{3} * sss + \frac{1}{3} * 0 = \frac{2}{3} * sss$$

Nettofinansinntektene for XXL ble dermed beregnet til som følge

	2011	2012	2013	2014	2015
Finansinntekt - normal	1	6	3	8	1
Skatt	0	1	1	1	0
Netto finansinntekt	1	5	3	7	1

Tabell 5-8 Netto finansinntekt

Videre finner vi unormalt netto finansresultat hvor vi bruker samme skattesats som ved beregning av nettofinansinntekter. Dette er grunnet at i unormale finansinntekter og kostnader vil det finnes poster som har en annen skattesats enn selskapsskattesatsen.

	2011	2012	2013	2014	2015
Unormale FI	10	5	39	93	141
Unormale FK	21	11	18	88	121
=Unormalt finansresultat	-11	-6	21	5	20
Skatt	-2	-1	4	1	4
Finansiell dirty surplus	0	0	0	0	0
Finansiell annet fullstendig resultat	0	0	1	0	1
=Unormalt netto finansresultat	-9	-5	18	4	17

Tabell 5-9 Unormalt netto finansresultat

Videre finner vi driftsskattesatsen for XXL. Denne kan avvike fra selskapsskattesatsen grunnet særskatter, permanente forskjeller og skatter i utlandet. Driftsskattesatsen finnes ved formelen

$$dss = \frac{NSK - f_{iss} * FI - u_{frss} * UFR + f_{kss} * FK}{DR + UDR} = \frac{\text{Driftsrelatert skattekostnad}}{\text{Driftsresultatet før skatt}}$$

	2011	2012	2013	2014	2015
Normal skattekostnad (nsk)	14	23	51	77	179
Normal skattesats (fiss)	0,187	0,187	0,187	0,180	0,180
Normale finansinntekter (FI)	1	6	3	8	1
Unormalt fin.res skattesats (ufrss)	0,187	0,187	0,187	0,180	0,180
Unormalt fin.res (ufr)	-11	-6	21	5	20
Normale finanskostnader skattesats (fkss)	0,28	0,28	0,28	0,27	0,27
Normale finanskostnader (fk)	228	241	249	200	54
Normalt driftsresultat (DR)	284	319	399	560	638
Unormalt driftsresultat (UDR)	5	6	2	-34	1
Driftsskattesatsen (dss)	0,2751	0,2772	0,2899	0,2446	0,2970

Tabell 5-10 Driftsskattesats

Regnskapene til XXL inneholder ingen unormal skattekostnad, noe som resulterer i at normal skattekostnad er lik den rapporterte skattekostnaden.

Den normaliserte driftsskattesatsen er den minst ekstreme verdien av medianen og gjennomsnittet av driftsskattesatsene. Siden gjennomsnittet på 26,68 % ligger nærmere selskapsskattesatsen på 27 % enn medianen (27,72 %), velger vi å bruke gjennomsnittet som den normaliserte driftsskattesatsen.

Videre finner vi netto driftsresultat og unormalt netto driftsresultat.

	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	2466	3101	4008	5212	6486
Varekostnader	1463	1883	2399	3083	3908
Lønnskostnader	352	450	606	799	991
Andre driftskostnader	331	404	544	695	863
Avskrivninger	36	46	59	75	86
Driftskostnader	2182	2783	3609	4652	5848
Driftsresultat fra egen virksomhet	284	319	399	560	638

Tabell 5-11 Driftsresultat fra egen virksomhet

	2011	2012	2013	2014	2015
Unormalt driftsresultat (UDR)	5	6	2	-34	1
dss% skatt på unormalt driftsresultat	1	2	1	-8	0
Driftsrelatert Dirty Surplus	-3	-2	0	-10	0
Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	0	0	5	-18	13
Unormal skatt på normalt og unormalt	0	0	0	0	0
Unormalt netto driftsresultat (undr)	1	2	-4	-17	-12

Tabell 5-12 Unormalt netto driftsresultat

Skattekostnaden fordeles på de ulike postene i regnskapet på følgende måte

Skattekostnad	2011	2012	2013	2014	2015
Normal driftsskattekostnad	78,68	88,18	110,47	154,86	176,58
Skatt på finansinntekt	0,25	1,13	0,59	1,44	0,18
Skatt på finanskostnad	63,73	67,45	69,77	54,00	14,58
Skatt på unormal driftsresultat	1,27	1,61	0,52	-8,20	0,30
Unormal skatt på normalt drift	-0,47	0,14	5,24	-18,00	12,92
Skatt på unormal finansresultat	-2,08	-1,06	3,96	0,90	3,60
Unormal skatt	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rapportert skattekostnad	13,92	22,55	51,02	77,00	179,00

Tabell 5-13 Rapportert skattekostnad

Det omgrupperte resultatregnskapet ser da slik ut.

Resultatregnskap	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	2466	3101	4008	5212	6486
Varekostnader	1463	1883	2399	3083	3908
Lønnskostnader	352	450	606	799	991
Andre driftskostnader	331	404	544	695	863
Avskrivninger	36	46	59	75	86
Driftskostnader	2182	2783	3609	4652	5848
Driftsresultat fra egen virksomhet	284	319	399	560	638
Driftsrelatert skattekostnad	76	85	107	150	177
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	208	233	292	410	461
Resultat fra driftstilnyttet virksomhet	0	0	0	0	0
Netto driftsresultat	208	233	292	410	461
Netto finansinntekter	1	5	3	7	1
Nettoresultat til sysselsatt kapital	209	238	295	416	462
Netto finanskostnader	164	173	179	146	39
Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0
Nettoresultat til egenkapital	45	65	115	270	423
Unormalt netto driftsresultat	-2	-1	-8	-22	-12
Unormalt netto finansresultat	-9	-5	18	4	17
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	35	59	126	252	428
Netto betalt utbytte	-48	0	0	-1793	281
Endring i egenkapital majoritet	83	59	126	2045	147

Tabell 5-14 Omgruppert resultatregnskap

5.4.2 Balansen

Balansen etter IFRS er, på linje med regnskapet, kreditororientert (Knivsflå, 2016e). Det er stor fokus på likviditeten til eiendeler og forfallstiden på gjeld. For verdsettelsesformål må balansen gjøres mer investororientert, og må derfor omgrupperes. Ved omgrupperingen ønsker vi å få et bedre skille mellom eiendeler som brukes til drift og kapital som finansierer driftseiendelene. Verdiskapningen i et selskap skjer ved å sette kapital i drift, altså investere eller sysselsette kapital. Kapitalen kommer da fra egenkapitalinvestorer og långivere. Vi ønsker videre å omgruppere balansen slik at den uttrykker netto driftsinvestering, som også er lik netto driftskapital. Omgruppering av balansen omfatter, i henhold til Knivsflås metode, fire steg som vil bli gjennomgått i dette delkapittelet.

5.4.2.1 Avsatt utbytte er lik egenkapital

Endringer i egenkapital i løpet av året forklares med at opptjent resultat øker egenkapital, mens nettoutbytte reduserer egenkapital når det blir betalt ut til eiere. Avsatt utbytte er ikke gjeld fra eierens syn, men egenkapital som snart skal betales tilbake til eierne. Etter IFRS blir ikke det

avsatt for foreslått utbytte som kortsiktig gjeld. Egenkapital blir redusert med det betalte utbytte i løpet av året. Siden XXL fører regnskap etter IFRS, må det ikke foretas omgruppering av utbytte. Omgrupperingen er imidlertid nødvendig for selskaper som fører regnskap etter NGAAP som er mer kredittorientert og som tillater å avsette for utbytte.

5.4.2.2 Drift kontra finansiering

Totalbalansen omgrupperes fra en kreditororientert balanse til en investororientert balanse med klart fokus på drift kontra finansiering. Eiendeler deles opp i driftsrelaterte og finansielle. Driftsrelaterte, eller operasjonelle, eiendeler inngår i driftssyklusen eller representerer infrastruktur til denne syklusen. Finansielle eiendeler er pengeplasseringer og andre driftsfremmede eiendeler i forhold til driftssyklusen. Selskapets gjeld kan på lik linje også deles i finansiell og driftsrelatert gjeld. Finansiell gjeld er lån som er tatt opp i banker eller i finansmarkeder som finansiering av virksomheten, og som det må betales renter på. Driftsrelatert gjeld er, på den andre siden, et lån som blir tatt opp som en del av driftssyklusen, og som det derfor ikke blir betalt rente på. Grovt sett kan man si at finansiell gjeld er all rentebærende gjeld, og driftsrelatert gjeld er ikke-rentebærende. Denne delingen av gjelden har vært kritisert da all gjeld kan bli sett på som rentebærende. Selv om driftsrelatert gjeld ikke har en eksplisitt rentekostnad, er renten skjult i driftskostnader, typisk varekostnaden. Man kan da i prinsippet kalkulere en rente på driftsrelatert gjeld, og flytte den fra drifts- til finanskostnader. Av praktiske årsaker vil vi imidlertid operere med driftsrelatert gjeld og rentekostnader implisitt i driftskostnadene.

Når det gjelder omgrupperingen, må det i tillegg være konsistens mellom balanse og resultat. Dersom en eiendel er klassifisert som driftsrelatert i balansen, må alle inntektene og kostnadene knyttet til eiendelen eller gjelden grupperes som driftsinntekt og driftskostnad. Tilsvarende på inntektene og kostnadene knyttet til en finansiell eiendel eller gjeld klassifiseres som finansposter i regnskapet.

Lån til tilknyttet selskap (XXL Game Reserve Ltd) anser vi, etter en gjennomgang av notene, for å være en finansiell eiendel. XXL har mottatt renteinntekter på dette lånet som vi tidligere har blitt klassifisert som finansinntekter i resultatregnskapet.

Fordringer er typisk en post som kan bestå av en driftsrelatert og en finansiell del. Etter en gjennomgang av notene klassifiseres posten andre fordringer som en driftsrelatert post.

Bankinnskudd, kontanter og lignende er også en post som er en blanding av driftsrelaterte og finansielle eiendeler. Enhver virksomhet må ha likvide midler for å drive. Kontanter og

bankinnskudd er derfor i prinsippet driftseiendeler, mens likviditetsoverskudd er en finansielle eiendeler. Det er imidlertid vanskelig å avgjøre hvor mye likviditet et selskap trenger for å drive og hva som er overskudd. Eventuelle renteinntekter må i så fall også fordeles. En løsning er derfor å klassifisere alle likvider som finansielle eiendeler, og det er også en løsning vi bruker i XXLs tilfelle. I regnskapene har vi sett at noe av likvidene er «employee tax withheld», og dette er tilsynelatende en del av driften. Vi har imidlertid ikke like detaljert informasjon om alle årene, og vi velger derfor å ikke dele opp likvidene. Vi anser dermed posten kontanter, bankinnskudd og lignende for å være en finansiell eiendel.

Både den langsiktige og den kortsiktige gjelden må også deles opp i finansiell og driftsrelatert gjeld. Av den langsiktige gjelden klassifiseres utsatt skatt som en driftsrelatert gjeld, da den oppstår som en del av driftssyklusen. Annen langsiktig gjeld er, etter en gjennomgang av notene, rentebærende og er derfor finansiell. Den kortsiktige gjelden er for det meste driftsrelatert med unntak for kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner som er finansiell.

Omgrupperingen av eiendelene, egenkapitalen og gjelden resulterer i følgende oppstilling:

Eiendeler	2011	2012	2013	2014	2015
Immaterielle eiendeler	2946	2934	2948	2955	2959
Varige driftsmidler	229	326	413	474	570
Annet driftsrelatert anlegg	0	0	0	0	0
Driftsrelaterte anleggsmidler	3175	3260	3361	3429	3529
Varer	633	778	1073	1397	1928
Kundefordringer	185	237	227	284	295
Driftsrelaterte omløpsmidler	818	1015	1299	1681	2223
Driftseiendeler	3993	4275	4661	5110	5752
Langsiktige finansielle investeringer	6	5	4	0	0
Finansielle anleggsmidler	6	5	4	0	0
Investeringer	0	0	0	0	0
Kontanter, bank	128	57	170	222	87
Finansielle omløpsmidler	128	57	170	222	87
Finansielle eiendeler	134	62	174	222	87
Eiendeler	4127	4337	4834	5333	5839

Tabell 5-15 Omgruppert eiendeler

Egenkapital og gjeld	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	988	1048	1173	3219	3366
Avsetning for krav	40	37	41	52	61
Annen langsiktig driftsrelatert gjeld	0	0	0	0	0
Langsiktig driftsrelatert gjeld	40	37	41	52	61
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	532	546	775	960	1288
Driftsrelatert gjeld	572	583	815	1012	1349
Langsiktig rentebærende gjeld	2511	2634	2707	1097	1116
Kortsiktig rentebærende gjeld	55	72	139	6	8
Finansiell gjeld	2566	2706	2845	1103	1124
Egenkapital og gjeld	4127	4337	4834	5333	5839

Tabell 5-16 Omgruppert egenkapital og gjeld

5.4.2.3 Fra total kapital til sysselsatt kapital

Sysselsatt kapital er den kapitalen som er innskutt og dermed sysselsatt av eiere og av finansielle långivere. Grunnen til at man ønsker å gå fra total kapitalen er at driftsrelatert gjeld ikke er sysselsatt kapital som aktivt ble plassert gjennom kapitalmarkedene. Driftsrelatert gjeld oppstår som en naturlig del av driften. Total kapital mister da sin innhold som investert kapital.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3060	3135	3222	3320	3377	3468
Driftsrelatert arbeidskapital	255	286	470	525	722	935
=Netto driftseiendeler	3315	3420	3692	3845	4099	4403
Finansielle eiendeler	118	134	62	174	222	87
=Sysselsatte eiendeler	3432	3554	3754	4019	4321	4490
EK	905	988	1048	1173	3219	3366
Finansiell gjeld	2528	2566	2706	2845	1103	1124
=Sysselsatt kapital	3433	3554	3754	4019	4321	4490

Tabell 5-17 Sysselsatt kapital

5.4.2.4 Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Netto driftskapital er den kapitalen som er investert i drift og ikke i finansielle eiendeler. Finansielle eiendeler er i prinsippet eiendeler som virksomheten har utover det som er nødvendig for driften. Finansielle eiendeler er derfor likvide midler som kan benyttes for å raskt nedbetale den finansielle gjelden. Derfor fokuserer man på netto finansielle gjeld, altså gjelden fratrukket eiendelene. Netto finansiell gjeld representerer sammen med egenkapital og eventuelle minoritetsinteresser, netto driftskapital.

	2011	2012	2013	2014	2015
Finansiell gjeld	2566	2706	2845	1103	1124
Finansielle eiendeler	134	62	174	222	87
Netto finansiell gjeld	2432	2644	2672	880	1037

Tabell 5-18 Netto finansiell gjeld

5.5 Analyse og justering av målefeil

I regnskapsanalysen ønsker vi å måle virkelige økonomiske forhold. Det kan imidlertid finnes målefeil i regnskapet til et selskap, altså forskjeller på rapportert og virkelig verdi. Det finnes tre typer målefeil som Knivsflå beskriver i sitt rammeverk, og disse vil gjennomgås i dette kapitlet.

Generelt sett kan målefeil finnes i nettoresultat til egenkapital, i selve egenkapitalen og i egenkapitalrentabilitet. Ved å fokusere på målefeil i rentabiliteten håndteres målefeil i resultatet og kapitalen samtidig. Målefeil i egenkapitalrentabilitet er forskjellen på fullstendig og virkelig egenkapitalrentabilitet, og er et relativt mål på den samlede målefeilen i resultat og balanse. Det finnes tre typer målefeil i rentabiliteten som det kan være aktuelt å justere for.

Målefeil av type 1 fremkommer som forskjellen mellom egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkravet. Denne målefeilen er analytisk interessant siden den gir uttrykk for strategisk fordel. Målefeil av type 2 er «feilmåling» grunnet regnskapsregler, spesielt når det gjelder regler for balanseføring og periodisering. Målefeil av type 3 oppstår på grunn av kreativ regnskapsføring, altså at selskapet rapporterer feil med vilje.

Målet med justeringen for målefeil er at det justerte og omgrupperte regnskapet skal gi et bedre bilde av underliggende økonomiske forhold enn det omgrupperte regnskapet. Det finnes imidlertid kritikere av justeringen som mener at man som en ekstern analytiker har dårligere informasjon enn virksomheten, og at justeringen vil tilføre enda mer støy i tallmaterialet. Dette er grunnet at målefeil av type 1 er uansett ikke et problem da den gir uttrykk for strategisk fordel, mens målefeil av type 2 er kraftig redusert gjennom mengder av særperiodiseringer som visker hverandre ut. Tilhengere av justeringen mener at målefeil av type 2 og 3 kan potensielt skape store problemer.

Dersom man bestemmer seg for å justere for målefeil, ser man først og fremst på manglende balanseføring. Det er ønskelig å få inn manglende investert kapital i balanse. Eksempler på manglende kapital er FoU-kapital, merkevarekapital og leiekapital (leasing).

Regnskapsregler i mange land tillater ikke balanseføring av FoU investeringer da framtidige inntekter knyttet til dem er veldig usikre (Palepu, Healy, & Peek, 2013). Utelatelse av FoU fra immaterielle eiendeler påvirker virksomheten avkastning på investert kapital. Samtidig gjør kostnadsføringen det vanskelig å vurdere den virkelige lønnsomheten. Undersøkelser har vist at investorer ser på FoU som en investering og en eiendel, og ikke en kostnad. For å justere dette må man balanseføre investeringen og avskrive den over levetiden. Samtidig må man

redusere kostnaden som har tidligere blitt regnskapsført. Dette, sammen med endringen i avskrivningene vil endre skattekostnaden.

Reklame og markedsføring kan ses på som egenutviklet goodwill, og kan ikke balanseføres etter IFRS. Investeringer i reklame og markedsføring kan imidlertid ha langsiktige effekter og bør derfor sees på som langsiktige investeringer. Eksempelvis kan XXLs reklame feste seg ved kundenes hukommelse og føre til at de velger å handle der i stedet for hos konkurrentene i lang tid etter at reklamen har blitt vist. Det er imidlertid vanskelig å estimere hvor lenge denne effekten vil vare. Man kan derfor fordele reklame- og markedsføringskostnadene etter skjønn. En del av kostnadene bør da kostnadsføres, mens en annen del bør balanseføres og avskrives over levetiden.

Leieutgifter, eller leasing, skal ifølge IFRS balanseføres hvis leasingen er finansiell og kostnadsføres hvis den er operasjonell. Kostnadsføringen av de operasjonelle leieutgiftene fører til at driftskapitalen blir undervurdert. Det er derfor ønskelig å balanseføre disse kostnadene. Her må leierett og leiekraft beregnes på bakgrunn av den kostnadsførte operasjonelle leasingen og en kapitaliseringsfaktor. Videre må man finne lengden på leiekontraktene. Leiekostnadene blir så delt i en avskrivnings- og en rentedel.

De tre overnevnte målefeilene bør det tas hensyn til i regnskapene til XXL. Det er imidlertid vanskelig å gjennomføre en meningsfull analyse grunnet dårlig informasjonsgrunnlag om de tre første årene i vår analyseperiode (2011-2013). Vi mener derfor at ved å justere for kun de to siste årene vil øke støyen i vårt tallmateriale. Det er i tillegg vanskelig å justere for målefeil i regnskapene til de sammenlignbare bedriftene til XXL. Dette er blant annet grunnet at konkurrentene til XXL ikke er børsnotert. Vi velger derfor å ikke justere for målefeil av type 2 i regnskapene. Når det gjelder målefeil av type 3, er det ingen forhold som tilsier at XXL eller de selskapene vi ønsker å sammenligne XXL med, driver med kreativ regnskapsføring. Dette hadde i så fall blitt oppdaget og rettet av selskapenes revisorer. Totalt sett vil vi altså ikke justere for målefeil hverken i XXLs eller konkurrentenes regnskap.

5.6 Rammeverket for forholdstallanalyse

Forholdstallanalysen baserer seg på de omgrupperte regnskapstallene til XXL. Analysen består av to deler, analyse av risiko og analyse av rentabilitet. Analyse av risiko består av analyse av likviditet, altså kortsiktig kredittrisiko og analyse av soliditet, altså langsiktig kredittrisiko. Kredittrisikoen blir oppsummert gjennom en syntetisk rating, der XXL får en karakter basert på underliggende selskapsspesifikk risiko. Rentabilitetsanalysen vil undersøke om

avkastningen på investert kapital i XXL er større enn avkastningskravet. Disse analysene vil i neste omgang brukes når vi skal utarbeide fremtidsregnskapet til XXL.

I vår analyse kommer vi til å beregne et tidsvektet gjennomsnitt av forholdstallene. Siden XXL har endret seg de siste årene, har blitt børsnotert og utvidet virksomheten til andre land, bør det legges mer vekt på forholdstallene de siste årene. Tidsvektingen blir derfor følgende:

År	Prosentvis vekting
2011	10 %
2012	15 %
2013	20 %
2014	25 %
2015	30 %
Sum	100 %

Tabell 5-19 Vekting

6 Analyse av risiko

I denne delen av oppgaven kommer vi til å fokusere på kredittrisiko. Ved hjelp av likviditetsanalyse vil vi kartlegge kortsiktig kredittrisiko, altså om virksomheten har likvide midler til å dekke kravene som forfaller til betaling. Videre vil vi ved hjelp av soliditetsanalyse fokusere på langsiktig kredittrisiko, altså om virksomheten er finansiert slik at den kan stå imot en relativt lang periode med tap. Kredittrisikoen blir oppsummert gjennom en syntetisk rating, hvor XXL får en karakter basert på underliggende selskapsspesifikk risiko. Ratingen skal brukes videre i kapittel 7 for å finne avkastningskravet til XXL.

Totalrisikoen til en investering eller en portefølje av investeringer kan deles i to, systematisk og usystematisk risiko. En investor kan redusere totalrisiko ved å spre investeringer på flere investeringsobjekt. Totalrisikoen reduseres da ved at usystematisk risiko diversifiseres bort, mens systematisk risiko forblir uendret. Systematisk risiko, også kalt markedsrisiko, er den delen som kan tilskrives til risikokilder i hele markedet og som ikke kan diversifiseres bort (Bodie, Kane, & Marcus, 2014). For en diversifisert investor er det kun systematisk risiko som er relevant. Usystematisk risiko blir imidlertid relevant ved markedssvikt, for eksempel ved at markeder ikke er effisiente.

For en kreditor er det kredittrisiko som er relevant, da dette er en risiko for at lånet eller rentebetalinger blir helt eller delvis misligholdte. For långivere kan ikke kredittrisiko diversifiseres bort siden de ikke har en potensiell oppside. Kredittrisikoen er dermed systematisk. Gjennom analysen i dette kapittelet kommer vi til å vurdere XXLs kredittrisiko.

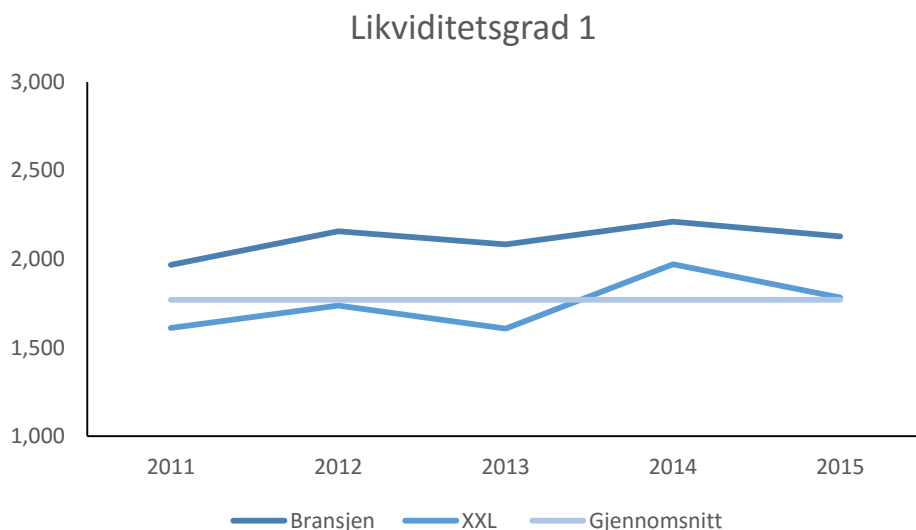
6.1 Likviditetsanalyse

I denne delen av analysen skal det vurderes om XXL har nok likvide midler til å dekke krav etter hvert som de forfaller til betaling, altså om det er sannsynlig at XXL kommer i en likviditetsskvis på kort sikt med fare for konkurs.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er et mål som beskriver selskapets evne til å betale kortsiktig gjeld med omløpsmidler og finnes på formel

$$LG 1 = \frac{OM}{KG} = \frac{DOM + FOM}{KDG + KFG}$$



Figur 6-1 Likviditetsgrad 1

	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Bransjen	1,967	2,158	2,084	2,211	2,129	2,129
XXL	1,611	1,737	1,609	1,971	1,782	1,771

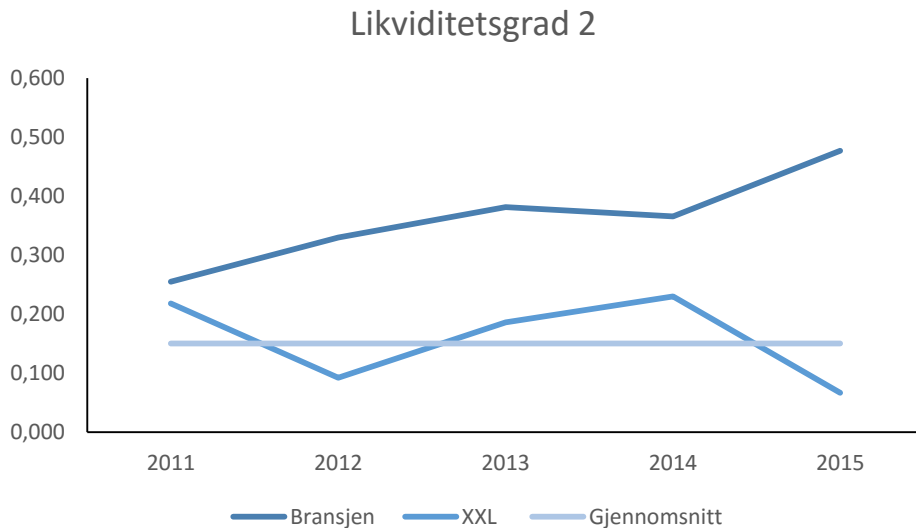
Tabell 6-1 Likviditetsgrad 1

Tommelfingerregelen når det kommer til likviditetsgrad 1 er at den bør være 2 eller høyere. Over hele analyseperioden ligger XXL under dette kravet, og har et tidsvektet gjennomsnitt på 1,771. Den beste målestokken for likviditet er som oftest bransjegjennomsnittet da hva som er en nødvendig likviditetsreserve kan variere mellom bransjene. Bransjen generelt, ligger høyere enn XXL og har en likviditetsgrad 1 på over 2. Det indikerer at XXL har en dårligere evne til å dekke sine kortsiktige forpliktelser enn bransjen. Den lave likviditetsgraden i 2013 skyldes den relativt høye finansielle kortsiktige gjelden, som senere sank betraktelig. Trenden for XXL er positiv, og i de to siste årene har likviditetsgraden blitt forbedret og nærmet seg bransjegjennomsnittet. Nedgangen i 2015 skyldes reduksjonen i kontantbeholdningen. Siden likviditetsgraden 1 er over 1 er det likevel verdt å merke seg at XXL oppnår en dekning av sine kortsiktige forpliktelser ved de tilgjengelige omløpsmidlene.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 beskriver også selskapets evne til å betale kortsiktig gjeld, men fokuserer på de mest likvide omløpsmidlene, altså finansielle omløpsmidler.

$$LG\ 1 = \frac{FOM}{KG} = \frac{FOM}{KDG + KFG}$$



Figur 6-2 Likviditetsgrad 2

	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Bransjen	0,255	0,330	0,381	0,366	0,476	0,386
XXL	0,218	0,092	0,186	0,230	0,067	0,151

Tabell 6-2 Likviditetsgrad 2

Tommelfingerregelen for likviditetsgrad 2 er at den skal være over 1. Hverken bransjen eller XXL overholder dette kravet. Hvis man sammenligner XXL med bransjen, ligger XXL godt under bransjegjennomsnittet i alle år. Likviditetsgrad 2 er spesielt lav for XXL i 2012 og i 2015. Dette skyldes den lave kontantbeholdningen i disse årene. Mens kontantbeholdningen og den kortsiktige finansielle gjelden har vært noe ustabile, har den kortsiktige driftsrelaterte gjelden vokst over hele analyseperioden. Dette gir en generelt lav likviditetsgrad 2, som er i tillegg noe ustabil. Utviklingen har gått i motsatt retning for bransjen som har fått bedre likviditetsgrad. Dette indikerer at XXL har forverret sin posisjon i forhold til bransjen.

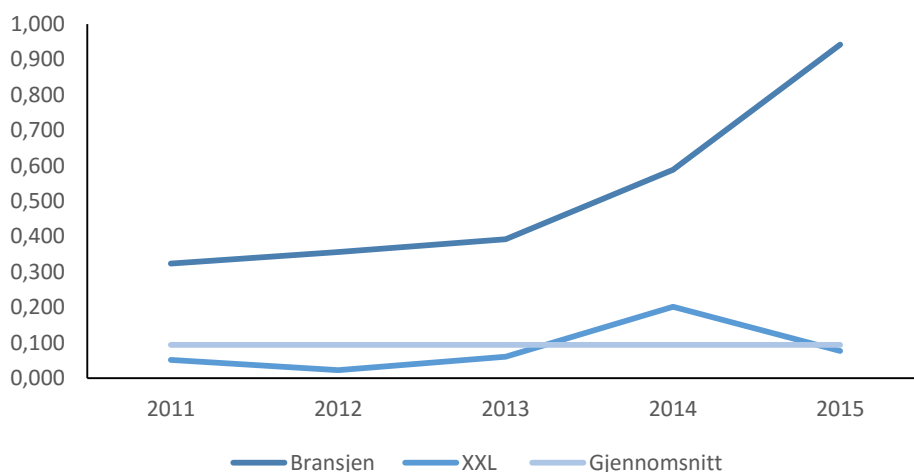
6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Gjeldsdekningen handler om virksomhetens evne til å dekke sine løpende gjeldsforpliktelser.

$$Gjeldsdekningsgrad = \frac{FE}{FG} = \left(\frac{FOM}{KFG} * \frac{KFG}{FG} \right) + \left(\frac{FAM}{LFG} * \frac{LFG}{FG} \right)$$

Dersom finansiell gjeldsdekningsgrad er større enn 1, innebærer dette at virksomheten har nok finansielle eiendeler til å dekke finansiell gjeld. Mindre finansielle eiendeler gir større fare for likviditetskrise (Knivsflå, 2016h)

Finansiell gjeldsdekningsgrad



Figur 6-3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Bransjen	0,324	0,356	0,393	0,588	0,941	0,594
XXL	0,052	0,023	0,061	0,202	0,077	0,095

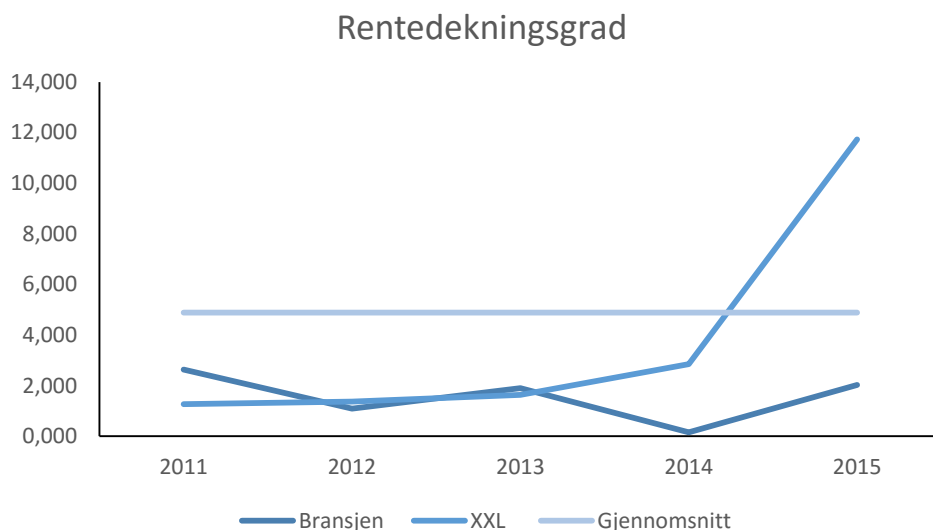
Tabell 6- 3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Gjeldsdekningsgraden er lavere enn 1 både for bransjen og XXL i hele analyseperiode. Selskapene har altså netto finansiell gjeld. Bransjens gjeldsdekningsgrad har imidlertid bedret seg over tid og nærmet seg 1 i 2015. Dette innebærer at XXLs posisjon er dårligere i forhold til bransjen siden forholdstallet er lavere for hele perioden og har blitt redusert i 2015, noe som skyldes den lave kontantbeholdningen. Det er imidlertid den høye langsiktige gjelden som bidrar til at gjeldsdekningsgraden er lav. Ser man kun på kortsiktig gjeld og finansielle omløpsmidler, har XXL en mye høyere gjeldsdekningsgrad. Når det kommer til kortsiktige finansielle forpliktelser har altså XXL en umiddelbar mulighet til å innfri dem.

6.1.4 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad vurderer dekning av netto finanskostnad ved hjelp av nettoresultat til sysselsatt kapital. Vi bruker de normaliserte tallene siden de passer bedre for konkursprediksjon.

$$rdg = \frac{RSK}{NFK} = \frac{NDR + NFI}{NFK}$$



Figur 6-4 Rentedeckningsgrad

	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Bransjen	2,635	1,099	1,900	0,163	2,026	1,457
XXL	1,277	1,373	1,643	2,851	11,726	4,893

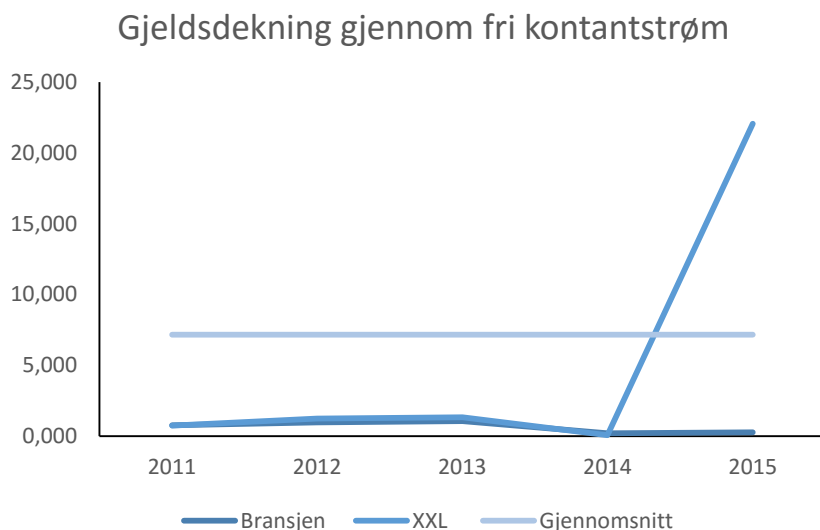
Tabell 6-4 Rentedeckningsgrad

XXL har en rentedeckningsgrad over 1 i hele analyseperiode og har dermed et resultat som er tilstrekkelig for å dekke rentene. De lave finanskostnadene i 2015 i forhold til resten av analyseperioden resulterte i en høy rentedeckningsgrad. Bransjen har en tilsvarende høy rentedeckningsgrad i hele perioden utenom 2014. Etter at konserngjelden til XXL ble nedbetalt i forbindelse med børsnoteringen har rentedeckningsgraden bedret seg betydelig. Bransjen har imidlertid vist et dårlig resultat i 2014, noe som førte til en lav rentedeckningsgrad. Dette forholdstallet bedrer seg imidlertid i 2015. Det er likevel viktig å merke seg at en stor del av bransjeregnskapet er trailt for 2015 basert på veksten mellom 2013 og 2014 og kan i virkeligheten vise seg å være annerledes.

6.1.5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

Gjeldsdekningen kan også analyseres ved hjelp av fri kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler til finansielle långivere.

$$\text{Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm} = \frac{FKS}{FKFG} = \frac{FKD+FKFE}{NFK+AVD}, \text{ der } AVD = \Delta FG$$



Figur 6-5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Bransjen	0,783	0,975	1,068	0,223	0,282	0,578
XXL	0,753	1,246	1,352	0,089	22,043	7,168

Tabell 6-5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm er et meningsfylt forholdstall kun dersom virksomhetene netto betaler ned på gjelden. Bransjen og XXL har imidlertid tatt opp mer gjeld i alle årene i analyseperioden utenom 2014. I 2014 er gjeldsdekningsraden veldig lav, men vi kan ikke si noe mer meningsfylt om dette forholdstallet siden vi ikke kan se utviklingen over tid.

6.1.6 Kontantstrømanalyse

Kontantstrøm	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsresultat	208	233	292	410	461
+Unormal netto driftsresultat	-2	-1	-8	-22	-12
-Økning i netto driftseiendeler	106	272	153	254	304
=Fri kontantstrøm fra drift	101	-39	132	134	145
+Netto finansinntekter	1	5	3	7	1
+Unormale netto finansinntekter	8	4	32	76	116
-Økning i finansielle eiendeler	15	-72	112	49	-135
=Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	95	42	54	168	397
-Netto finanskostnad	164	173	179	146	39
-Unormale netto finanskostnader	17	9	15	72	99
+Økning i finansiell gjeld	38	140	139	-1743	21
-Netto minoritetsinteresser	0	0	0	0	0
+Økning i minoritetsinteresser	0	0	0	0	0
=Fri kontantstrøm til egenkapital	-48	0	0	-1793	280

Tabell 6-6 Kontantstrømanalyse XXL

Fra oppstillingen av kontantstrømmen til XXL ser vi at selskapet skaper likviditet gjennom driften i hele analyseperioden, utenom 2012. I 2012 investerte selskapet mer i driftseiendeler enn det de har dekket gjennom driften. Kontantstrøm til sysselsatt kapital er imidlertid positiv i hele analyseperiode. Videre tar XXL opp gjeld hvert år utenom 2014. Da nedbetales konserngjelden i forbindelse med børsnoteringen. Kontantstrømmen til egenkapital er negativ i 2011 og 2014, og blir så positiv etter børsnoteringen, altså i 2015. Samme året betales det utbytte.

Kontantstrøm	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsresultat	590	258	458	-12	177
+Unormal netto driftsresultat	-702	-280	-658	453	5280
-Økning i netto driftseiendeler	782	24	-511	254	3982
=Fri kontantstrøm fra drift	-894	-47	311	188	1474
+Netto finansinntekter	77	42	37	47	89
+Unormale netto finansinntekter	8	4	32	76	116
-Økning i finansielle eiendeler	-912	314	182	-185	1836
=Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	102	-314	199	495	-156
-Netto finanskostnad	253	273	261	214	131
-Unormale netto finanskostnader	20	9	13	68	118
+Økning i finansiell gjeld	123	595	75	-2006	686
-Netto minoritetsinteresser	0	0	0	0	0
+Økning i minoritetsinteresser	0	0	0	0	0
=Fri kontantstrøm til egenkapital	-48	0	0	-1793	280

Tabell 6-7 Kontantstrømanalyse bransjen

Bransjen som helhet skaper kontanter gjennom driften fra og med 2013. Gjelden i bransjen øker for hvert år utenom 2014. Her er det XXLs nedbetaling av gjelden som spiller en stor rolle.

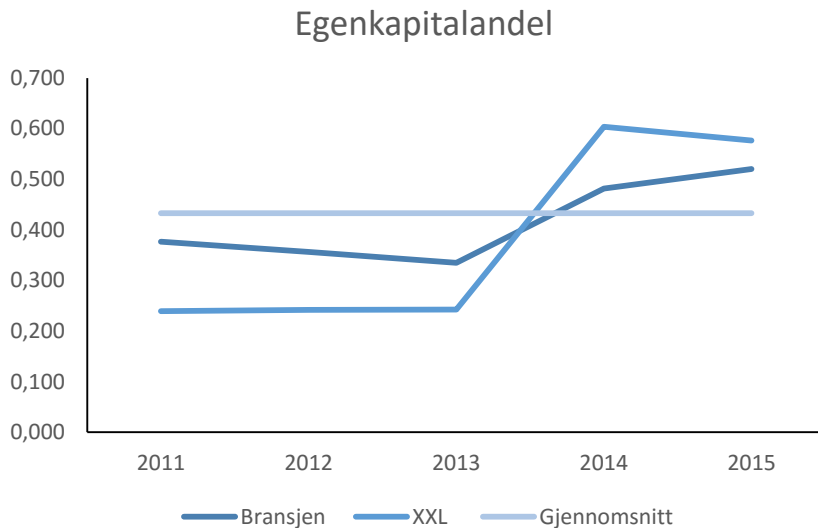
6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse

Målet med soliditetsanalysen er å kartlegge om virksomheten har økonomiske ressurser til å stå mot fremtidige tap. Soliditetsrisikoen er da faren for at virksomheten ikke har finansiering til å stå imot en lengre periode med tap. Eventuelle tap føres mot egenkapitalen, og denne bør derfor være høyest mulig for at selskapet skal overleve over tid.

6.2.1 Egenkapitalandel

Siden soliditetsanalysen fokuserer på egenkapital, er egenkapitalandel et viktig nøkkeltall. Desto mer egenkapital en virksomhet har, desto mer skjermet er långiverne for tap.

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



Figur 6-6 Egenkapitalandel

	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Bransjen	0,377	0,357	0,335	0,481	0,520	0,434
XXL	0,239	0,242	0,243	0,604	0,576	0,433

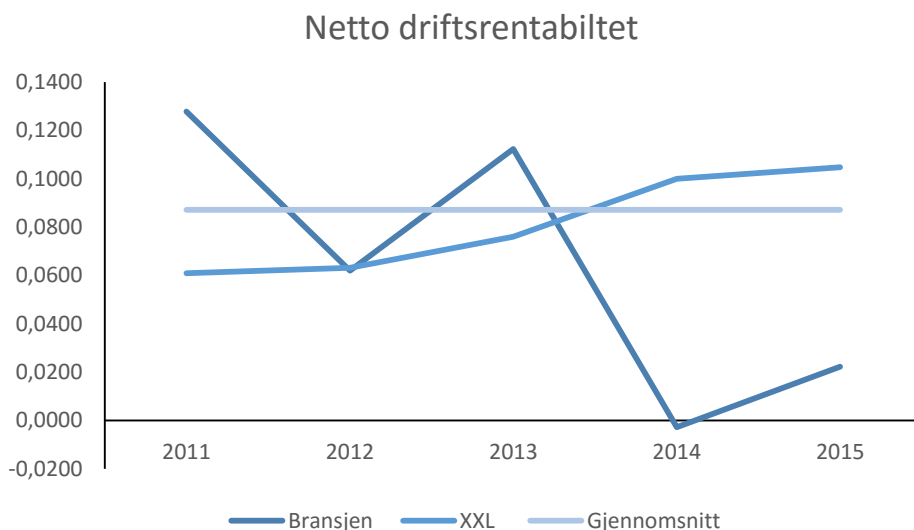
Tabell 6-8 Egenkapitalandel

I gjennomsnitt har XXL og bransjen hatt en tilnærmet lik egenkapitalandel på rundt 43 %. Før 2014 lå egenkapitalandelen til XXL under bransjegjennomsnittet. XXL har imidlertid økt sin egenkapital ved børsnoteringen, samtidig som konserngjelden ble nedbetalt. Fra og med 2014 har XXL hatt en høyere egenkapitalandel enn bransjen. I 2015 ble egenkapitalandelen til XXL noe redusert, mens denne andelen økte for bransjen generelt. Dette kan imidlertid ha en sammenheng med at balansen til noen av de sammenlignbare selskapene er traillet.

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Dersom en virksomhet har en god rentabilitet, er det mindre sannsynlighet for at egenkapitalen blir redusert som følge av tap. Driftsrentabilitet er derfor også et mål på soliditet.

$$ndr = \frac{NDR}{NDE}$$



Figur 6-7 Netto driftsrentabilitet

	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Bransjen	0,128	0,062	0,112	-0,003	0,022	0,050
XXL	0,061	0,063	0,076	0,100	0,105	0,087

Tabell 6-9 Netto driftsrentabilitet

I starten av vår analyseperiode har bransjen vært mer lønnsom enn XXL, men trenden snudde i 2014. Da viste bransjen en negativ nettodriftsresultat. Rentabiliteten til XXL har vokst over tid grunnet stadig høyere nettodriftsresultat.

6.2.3 Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen kan presenteres ved hjelp av en statisk finansieringsanalyse som gir uttrykk for hvordan virksomheten er finansiert på et gitt tidspunkt. Finansieringen er presentert fra den minst risikable, egenkapital, til den mest risikable, kortsiktig finansiell gjeld. Jo flere eiendeler som er finansiert med de minst risikable formene for finansiering, desto mer solid er virksomheten (Knivsflå, 2016h).

Analysen er basert på balansen for 2015, altså balansen i 2015 for XXL og den delvis trailede balansen for 2015 for bransjen.

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	3366	0	61	102	0	0	3529
FAM	0	0	0	0	0	0	0
DOM	0	0	0	1014	1209	0	2223
FOM	0	0	0	0	81	8	87
TK	3366	0	61	1116	1288	8	5839

Tabell 6-10 Statisk finansieringsanalyse 1 for XXL

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	0,954	0,000	0,017	0,029	0,000	0,000	0,604
FAM	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
DOM	0,000	0,000	0,000	0,456	0,544	0,000	0,381
FOM	0,000	0,000	0,000	0,000	0,931	0,092	0,015
TK	0,576	0,000	0,010	0,191	0,221	0,001	1,000

Tabell 6-11 Statisk finansieringsanalyse 2 for XXL

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	9184	0	0	0	0	0	9184
FAM	655	0	0	0	0	0	655
DOM	2838	0	1582	3294	3578	0	11292
FOM	0	0	0	0	2396	860	3256
TK	12676	0	1582	3294	5974	860	24386

Tabell 6-12 Statisk finansieringsanalyse 1 for bransjen

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	1,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,377
FAM	1,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,027
DOM	0,251	0,000	0,140	0,292	0,317	0,000	0,463
FOM	0,000	0,000	0,000	0,000	0,736	0,264	0,134
TK	0,520	0,000	0,065	0,135	0,245	0,035	1,000

Tabell 6-13 Statisk finansieringsanalyse 2 for bransjen

Alle anleggsmidlene til XXL er finansiert langsiktig, både med egenkapital og gjeld. Bransjen har finansiert en større andel av eiendelene med egenkapital, men bruker på den andre side risikabel kortsiktig finansiell gjeld for å finansiere finansielle omløpsmidler. Tilsvarende omløpsmidler er hovedsakelig finansiert med kortsiktig driftsrelatert gjeld i XXL. Finansieringsstrukturen til XXL indikerer at selskapet er solid og har en lav sannsynlighet for likviditetsproblemer. Bransjen har, som nevnt, finansiert en større andel av eiendelene med egenkapital, men ellers er strukturen relativt lik. Både XXL og bransjen anses derfor til å ha en solid og stabil finansiering.

6.3 Oppsummering - syntetisk rating

De gjennomførte analysene av likviditeten og soliditeten til XXL og bransjen gir oss innsikt til å vurdere kredittrisikoen til selskapet. På bakgrunn av analysene kan vi komme fram til en rating som så skal brukes for å beregne avkastningskravet til XXL.

Hverken XXL eller de andre selskapene i bransjen har blitt vurdert av de store ratingselskapene som S&P eller Moody's. For å komme fram til ratingen og tilhørende sannsynlighet for konkurs (kredittrisiko) for XXL må vi derfor finne syntetisk rating. Denne prosessen går ut på at man

prøver å klassifisere virksomheten i rett risikoklasse på bakgrunn av forholdstallanalyse, spesielt likviditets- og soliditetsanalyse. Vi kommer til å fokusere på fire forholdstall, likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalandel i forhold til total kapital og netto driftsrentabilitet.

Ratingen presenteres i bokstavform fra AAA til D, hvor selskapene med rating fra AAA til BBB kalles for «investment grade», fra BB til CC kalles for «speculative» og C og D er «in default». Vi bruker Knivsflås tabell som gir en sammenheng mellom de overnevnte forholdstallene og ratingen.

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	EK-prosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,6	16,9	0,94	0,35
	8,9	11,6	0,895	0,308
AA	6,2	6,3	0,85	0,266
	4,6	4,825	0,755	0,216
A	3	3,5	0,66	0,166
	2,35	2,755	0,55	0,131
BBB	1,7	2,16	0,44	0,096
	1,45	1,69	0,38	0,082
BB	1,2	1,22	0,32	0,068
	1,05	1,06	0,27	0,054
B	0,9	0,9	0,22	0,04
	0,75	0,485	0,175	0,026
CCC	0,6	0,07	0,13	0,012
	0,55	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,5	-0,76	0,08	-0,016
	0,45	-1,17	0,03	-0,03
C	0,4	-1,58	-0,02	-0,044
	0,35	-1,995	-0,1	-0,058
D	0,3	-2,41	-0,18	-0,072

Tabell 6-14 Syntetisk rating

Basert på tabellen og på de beregnede forholdstallene kommer vi fram til følgende rating:

XXL	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1	1,611	1,737	1,609	1,971	1,782	1,771
	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	1,277	1,373	1,643	2,851	11,726	4,893
	BB	BB	BB	BBB	AA	A-
Egenkapitalandel	0,239	0,242	0,243	0,604	0,576	0,433
	B	B	B	A	A	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,061	0,063	0,076	0,100	0,105	0,087
	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB
Oppsummert rating	BB	BB	BB	BBB+	A-	BBB

Tabell 6-15 Syntetisk rating XXL

I 2015 får XXL en rating A-. Som det ble kommentert tidligere, har XXLs likviditets- og soliditetsposisjon bedret seg siden 2011, noe som innebærer høyere rating. Sannsynlighet for konkurs er 0,08 %, noe som er svært lavt.

Bransjen	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	BBB	BB	BBB	CCC	BB	BB+
Egenkapitalandel	BB	BB	BB	BBB	BBB	BB+
Netto driftsrentabilitet	BBB	BB	BBB	CC	B	BB
Oppsummert rating	BBB-	BB+	BBB-	B	BB+	BB+

Tabell 6-16 Syntetisk rating bransjen

Bransjen har hatt en høyere rating enn XXL før 2014, men i de to siste årene har XXL vist bedre resultat og har hatt bedre likviditet og soliditet enn bransjen generelt. Dette stemmer overens med resultatene fra den strategiske analysen, hvor vi konkluderte med at XXL har konkurransefortrinn overfor bransjen. Siden det er de to siste årene som har størst prediksjonsverdi grunnet børsnoteringen i 2014, får de mer vekt enn de tre første årene. Den gjennomsnittlige ratingen for perioden er derfor høyere for XXL (BBB) enn for bransjen generelt som får en rating BB.

7 Historisk avkastningskrav

7.1 Teori om avkastningskrav

I tråd med DCF-metoden estimeres det fremtidige kontantstrømmer til et selskap, som så neddiskonteres med et avkastningskrav for å finne verdien til selskapet.

I verdsettelsen vil vi trenge et avkastningskrav for å diskontere forventede fremtidige kontantstrømmer, slik at vi vil kunne finne nåverdien. Selskaper henter kapital fra investorer og långivere, som bidrar med ulike typer kapital og som har ulike avkastningskrav. For å kunne finne avkastningskravet til XXL brukes det WACC (weighted average cost of capital). I denne modellen finner man selskapets finansieringskostnad som et vektet gjennomsnitt av egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden. (Kaldestad & Møller, 2011). Modellen forutsetter en konstant gjeldsandel. Avkastningskravet fra aksjonærer representerer egenkapitalkostnaden. Investorer krever en avkastning tilsvarende risikofri rente og en risikopremie. Risikopremien investorer krever, reflekterer belønningen for den ekstra risikoen investor tar på seg ved å investere i selskapet istedenfor å sette pengene i en risikofri investering. Avkastningskravet fra långivere representerer gjeldskostnaden. I likhet med avkastningskravet fra investorer tilsvaret det risikofri rente pluss en risikopremie. Risikopremien for långivere tilsvaret imidlertid risikoen for at selskapet går konkurs. (Kaldestad & Møller, 2011)

7.2 Egenkapitalkrav

Det eksisterer ulike modeller som kan benyttes for å beregne kravet til egenkapital. Tre kjente modeller er kapitalverdimodellen, Fama-French tre-faktor modellen og arbitrasje prisingsteori modellen. Det som skiller disse tre modellene fra hverandre er hvordan de definerer risiko. I denne verdsettelsen benytter vi oss av kapitalverdimodellen for å beregne egenkapitalkravet. CAPM er den eldste og mest brukte modellen i investeringsverdenen (Damodaran, 2016). Det kan sies at kapitalverdimodellen forenkler den virkelige situasjonen, da ikke alle forutsetningene som modellen bygger på (blant annet om rasjonelle investorer som holder en optimal portefølje og som kan låne og låne ut til samme rente) alltid holder. Tross kritikk modellen har fått, anses kapitalverdimodellen som den beste modellen å bruke for å estimere kostnaden til egenkapital når man bruker weighted average cost of capital metoden i en verdsettelse (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010).

Kapitalverdimodellen definerer risiko som aksjens sensitivitet til aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2011). Kapitalverdimodellen sier at forventet avkastning på et aktivum tilsvarer risikofrirente, pluss aktivumets beta multiplisert med markedets risikopremie.

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

der

$E(R_i)$ = Forventet avkastning til et aktivum i

r_f = Risikofrirente

β_i = Verdipapirets sensitivitet til markedet

$E(R_m)$ = Forventet avkastning for markedet

(Kaldestad & Møller, 2011)

Markedspremie tilsvarer differansen mellom forventet avkastning for markedet og risikofri rente. I kapitalverdimodellen er risikofri rente og markedspremien felles for alle selskaper, det er bare betaen som er ulik på tvers av selskaper. Beta representerer en aksjes inkrementelle risiko til en diversifisert investor, hvor risiko er definert som den graden aksjen samvarierer med aksjemarkedet (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010).

Kapitalverdimodellen forutsetter at det ikke finnes transaksjonskostnader, at alle eiendeler kan handles fritt og investeringer kan deles i det uendelige. Modellen forutsetter også at alle har tilgang til den samme informasjonen og at investorene derfor ikke kan finne over- eller underprisede eiendeler i markedet. Med disse forutsetningene kan investorene spre risiko uten ekstra kostnader, slik at alle vil holde en perfekt diversifisert portefølje. Den usystematiske, eller den selskappsspesifikke, risikoen vil da være diversifisert bort. Det betyr at det kun er den systematiske risikoen som investorene får betalt for å bære (Damodaran, 2012). En annen viktig forutsetning for at kapitalverdimodellen, er at avkastningskravet skal tilsvare den forventede avkastningen.

7.2.1 Risikofri rente

Første komponent i utregning av avkastningskravet er risikofri rente. Den reflekterer alternativet uten risiko som en investor vil ha tilgang til til enhver tid. Valg av risikofri rente er direkte avgjørende for nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. Analytikere bruker både lange og korte rentepapirer som estimerer på risikofri rente. Renten på lange rentepapirer vil være

høyere enn på korte rentepapirer. Fordelen med kortsiktige rentepapirer er at de anses nærmere risikofri enn langsiktige, da det er mindre usikkerhet på kort sikt. Differansen mellom forventede korte renter og den faktiske korte renten er lavere enn mellom forventet lange renter og faktiske lange renter. (Kaldestad & Møller, 2011)

Siden det er mindre usikkerhet knyttet til kortsiktige rentepapirer, velger vi i denne oppgaven å benytte oss av 3 måneders Nibor-rente som grunnlag for risikofri rente. Nibor står for Norwegian Interbank Offered Rate, og «er en samlebetegnelse på norske pengemarkedsrenter med ulike løpetider, som skal gjenspeile rentenivået som långiver krever for et usikret utlån i norske kroner med levering om to dager, «spot»». (Finans Norge, 2016)

Nibor-renten inneholder en kredittrisikopremie som må trekkes ut for å komme fram til en risikofri rente. Den syntetiske ratingen til XXL som ble beregnet i kapittel 6 gir en kredittrisikopremie før skatt på 0,006 i 2011-2013 og 0,005 i 2014-2015. Videre kommer vi til å benytte oss av en etter skatt rente, og vi må derfor justere for 28% skatt i 2011-2013 og 27% skatt i 2014-2015. Dette gir oss en gjennomsnittlig risikofri rente etter skatt på 0,9%, som vist i figuren under.

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet Gjennomsnitt
NIBOR 3M	0,027	0,022	0,018	0,018	0,015	0,019
- Kredittrisikopremie	0,006	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,021	0,016	0,013	0,013	0,01	0,013
- Skatt	0,006	0,004	0,004	0,003	0,003	0,004
= Risikofri rente etter skatt	0,015	0,012	0,009	0,009	0,007	0,009

Tabell 7-1 Risikofri rente etter skatt

(Knivsflå, 2016i)

7.2.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie, som er differansen mellom markedets forventede avkastningskrav og risikofri rente, er en av de mest diskuterte problemstillingene i finans (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). Den differansen representerer en kompensasjon for den risikoen investor påtar seg utover risikofri plassering. Oslo Børs (OSEBX) sin historiske avkastning vil bli brukt som mål på markedets avkastningskrav. Det eksisterer ikke en bestemt modell som er allment akseptert til å estimere markedets risikopremie. Metodene som brukes for å estimere markedets risikopremie kan kategoriseres i 3 grupper.

1. Beregne den fremtidige risikopremien ved å bruke historisk avkastning og sammenligne den med risikofri rente.

2. Gjennomføre spørreundersøkelse blant representative personer for et marked, for å få bruke deres syn som et estimat på avkastningen i aksjemarkedet fremover.
3. Bruke baklengs induksjon, hvor man finner hvilken markedspremie som tilsvarer dagens børsverdi.

Det er ulike fordeler og ulemper ved å bruke de ulike metodene. Både metode to og tre er fremtidsrettet, men er ikke like lett å gjennomføre i praksis. Vi kommer til å benytte oss av metode én, hvor vi ser på historisk avkastning. Historisk avkastning vil bli sammenlignet mot Nibor-renten. En utfordring med denne metoden er at den baserer seg på historiske tall og ikke nødvendigvis vil vise hva som vil være trenden i fremtiden. (Kaldestad & Møller, 2011)

Utregningen av gjennomsnittlig løpende risikopremie for perioden 2011-2015, er basert på Knivsflås data fra forelesninger i BUS440. I denne metoden kalkuleres årlig risikopremie for årene 2011-2015 i et kortsiktig og langsiktig perspektiv, hvor kortsiktig perspektiv vektes med 25% og langsiktig perspektiv vektes med 75%. Ved å følge denne metoden får vi en gjennomsnittlig løpende risikopremie lik 4,7%. Den løpende riskopremien i perioden 2011-2015 er mye mer stabil enn risikofri rente for samme periode.

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet Gjennomsnitt
Årlig risikopremie (Kortsiktig)	0,036	0,038	0,04	0,04	0,041	0,040
*Vekt	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,250
+Årlig risikopremie (Langsiktig)	0,049	0,049	0,049	0,05	0,05	0,050
*Vekt	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,750
Løpende risikopremie	0,046	0,046	0,047	0,047	0,048	0,047

Tabell 7-2 Løpende risikopremie

(Knivsflå, 2016i)

7.2.3 Beta

Siste faktor som er nødvendig for å regne ut egenkapitalkravet er betaen. Ifølge kapitalverdimodellen er en aksjes forventede avkastning drevet av beta som måler hvor mye en aksje og hele markedet beveger seg sammen. Beta representerer en aksjes marginale risiko til en diversifisert investor, der risiko defineres som graden en aksje samvarierer med det samlede aksjemarkedet. En høy beta betyr at en er i stor grad eksponert for markedsrisikoen (Kaldestad & Møller, Verdivurdering, 2011).

Betaverdier kan ikke observeres, og kommer derfor til å bli estimert (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). Matematisk blir betaen estimert ved å dele kovariansen mellom aksjen og aksjemarkedet på variansen til aksjemarkedet.

$$\text{Egenkapitalbeta} = \frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}}$$

Betaen kan estimeres ved å se på sammenlignbare selskaper eller ved en regresjonsanalyse. Vi kommer til å benytte oss av den sistnevnte metoden, hvor vi kommer til å vurdere utviklingen til XXL-aksjen opp mot en indeks. For å estimere betaen kommer vi til å gjennomføre en regresjonsanalyse på XXL. Regresjonsanalysen vil basere seg på markedsdata hentet fra Yahoo Finance. I likhet med utregning av markedsrisikopremie vil OSEBX bli lagt til grunn som marked. Siden XXL ikke har vært børsnotert lenge, vil det være for få observasjoner hvis vi skulle velge å estimere beta på bakgrunn av månedlig data. Siden hyppige observasjoner kan føre til systematiske skjevheter, har vi valgt å benytte oss av ukentlig data fremfor daglige observasjoner (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). Fra Yahoo Finance har vi hentet data på justerte ukentlige sluttpriser for XXL og OSEBX i perioden 03.10.2014-06.04.2016. Datasettet vi har utgjør bare en liten del av vår analyseperiode på 5 år. Det foreligger derfor usikkerhet knyttet til kredibiliteten til betaen som vi estimerer. Vi kommer derfor til å sammenligne den estimerte betaen med betaen til XXLs konkurrenter.

Siden XXL ikke har vært børsnotert lenge, har vi gjennomført tre regresjonsanalyser. Først estimerte vi betaen for hele perioden vi har med data. I tillegg delte vi datasettet i to like store deler og gjennomførte regresjonsanalyse for hver av periodene. Hensikten med dette er å se om betaen har vært stabil og om den er pålitelig. Resultatene av regresjonene vises i tabellen under.

	Hele perioden	1.perioden	2.perioden
Beta	0,38	0,08	0,58

Tabell 7-3 Beta

Vi ser at beta for første periode er 0,5 lavere enn i periode 2. Vi kan konkludere med at betaen ikke har holdt seg stabil. Siden den siste perioden representerer i større grad hvordan selskapet ser ut i dag, vektet den mer. Betaestimatet justeres derfor fra 0,38 til 0,5.

Den estimerte betaen skal normaliseres i retning av en betaverdi på 1, som er betaverdien til markedet. Dette gjøres ved å multiplisere den estimerte betaen med 2/3 og verdien 1 med 1/3. Dette gir da oss en betaverdi lik 0,67.

Betaen til XXL skal så sammenlignes med konkurrentenes beta. Gjeldsgraden påvirker egenkapitalbetaen, og kan variere selv om selskapene ellers er like. Det må derfor korrigeres for gjeldsgraden. Første steg er å identifisere egenkapitalbetaen til sammenlignbare selskaper. Når den er funnet, vil neste steg være å konvertere den til forretningsbeta. Dette er den betaen selskapet ville hatt, gitt 100% egenkapitalfinansiering.

$$\text{Forretningsbeta} = \text{Egenkapitalbeta} * \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Selskapets verdi}}$$

I siste trinn skal vi konvertere forretningsbetaen om til en ny egenkapitalbeta, denne gangen basert på gjeldsgraden til XXL.

$$\text{Justert Egenkapitalbeta} = \text{Forretningsbeta}_{\text{gjennomsnitt}} * \frac{\text{Selskapets verdi}}{\text{Egenkapital}}$$

(Kaldestad & Møller, 2011)

Som det ble diskutert tidligere, kan vi ikke bruke de samme selskapene som vi bruker som sammenligningsgrunnlag for lønnsomhet. Vi kommer derfor til å se på Clas Ohlson, Hennes & Mauritz, Foot Locker og Sports Direct. Vi henter ut ukentlige data 5 år tilbake i tid for selskapene og OSEBX, og gjennomfører regresjonsanalyser for å estimere beta for selskapene. Fra Bloomberg finner vi egenkapital og selskapenes verdi. Dette tillater oss å finne forretningsbetaen til hver av selskapene. Gjennomsnittet av forretningsbetaen til selskapene er 0,66, og ved å justere den med gjeldsgraden til XXL får vi et estimat på egenkapitalbeta på 0,71. Vi anser derfor den estimerte egenkapitalbetaen på 0,67 som rimelig, og vil benytte oss av dette estimatet for hele analyseperioden.

7.2.4 Krav til egenkapital

I beregningen av egenkapitalkravet kan flere risikopremier være aktuelle. Blant annet er det markedsrisikopremie som vi allerede har analysert. Andre relevante risikopremier er småselskaps- og likviditetspremie. Småselskapspremie innebærer risiko for at aksjen selges med rabatt. (Kaldestad & Møller, 2011). Denne premien er i større grad aktuell for små selskaper, og vil ikke bli inkludert i XXLs tilfelle. Likviditetspremie er knyttet til illikviditet, at en aksje har lav omsetning, noe som ikke anses som et problem i XXLs tilfelle. Egenkapitalkravet blir derfor ikke justert for disse premiene. Tabellen viser egenkapitalkravet til XXL:

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet Gjennomsnitt
Risikofri rente	0,015	0,012	0,009	0,009	0,007	
Risikopremie	0,046	0,046	0,047	0,047	0,048	
Beta	0,670	0,670	0,670	0,670	0,670	
Egenkapitalkrav	0,046	0,043	0,040	0,040	0,039	0,041

Tabell 7-4 Egenkapitalkrav

7.3 Krav til netto finansiell gjeld

7.3.1 Finansielt gjeldskrav

I utregningen av finansielt gjeldskrav legges det til grunn for markedets renter og ikke selskapets gjeldsrenter. Dette er grunnet at det er alternativkostnaden, som reflekteres i markedets renter, vi ønsker å analysere, og at eventuelle rentedifferanser utjevnes over tid (Kaldestad & Møller, 2011).

Det finansielle gjeldskravet skal beregnes på bakgrunn av risikofri rente etter skatt og et tillegg for kredittrisikopremie. Vi benytter den samme risikofrie renten som tidligere. I tillegg beregnes det en kredittrisikopremie basert på den syntetiske ratingen som ble funnet i forbindelse med likviditetsanalysen av XXL.

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet Gjennomsnitt
Syntetisk rating	BB	BB	BB	BBB+	A-	BBB
Risikofri rente	0,015	0,012	0,009	0,009	0,007	0,009
Kredittrisikopremie	0,031	0,031	0,031	0,013	0,011	0,021
Finansielt gjeldskrav	0,046	0,043	0,040	0,022	0,018	0,030

Tabell 7-5 Finansielt gjeldskrav

7.3.2 Finansielt eiendelskrav

Finansielle eiendeler består av kontanter, fordringer og investeringer. For å regne ut avkastningskravet for de finansielle eiendelene vil det være behov for å regne ut avkastningskravet for hver av disse gruppene. De kravene vi kommer frem til vil bli vektet ut i fra hvor stor andel gruppen utgjør av de totale finansielle eiendelene. Utregningen er uttrykt ved formelen under.

$$fek = r_f(1 - s) * \left(\frac{KON}{FE}\right) + (r_f * (1 - s) + krp) * \left(\frac{FOR}{FE}\right) + (r_f * (1 - s) + (\beta_{INV} * mrp) + ilp) * \left(\frac{INV}{FE}\right)$$

Vi benytter risikofri rente etter skatt for kontantkravet siden kontanter anses som risikofrie. I XXLs tilfelle finnes det ikke finansielle fordringer, og utregning av fordringskrav vil derfor ikke være aktuell. Når det kommer til investeringskravet forutsetter vi at investeringsbetaen til

de finansielle investeringene er 1 og likviditetspremien er 0. Dette baseres på en forutsetning om at XXLs aksjeinvesteringer følger markedet og er perfekt diversifiserte. Tabellen under viser utregning og at gjennomsnittlig finansielt eiendelskrav er 1%.

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet Gjennomsnitt
Kontantkrav	0,015	0,012	0,009	0,009	0,007	0,009
* Kontantvekt	0,958	0,916	0,977	1,000	1,000	0,979
+ Investeringskrav	0,061	0,058	0,056	0,056	0,055	0,057
* Investeringsvekt	0,042	0,084	0,023	0,000	0,000	0,021
Finansielt eiendelskrav	0,017	0,016	0,010	0,009	0,007	0,010

Tabell 7-6 Finansielt eiendelskrav

7.3.3 Netto finansiell gjeldskrav

Krav til netto finansiell gjeld tilsvarer kravet for finansiell gjeld justert for krav for finansielle eiendeler. Kravet beregnes ved å vekte finansielle gjelds- og eiendelers krav med gjeldens og eiendelens andel av netto finansiell gjeld. Dette er uttrykt i formelen under:

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

XXL har liten andel finansielle eiendeler, netto finansiell gjeldskrav vil derfor ikke skille seg betydelig fra finansiell gjeldskrav. Utregningen under gir oss et krav til avkastning på netto finansiell gjeld tilsvarende 3,5%.

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet Gjennomsnitt
Krav til finansiell gjeld	0,046	0,043	0,04	0,022	0,018	0,030
*FG/NFG	1,054	1,039	1,045	1,114	1,164	1,083
-Krav til finansielle eiendeler	0,017	0,016	0,010	0,009	0,007	0,010
*FE/NFG	0,054	0,039	0,045	0,114	0,164	0,083
Krav til avkastning på netto finansiell gjeld	0,048	0,044	0,041	0,023	0,020	0,035

Tabell 7-7 Krav til avkastning på netto finansiell gjeld

7.4 Krav til netto driftskapital

Netto driftskapital består, som tidligere nevnt, av egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. For å beregne kravet til netto driftskapital må vi derfor finne kravene til de ulike kapitalpostene og vekte disse etter hvor stor andel av nettodriftskapitalen de utgjør. Det gir oss formelen under.

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

(Knivsflå, 2016i)

Siden XXL ikke har minoritetsinteresser, er det andel egenkapital og netto finansiell gjeld som påvirker kravet til drift. Netto driftskravet til XXL for analyseperioden er beregnet til 3,8%.

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	0,046	0,043	0,040	0,040	0,039	0,041
*EK/NDK	0,283	0,287	0,291	0,547	0,766	0,496
+Netto finansielt gjeldskrav	0,048	0,044	0,041	0,023	0,020	0,031
*NFG/NDK	0,717	0,713	0,709	0,453	0,234	0,504
Netto driftskrav	0,047	0,044	0,041	0,033	0,035	0,038

Tabell 7-8 Netto driftskrav

Nettodriftskravet vil videre bli benyttet i neste kapittel for å analysere driftsfordelen til XXL.

8 Analyse av lønnsomhet – strategisk fordel

I kapittel 4 så vi på hvordan ulike ressurser bidro til strategiske fordeler eller ulemper i forhold til bransjen. Dette forklarte igjen ulikheter i rentabiliteten. I dette kapittelet skal det gjennomføres en lønnsomhetsanalyse basert på rentabilitetsmåling. Analysen knyttes til den strategiske analysen som ble gjort i kapittel 4. Eventuelle strategiske fordeler som blir funnet vil bli dekomponert inn i driftsfordel og finansieringsfordel.

8.1 Superrentabilitet til egenkapital

Rentabiliteten til en kapital er et forholdstall som uttrykker hvor mye avkastning kapitalen gir i form av prosentvis rente (Knivsflå, 2016j). Det gjør det mulig å sammenligne lønnsomhet over tid og mellom virksomheter.

Generelt kan rentabilitet uttrykkes med følgende formel

$$\text{Rentabilitet, } r = \frac{\text{Resultat til kapital}}{\text{Kapital}}$$

Ved å bruke fullstendig resultat finner man fullstendig rentabilitet, som er relevant ved risikoanalyse siden svingninger blir synlige. Normalisert resultat og normalisert rentabilitet er mest relevant for kreditt- og verdivurdering. De historiske svingningene gir ikke nødvendigvis et rettviseende bilde av fremtiden, og den normaliserte rentabiliteten er derfor mer fremtidsrettet.

Egenkapitalrentabilitet gir et uttrykk for hvor stor avkastning eiere av en virksomhet har hatt på investert kapital i en periode. I beregningen bruker vi de normaliserte tallene for å få fram den reelle fordelene, og ikke det som skyldes vilkårlige endringer.

Kapitalen beregnes som en gjennomsnittlig størrelse justert for opptjent resultat i perioden. Dette forutsetter at endringene i kapitalen skjer midt i året. For å kunne sammenligne rentabiliteten med et avkastningskrav, er kravene beregnet med utgangspunktet i samme definisjon av kapitalene.

$$\text{Rentabilitet, } r = \frac{\text{Normalisert resultat til kapital}}{(\text{Inngående kapital} + (\Delta\text{Kapital} - \text{Nettoresultat})/2)}$$

Egenkapitalrentabilitet finnes ved følgende formel:

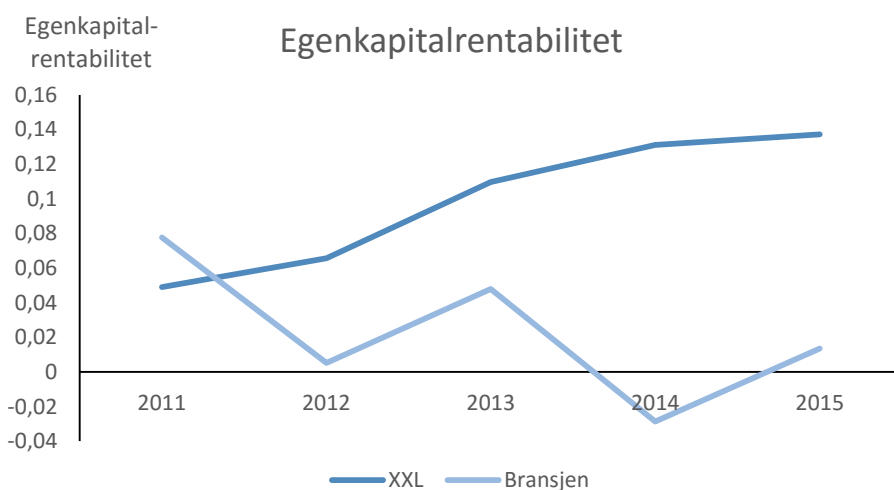
$$ekr_t = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

XXL	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Nettoreultat til egenkapitalen	45	65	115	270	423	
Egenkapital	924	985	1053	2061	3081	
Egenkapitalrentabilitet	0,049	0,066	0,110	0,131	0,137	0,111

Tabell 8-1 Egenkapitalrentabilitet XXL

Bransje	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Nettoreultat til egenkapitalen	413	27	235	-179	135	
Egenkapital	5 320	5 190	4 892	6 251	9 920	
Egenkapitalrentabilitet	0,078	0,005	0,048	-0,029	0,014	0,015

Tabell 8-2 Egenkapitalrentabilitet bransjen

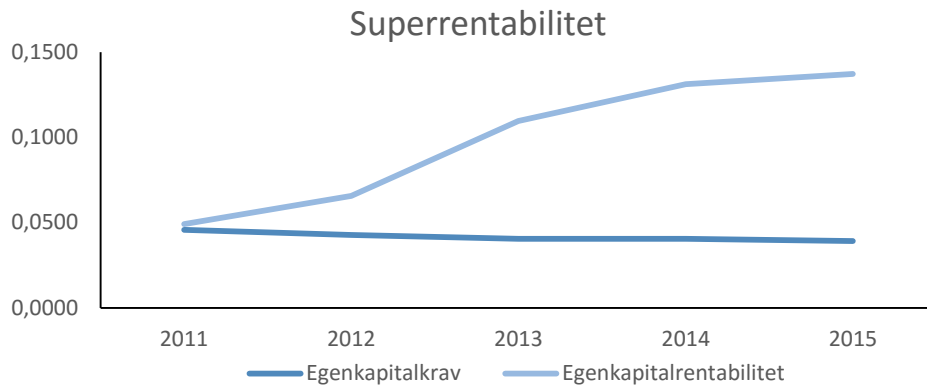


Figur 8-1 Egenkapitalrentabilitet

Tabellene og figuren over viser hvordan egenkapitalrentabiliteten har vært for selskapet og bransjen de siste 5 årene. Egenkapitalrentabiliteten til XXL var lavere enn bransjens gjennomsnitt i 2011, men har i 2012-2015 ligget over bransjen generelt. XXL har positiv egenkapitalrentabilitet i hele analyseperioden. Bransjen har derimot negativ egenkapitalrentabilitet i 2014.

XXL	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Egenkapitalrentabilitet	0,049	0,066	0,110	0,131	0,137	0,111
- Egenkapitalkrav	0,046	0,043	0,040	0,040	0,039	0,041
= Superrentabilitet	0,003	0,023	0,069	0,091	0,098	0,070

Tabell 8-3 Superrentabilitet



Figur 8-2 Superrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten er høyere enn egenkapitalkravet for hele perioden som vi kan se i figuren over. XXL har derfor hatt en positiv superrentabilitet i hele analyseperiode, som betyr at investorer har fått meravkastning utover deres avkastningskrav. Det innebærer også at XXL har hatt en strategisk fordel. Dette stemmer overens med våre konklusjoner fra den strategiske analysen om at XXL har midlertidige og varige konkurransefortrinn. Den strategiske fordelene til XXL vil bli dekomponert i de neste avsnittene.

8.2 Dekomponering av strategisk fordel

Videre ønsker vi å vurdere om superrentabiliteten, eller den strategiske fordelene, til XXL stammer fra drift eller finansiering. For å gjøre dette kan man først dekomponere egenkapitalrentabiliteten i nettodriftsrentabilitet og finansiering.

$$ekr = ndr + (ndr - nfgr) * nfgg + (ndr - mir) * mig$$

Eierne får i utgangspunktet avkastningen fra driften. Videre er det slik at dersom netto lånerenten er lavere enn driftsrentabiliteten, så lønner det seg å øke gjelden i selskapet for å investere mer i driften. Denne gearingen skalerer opp den driftsfordelen virksomheten har. På tilsvarende måte lønner det seg å øke finansieringen ved minoritetsinteresser dersom rentabiliteten fra driften er høyere enn rentabiliteten til minoritetsinteresser. Som tidligere nevnt blir ikke minoritetsinteresser vurdert i denne oppgaven.

Egenkapitalkravet kan dekomponeres på lik linje med egenkapitalrentabiliteten:

$$ekk = ndk + (ndk - nfgk) * nfgg + (ndk - mik) * mig$$

Den strategiske fordelene kommer da fram som forskjellen mellom egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet, og kan splittes inn i en driftsfordel og en finansieringsfordel.

$$SF = ekr - ekk$$

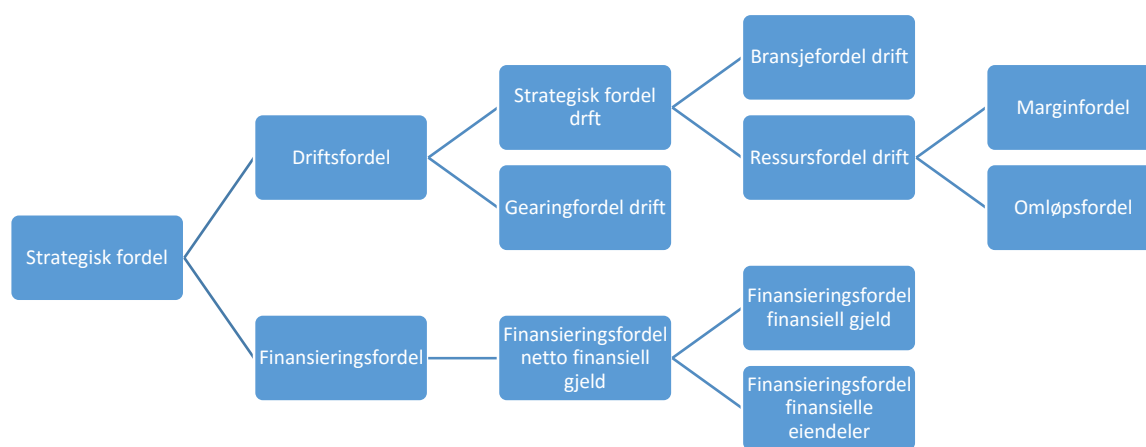
$$SF = \underbrace{(ndr - ndk) * (1 + nfgg + mig)}_{\text{Driftsfordel}} + \underbrace{[(nfgk - nfggr) * nfgg + (mik - mir) * mig]}_{\text{Finansieringsfordel}}$$

Det som skaper fordel for eiere er at rentabiliteten er høyere enn avkastningskravet til eiendeler, og at gjeldsrenten er lavere enn kravet. Drifts- og finansieringsfordelen til XXL er presentert i tabellen nedenfor.

XXL	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Driftsfordel	0,059	0,084	0,136	0,139	0,105	0,112
Finansieringsfordel	-0,056	-0,061	-0,067	-0,048	-0,006	-0,042
Strategisk fordel	0,003	0,023	0,069	0,091	0,098	0,070

Tabell 8-4 Strategisk fordel

Som det fremkommer fra tabellen har XXL en driftsfordel og en finansieringsulempe. Disse blir dekomponert ytterligere og analysert i de neste delkapitlene. Videre dekomponering kan presenteres i følgende diagram.



Figur 8-3 Strategisk fordel

8.3 Driftsfordel

En virksomhet har en driftsfordel dersom netto driftsrentabilitet er høyere enn netto driftskrav. Driftsfordelen kan oppstå som resultat av en bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel. Disse komponentene blir beregnet og analysert i dette kapitlet.

$$DF = (ndr - ndk) * (1 + nfgg + mig)$$

$$DF = \underbrace{(ndr_B - ndk_B)}_{\text{Bransjefordel}} + \underbrace{(ndr - ndr_B)}_{\text{Ressursfordel}} + \underbrace{(ndk_B - ndk)}_{\text{Gearingsfordel}} + (ndr - ndk) * (nfgg + mig)$$

Det forutsettes videre i oppgaven at nettodriftskravet til bransjen er tilnærmet likt nettodriftskravet til XXL. Dette er grunnet at driften er tilnærmet lik i de ulike virksomhetene og kravene bør derfor være tilnærmet like. Dette er i tråd med Modigliani-Miller teoremet om at verdien av et selskap er uavhengig av finansieringen.

Driftsfordelen dekomponeres i tråd med formelen i følgende komponenter. I videre analyser må driftsfordelen sees i sammenheng med den strategiske analysen fra kapittel 4.

Driftsfordel	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Bransjefordel	0,034	-0,010	0,020	-0,034	-0,017	-0,008
Ressursfordel	-0,018	0,034	0,020	0,110	0,098	0,064
Gearingfordel	0,042	0,060	0,097	0,063	0,024	0,056
Driftsfordel	0,059	0,084	0,136	0,139	0,105	0,112

Tabell 8-5 Driftsfordel

8.4 Bransjefordel

Det finnes en bransjefordel dersom netto driftsrentabiliteten i komparativ bransje er høyere enn netto driftskravet.

$$\text{Bransjefordel} = ndr_B - ndk$$

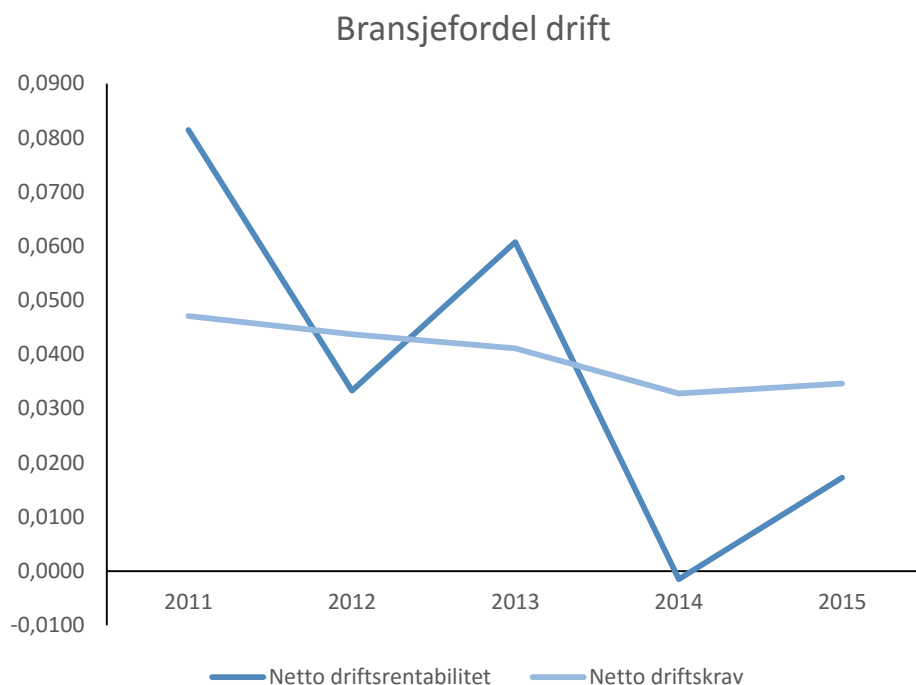
Bransjefordelen øker dersom bransjen har muligheter, og reduseres dersom bransjen står overfor trusler enten i selve bransjen eller omgivelsene. Det er altså forhold som er felles for alle i bransjen som avgjør om det er en fordel eller ulempe.

Bransjefordel	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet	0,081	0,033	0,061	-0,001	0,017	0,030
Netto driftskrav	0,047	0,044	0,041	0,033	0,035	0,038
Bransjefordel	0,034	-0,010	0,020	-0,034	-0,017	-0,008

Tabell 8-6 Bransjefordel

Bransjen har siden 2011 gått fra å ha en fordel til en ulempe. Dette er i samsvar med den eksterne strategiske analysen, hvor vi fant ut at konkurranseintensiteten i bransjen er høy. Selv om det eksisterer et høyt fokus på trening og aktivitet blant befolkningen i de nordiske landene, og selv om de har høy kjøpekraft, reduserer truslene i omgivelsene lønnsomheten i bransjen. Disse

truslene ligger blant annet i priskonkurranse og etableringer av nettbutikker, samt det utfordrende makroøkonomiske bildet de siste årene. Dette gjør at bransjen samlet sett har en ulempe.



Figur 8-4 Bransjefordel drift

8.5 Ressursfordel

En ressursfordel innebærer at virksomheten har en rentabilitet som er høyere enn bransjen.

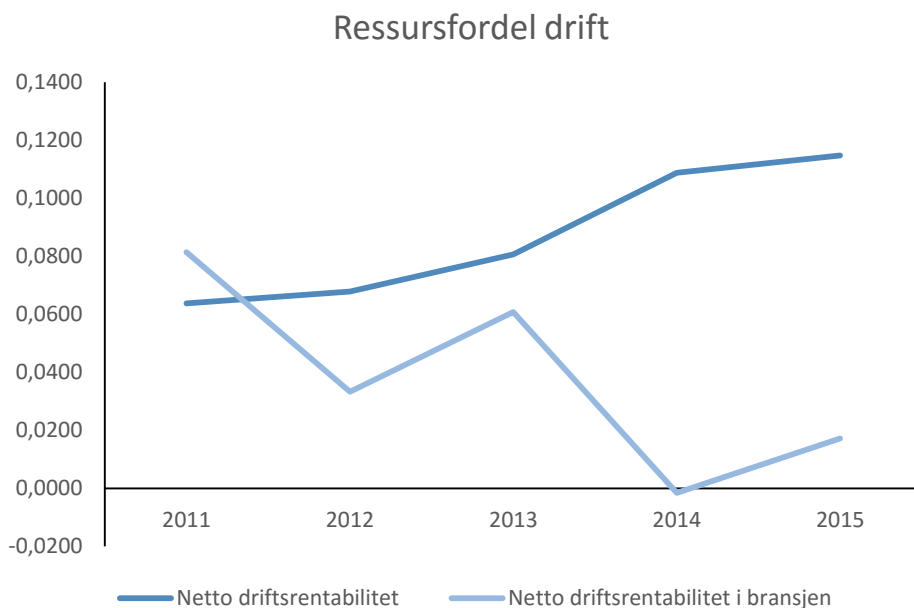
$$\text{Ressursfordel drift} = (\text{ndr} - \text{ndr}_B) + (\text{ndk}_B - \text{ndk})$$

Siden vi antok at nettodriftskravet til bransjen er likt kravet til XXL, ligger ressursfordelen i at XXL klarer å generere høyere avkastning på investert driftskapital enn bransjen.

Ressursfordelen øker dersom virksomheten har sterke sider, og reduseres dersom virksomheten har svake sider. Det er med andre ord særegne interne ressurser som er kilden til ressursfordelen. En virksomhet kan sees på som en portefølje av ressurser som må vurderes relativt til ressursene til gjennomsnittsvirksomheten i bransjen.

Ressursfordel	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet	0,064	0,068	0,081	0,109	0,115	0,094
Netto driftsrentabilitet i bransjen	0,081	0,033	0,061	-0,001	0,017	0,030
Ressursfordel	-0,018	0,034	0,020	0,110	0,098	0,064

Tabell 8-7 Ressursfordel



Figur 8-5 Ressursfordel drift

Ressursfordelen til XXL har økt siden 2011 da selskapet hadde en ressursulempe. Mens nettorentabiliteten i bransjen har endret seg gjennom årene, har lønnsomheten til XXL økt stabilt for hvert år. Dette er i samsvar med den kvalitative strategiske analysen hvor vi fant ut at XXL har mange verdifulle ressurser som deres merkenavn, innkjøp og logistikk, kompetansen til de ansatte i butikkene og «big box»-konseptet. Vi har også konkludert med at merkenavnet er en kilde til varig konkurransefortrinn. Det virker derfor rimelig at ressursfordelen til XXL øker over tid, da dette kan delvis forklares med at merkenavnet har blitt sterkere.

For å finne hvor ressursfordelen stammer fra, vil vi dekomponere den ytterligere i en margin- og omløpsfordel.

8.5.1 Dekomponering av ressursfordel

Vi ønsker i første omgang å se nærmere på netto driftsrentabilitet til XXL.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{NDR}{NDE} = \frac{NDR}{DI} * \frac{DI}{NDE} = ndm * onde$$

Netto driftsrentabilitet kan dekomponeres i netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Netto driftsmargin måler virksomhetens evne til å skape netto driftsresultat per

krone i driftsinntekt, altså lønnsomhet. Omløpet til netto driftseiendeler måler virksomhetens evne til å skape driftsinntekt per krone investert i drift, altså effektivitet.

Netto driftsrentabilitet	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Netto driftsmargin	0,084	0,075	0,073	0,079	0,071	0,075
Omløpet til NDE	0,756	0,902	1,107	1,384	1,613	1,262
Netto driftsrentabilitet	0,064	0,068	0,081	0,109	0,115	0,094

Tabell 8-8 Netto driftsrentabilitet 2

Som det fremkommer fra tabellen, har driftsmarginen til XXL vært relativt stabilt høy over analyseperioden, noe som indikerer stabilt god lønnsomhet. Omløpet til driftseiendeler har nesten doblet seg i perioden, noe som peker på stadig bedre effektivitet i selskapet. Mens inntektene nesten triplet seg i analyseperioden, økte netto driftseiendeler med omtrent 30%. Det viser at XXL driver mer effektivt i dag enn i 2011.

På linje med XXLs netto driftsrentabilitet, kan også bransjens rentabilitet dekomponeres i netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Dette medfører følgende dekomponering av ressursfordelen i drift.

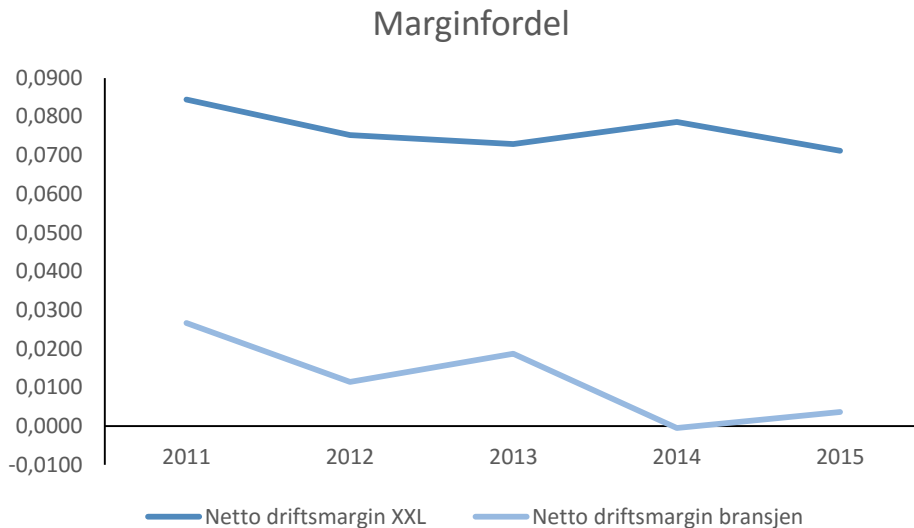
$$\text{Ressursfordel i drift} = ndr - ndr_B = \underbrace{(ndm - ndm_B) * onde}_{\text{Marginfordel}} + \underbrace{ndm_B * (onde - onde_B)}_{\text{Omløpsfordel}}$$

Marginfordelen baseres på at virksomheten har lavere driftskostnader per krone i driftsinntekt enn den komparative bransjen, og dermed en høyere netto driftsmargin. Omløpsfordelen innebærer at virksomheten har høyere driftsinntekt per krone investert eller høyere kapitalbinding per krone omsatt enn bransjen. Marginfordelen skapes av ressurser som gir kostnadsfordeler per krone omsatt, mens omløpsfordelen skapes av ressurser som gir en bedre evne til å skape driftsinntekter per krone investert.

Ressursfordel	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Marginfordel	0,044	0,057	0,060	0,109	0,108	0,085
Omløpsfordel	-0,061	-0,023	-0,040	0,001	-0,011	-0,021
Ressursfordel	-0,018	0,034	0,020	0,110	0,098	0,064

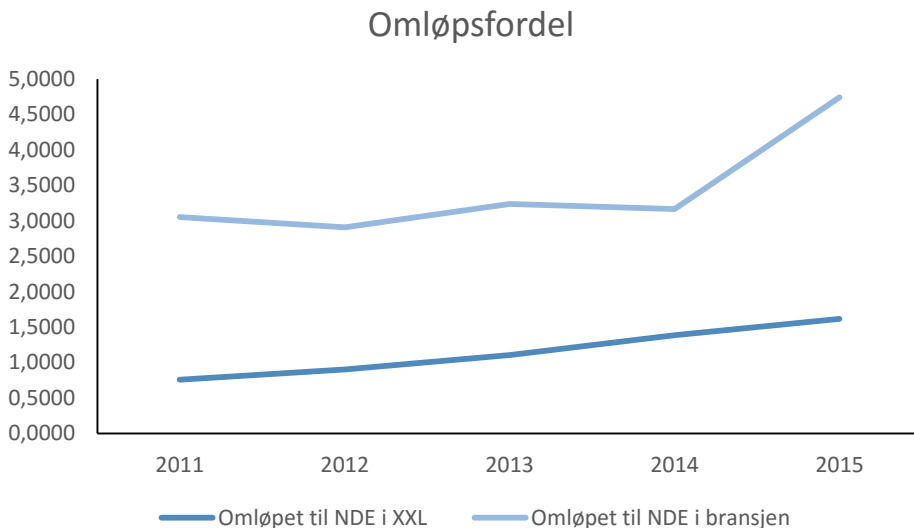
Tabell 8-9 Ressursfordel 2

Som det fremkommer i tabellen, har XXL en marginfordel og en omløpsulempe. Marginfordelen har økt i hele analyseperioden, mens omløpsulempen har blitt redusert fra 2011 til 2014. I 2015 økte imidlertid omløpsulempen. Totalt sett har XXL hatt en ressursfordel i alle årene utenom 2011.



Figur 8-6 Marginfordel

Marginfordelen baseres som nevnt på at XXL har lavere driftskostnader enn bransjen forøvrig. Det kan derfor være interessant å se hvilke kostnader som er lavere i prosent av driftsinntekter i XXL i forhold til bransjen. Dette er imidlertid vanskelig å gjennomføre grunnet lavt detaljnivå i bransjeregnskapet. Driftskostnadene er presentert som én post, og vi anser det som ikke hensiktsmessig å fordele kostnadene mellom de ulike kostnadspostene. Vi kan bare konkludere med at XXL driver mer lønnsomt enn bransjen og har lavere totale driftskostnader.



Figur 8-7 Omløpsfordel

XXL har, som nevnt, en omløpsulempe i forhold til bransjen. XXL skaper med andre ord lavere driftsinntekter per krone investert. XXL er altså mindre effektive enn bransjen totalt sett. Omløpsfordelen som bransjen har overfor XXL kan delvis forklares med at de sammenlignbare

selskapene opererer i de ulike markedene i en annen skala enn XXL. Eksempelvis er Kesko veldig store i Finland. Det segmentet som vi analyserer som en del av bransjen finansieres også gjennom hele konsernet, vi kan med andre ord ha underestimert investeringen i Kesko, noe som gir et veldig høyt omløp. Dette kan ha gitt store utslag siden Kesko står for en stor andel av bransjeregnskapet.

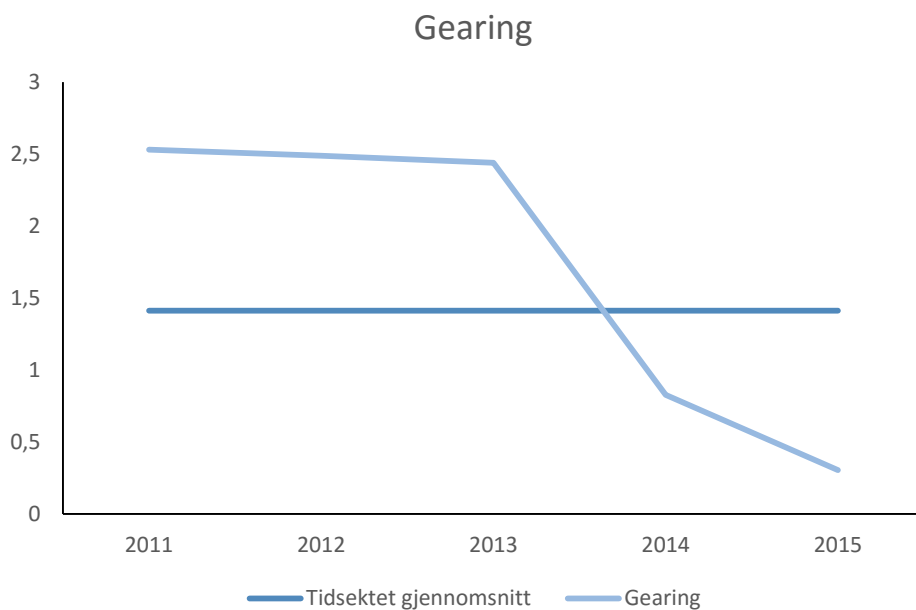
8.6 Gearingfordel drift

En virksomhet kan øke sin driftsfordel ved hjelp av gearing.

$$GFD = (ndr - ndk) * gearing$$

$$Gearing = nfgg + mig = fgg - feg + mig$$

Ut fra et styringsperspektiv kan en virksomhet forsterke driftsfordelen ved å ta opp mer gjeld eller øke minoritetsandelen (altså gearing), men gearingsfordelen vil trolig ikke skape verdier for eierne. Dette har en sammenheng med Miller-Modigliani teoremet om at finansieringen av en virksomhet er uten betydning for virksomhetens verdi.



Figur 8-8 Gearing

XXL har tilsynelatende redusert sin gearingsgrad siden 2011. Den største endringen kom ved børsnoteringen da konserngjelden ble nedbetalt og egenkapitalen vokste. Vi ser imidlertid at siden XXL har en driftsfordel, er det fornuftig å bruke gearing for å skalere den opp.

Gearingfordel	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Strategisk fordel	0,017	0,024	0,040	0,076	0,080	0,056
Gearing	2,532	2,490	2,440	0,828	0,305	1,413
Gearingfordel	0,042	0,060	0,097	0,063	0,024	0,056

Tabell 8-10 Gearingfordel

Siden XXL har en ugearet strategisk fordel, er det fornuftig å bruke gearing for å skalere opp fordelene. Gearingfordelen til XXL økte i perioden fra 2011 til 2013, og ble så redusert fram til 2015. Dette har en sammenheng med den nevnte nedbetalingen av lånet. Gearingfordelen er positiv, men det finnes imidlertid usikkerhet knyttet til om den skaper noe verdi for eierne.

8.7 Finansieringsfordel

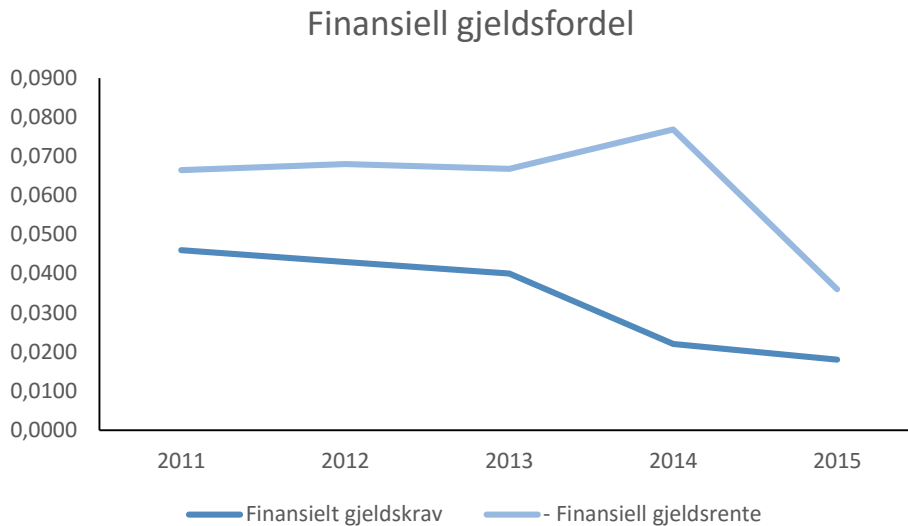
Finansieringsfordelen kan dekomponeres i fordelene til netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Siden vi ser bort ifra minoritetsinteresser, står vi igjen med netto finansiell gjeld. Dette kan igjen dekomponeres inn i finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Dette er da uttrykt i formelen under.

$$(nfgk - nfggr) * nfgg = \underbrace{(fgk - fgr) * fgg}_{\text{Fordel finansiell gjeld}} + \underbrace{(fer - fek) * feg}_{\text{Fordel finansielle eiendeler}}$$

Generelt sett forventes det at rentedifferansen på netto finansielle gjeld er liten, og er tilnærmet lik null. Dette er grunnet konkurransen i finansmarkeder som gjør at låntakere og finansielle investorer vil kunne forvente å oppnå en rentabilitet tilnærmet lik kravet.

8.7.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld

Det oppstår en finansieringsfordel ved finansiell gjeld når finansiell gjeldskrav er høyere enn finansiell gjeldsrente. Dette er grunnet at dersom gjeldsrentene er lavere enn kravet, har selskapet oppnådd lavere gjeldskostnader enn det en långiver kan kreve. I XXLs tilfelle ligger gjeldsrenten over gjeldskravet i hele analyseperioden. Dette medfører en finansieringsulempe. I 2011-2013 holder gjeldsrenter og -krav seg stabile, mens i 2014 og 2015 nedbetaler XXL lån. I 2014 er rentekostnader fremdeles høye til tross for redusert gjeld, noe som gjør at finansieringsulempen øker. I 2015 faller rentekostnadene relativt mye i forhold til gjelden, som gjør at finansieringsulempen reduseres.



Figur 8-9 Finansiell gjeldsfordel

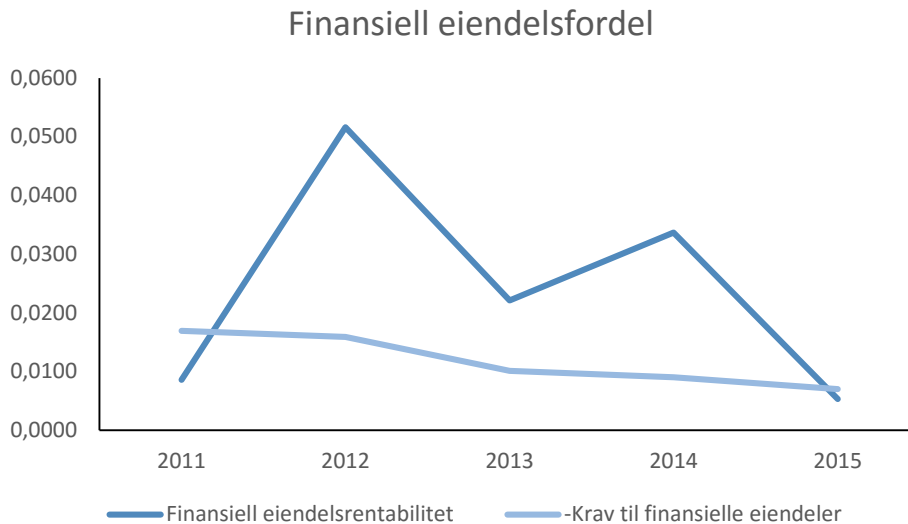
Den tidsvektede finansieringsulempen i analyseperioden er på 4,34%.

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Finansielt gjeldskrav	0,046	0,043	0,040	0,022	0,018	
- Finansiell gjeldsrente	0,067	0,068	0,067	0,077	0,036	
= Finansiell gjeldsrentefordel	-0,021	-0,025	-0,027	-0,055	-0,018	
* Finansiell gjeldsgrad	2,668	2,587	2,551	0,922	0,355	
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,055	-0,065	-0,068	-0,051	-0,006	-0,043

Tabell 8-11 Finansieringsfordel finansiell gjeld

8.7.2 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

XXL oppnår en finansieringsfordel på sine finansielle eiendeler hvis finansiell eiendelsrentabilitet overstiger finansielt eiendelskrav. En finansieringsulempen innebærer at selskapet ikke oppfyller avkastningskravet. Figuren under illustrerer hvordan eiendelsrentabiliteten har beveget seg over tid. XXL hadde en finansieringsfordel i hele perioden utenom 2011 og 2015. Den store variasjonen i rentabiliteten skyldes at nivået på finansielle eiendeler til XXL har endret seg fra år til år, mens finansinntektene har vært relativt stabile. Det gjør at hver gang nivået på finansielle eiendeler øker, reduseres rentabiliteten.



Figur 8-10 Finansiell eiendelsfordel

Den tidsvektede finansieringsfordelen til finansielle eiendeler er på 0,12%. XXL har altså en liten positiv fordel.

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,009	0,052	0,022	0,034	0,005	
-Krav til finansielle eiendeler	0,017	0,016	0,010	0,009	0,007	
= Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	-0,008	0,036	0,012	0,025	-0,002	
* Finansiell eiendelsgrad	0,136	0,097	0,111	0,095	0,050	
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	-0,001	0,004	0,001	0,002	-0,0001	0,001

Tabell 8-12 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

8.7.3 Dekomponert netto finansiell gjeld

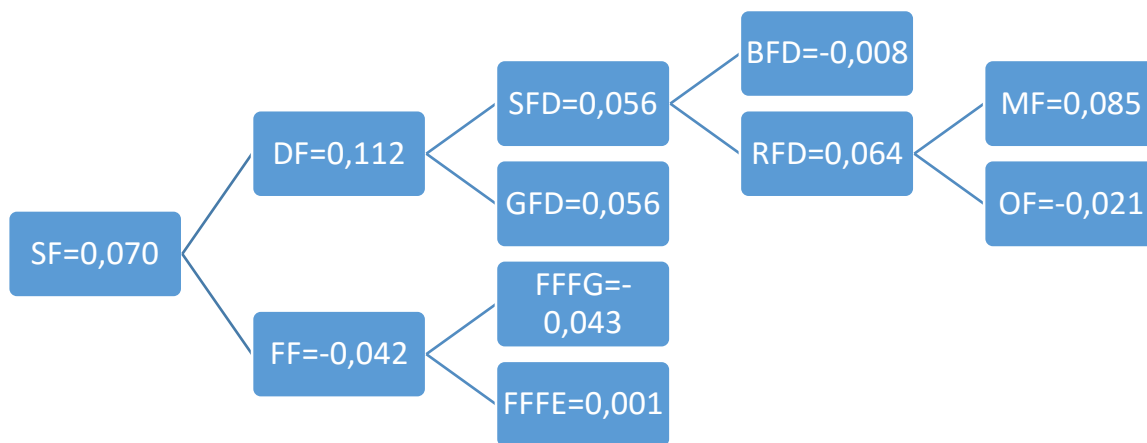
Tabellen under viser hvordan finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld er dekomponert i finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Tidsvektet finansieringsulempe er på 4,22 %. Dette skyldes i stor grad at det er en finansieringsulempe i alle år ved finansiell gjeld. XXL har en finansieringsfordel ved finansielle eiendeler i 2012-2014. Men siden denne fordelten er relativt liten i forhold til ulempen ved finansiell gjeld, opplever XXL en finansieringsulempe i alle årene. Finansieringsulempen er imidlertid liten, noe som bekrefter vår hypotese om at i effisiente markeder vil renten et selskap betaler være tilnærmet lik långiveres krav.

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet gjennomsnitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,055	-0,067	-0,068	-0,051	-0,006	
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	-0,001	0,004	0,001	0,002	-0,0001	
Finansieringsfordel	-0,056	-0,061	-0,067	-0,049	-0,006	-0,042

Tabell 8-13 Finansieringsfordel

8.8 Oppsummering

Den strategiske fordelene til XXL kan oppsummeres i følgende figur



Som vi har sett tidligere har XXL en driftsfordel grunnet de ressursene selskapet har. XXL har en marginfordel som innebærer at selskapet har et lavere kostnadsnivå enn bransjen for øvrig. Vi har i tillegg sett at bransjen har en ulempe som kan forklares med høy konkurranse blant de ulike aktørene. Den strategiske fordelene som XXL har, skaleres opp ved bruk av finansiell gjeld, altså gearing. På finanssiden har XXL en ulempe. Den finansielle renten er høyere enn kravet til den finansielle gjelden, noe som gir en ulempe knyttet til gjelden. På eiendelssiden har XXL en liten fordel ved at avkastningen på de finansielle eiendelene er høyere enn kravet.

Totalt sett har den strategiske rentabilitetsanalysen bekreftet våre konklusjoner fra den kvalitative strategiske analysen. Blant annet har vi fått bekreftet at bransjen sliter med lønnsomheten, noe som igjen kan forklares med priskonkurransen blant aktørene. Samtidig har vi sett at XXL klarer å skape avkastning til eierne. Vi har blant annet konkludert i den kvalitative analysen med at XXL har en mulighet til å benytte seg av skalafordeler i innkjøp. Dette kan se

ut til å stemme siden marginene til XXL er høyere enn i bransjen. Vi har imidlertid ikke sett hvor marginfordelen kommer fra grunnet manglende regnskapsinformasjon om de andre selskapene i bransjen. Vi har på den andre siden konkludert med at XXL har evner til å drive mer effektivt enn konkurrentene, noe som ikke ser ut til å stemme fra et regnskapsmessig perspektiv. Totalt sett har vi imidlertid sett at XXL har en strategisk fordel i forhold til bransjen. Den strategiske fordel til XXL har økt i hele vår analyseperiode. Vi kan imidlertid ikke konkludere med at selskapet kommer til å ha en voksende fordel i årene framover. Vi tror at ressursfordelen til XXL kommer til å reduseres i årene framover grunnet høyere prispress fra konsumentene og konkurransen i bransjen. Det sistnevnte vil også øke bransjeulempen ytterligere. Vi forventer altså en relativt høy strategisk fordel de nærmeste årene, som så blir redusert.

9 Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet baseres på innsikt fra strategisk- og regnskapsanalyse, som til sammen utgjør strategisk regnskapsanalyse. Den strategiske analysen har gitt innsikt i den historiske utviklingen til XXL, samt selskapets ressurser og bransjens muligheter og utfordringer. Regnskapsanalysen har bidratt til innsikt i hvordan den økonomiske utviklingen i XXL har vært over tid og sammenlignet med bransjen. Det er spesielt innsikten fra den strategiske rentabilitetsanalysen som bør videreføres over budsjett- og framskrivingsperioden. (Knivsflå, 2016m)

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Rammeverket for fremtidsregnskapet består av fire steg.



Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsregnskapet

Første steg går ut på å analysere veksten i selskapet. Budsjetteringen starter med en analyse av veksten i driftsinntektene. Dette er grunnet at driftsinntektsveksten avgjør størrelsen av virksomheten i fremtiden, og er derfor den grunnleggende budsjettdriveren. Driftsinntektene til XXL har økt betraktelig i analyseperioden. Veksten varierer fra 30% i 2014 til 24% i 2015. Det tidsvektede gjennomsnittet i perioden mellom 2012 og 2015 er på 25%. Den historiske veksten er imidlertid ikke en garanti for fremtidig vekst. Over tid konvergerer veksten i de fleste selskapene mot bransjegjennomsnittet. På lang sikt kan ingen selskaper vokse i det uendelige. Man regner dermed med at selskapene vokser i takt med inflasjonen, noe som innebærer null realvekst. Grunnet XXLs ekspansjon til flere land, blir den langsiktige veksten i driftsinntekter satt noe høyere enn Norges Banks inflasjonsmål på 2,5%. De lave rentene nå og fremover indikerer en inflasjon lavere enn inflasjonsmålet på mellomlang sikt, men vi forutsetter at inflasjonen vil ligge nærme inflasjonsmålet på lang sikt. Oppgaven prosjekterer med at XXL vil vokse med 4% i året på lang sikt.

I andre steg skal en budsjettthorisont fastsettes. Budsjettthorisonten er det året T, der budsjetteringer går fra å være fullstendig til en enkel framskrivning der alle budsjettdriverne er konstante (Knivsflå, 2016m). Virksomheten forutsettes da å nå sin steady state hvor konstant

vekst blir en rimelig tilnærming. Tiden til steady state er avhengig av bransjen selskapet opererer i, og kvaliteten på regnskapsføringen. Mens modne og stabile bransjer kan være i tilnærmet steady state, kan det gå lang tid før en vekstbransje vil oppnå dette. XXL opererer i en bransje som har opplevd en høy vekst de siste årene, noe som blant annet vises ved en dobling av de samlede inntektene fra 2011 til 2015. XXL har frem til nå ekspandert til Sverige og Finland, og planlegger nå en ytterligere ekspansjon til Danmark i 2016 og Østerrike, Sveits og Tyskland fra 2017-2018. På bakgrunn av dette blir det konkludert med at XXL befinner seg per dags dato et stykke unna steady state. Det estimeres at det vil ta tilnærmet 14 år før XXL oppnår en stabil langsiktig vekst, og setter derfor horisonten til 2029. Det er imidlertid noe mer kunnskap om de første årene i budsjettperioden. Derfor predikeres budsjettpunktene 2016 og 2017 relativt nøyaktig. I tillegg benytter vi oss av et midtpunkt i 2021. Det forventes at XXL har fram til det utvidet sin virksomhet til Sentral-Europa og har hatt ett til to år med vanlig drift der. I perioden mellom 2017 og 2021, og 2021 og 2029 velger vi å budsjettere for en lineær utvikling. Fra og med 2029 vil selskapet ha en konstant utvikling.

Fremtidsregnskapet skiller seg fra et finansregnskap med hensyn på forutsetningene angående kontantstrømmer. I en regnskapsanalyse av et finansregnskap forutsettes det at alle kontantstrømmer skjer midt i året og beregner rentabilitet på basis av gjennomsnittlig kapital, justert for opptjent kapital i året. I et fremtidsregnskap forutsettes det at alle kontantstrømmer skjer den 31.12, og rentabilitet beregnes derfor på inngående kapital.

Fremtidsregnskapet avhenger av ni budsjett drivere, og budsjetteringen skjer i syv steg. Tabellen under inneholder budsjettlinjene og tilhørende budsjett driver i rødt. I tillegg forutsetter man at det ikke finnes unormale poster i budsjettet.

Budsjettlinjer	Budsjett drivere
Driftsinntektsveksten	$DI_t = (1 + \text{div}_t) * DI_{t-1}$
Omløpet til netto driftseiendeler	$NDE_{t-1} = DI_t / \text{onde}_t$
Netto driftsmargin	$NDR_t = \text{ndm} * DI_t$
Finansiell gjeldsdel	$FG_t = \text{fgd}_t * NDE_t$
Finansiell eiendel	$FE_t = \text{fed}_t * NDE_t$
Finansiell gjeldsrente	$NFK_t = \text{fgr}_t * FG_{t-1}$
Finansiell eiendelsrentabilitet	$NFI_t = \text{fer}_t * FE_{t-1}$
Minoritetsdel	$MI_t = \text{mid}_t * NDE_t$
Netto minoritetsrentabilitet	$MMR_t = \text{mir}_t * MI_{t-1}$

Tabell 9-1 Budsjett drivere

Netto betalt utbytte og egenkapital fastsettes residualt.

9.2 Budsjettering av resultat, balanse og kontantstrøm

I budsjetteringen av fremtidsregnskapet til XXL vil de overnevnte syv stegene bli benyttet. XXL har imidlertid ikke minoritetsiere, og vi anser det som usannsynlig at det kommer minoritetsinteresser i framtiden. Vi ser derfor bort fra de to siste budsjettdriverne.

9.2.1 Budsjettdriverne for resultatposter

9.2.1.1 Driftsinntekter

Driftsinntektsveksten er driveren for utviklingen i driftsinntektene. Denne veksten har vært høy for XXL i hele analyseperioden. Bransjen har også vokst i den samme perioden, men veksten har vært betydelig lavere enn for XXL. Driftsinntektsveksten i 2016 fastsettes indirekte på bakgrunn av framskriving av omløpet til netto driftskapital. Det gir en vekst på nærmere 19% i 2016, som er noe lavere enn tidligere år. Det er imidlertid innenfor rimelighetens grenser å anta at XXL ikke klarer å opprettholde en vekst på over 20% i året.

Veksten fremover blir preget av flere faktorer i ulike land. I Norge har XXL hatt en høy vekst, og har besluttet å åpne seks nye butikker i 2016. På den andre siden bidrar den intensive konkurransen blant norske sportskjeder til at prisene reduseres. Som vi har sett i den strategiske analysen, øker arbeidsledigheten i Norge, og framtidsutsiktene er relativt dystre. XXL har snart nådd en grense på hvor mange butikker selskapet kan ha i Norge, og framtidsveksten må komme som følge av økt omsetning per butikk. I tillegg har Decathlon planer om å ekspandere til Norge, noe som vil øke konkurransen og prispresset. XXL har også hatt suksess i Sverige. Selskapet har vokst både organisk, og ved å åpne nye butikker. De økonomiske utsiktene i landet er i tillegg bedre enn i Norge (DN, 2015). På sikt må XXL likevel også ta hensyn til det maksimale antallet mulige butikker. Veksten vil derfor avta over tid. Finland har vært den største åpnings-suksessen til XXL, og selskapet oppnådde overskudd fra det første året med drift. Veksten i Finland i dag kommer i stor grad fra nyåpningene (XXL ASA, 2016). De økonomiske utsiktene framover er imidlertid preget av et utfordrende makroøkonomiske bilde i landet.

I tillegg til de eksisterende markedene har XXL uttalt sine planer om utvidelse til Danmark, Østerrike, Tyskland og Sveits. I Danmark skal det i første omgang åpnes en nettbutikk i 2016. Fra 2017-2018 starter ekspansjonen til Sentral-Europa med butikkåpninger i Østerrike. Det budsjetteres derfor med tiltakende vekst i driftsinntekter fra 2017 og fram til 2021 som er det året vi antar XXL kommer til å være på plass i Sentral-Europa. Etter 2021 vil veksten avta fram til 2029. På lang sikt antar vi at XXL vil vokse i takt med den gjennomsnittlige nominelle veksten i verdensøkonomien, som er beregnet til å være på 4%.

9.2.1.2 Netto driftsresultat

Netto driftsresultat budsjetteres på bakgrunn av netto driftsmargin. Konkurransen driver selskaperes marginer mot bransjegjennomsnitt. Noen selskaper kan imidlertid ha en premie over gjennomsnittet på lang sikt dersom de har ressurser til det. Dersom bransjen i seg selv har for høye marginer, vil også de presses ned mot likevektsmarginen på lang sikt.

I den strategiske regnskapsanalysen har vi sett at XXL har en ressursfordel, nærmere bestemt en marginfordel i perioden mellom 2011 og 2015. Marginfordelen, som innebærer at XXL har lavere kostnader enn bransjen generelt, har i gjennomsnitt vært på 8,5%. Det er også blitt funnet at XXL har hatt en strategisk fordel på nærmere 7% i gjennomsnitt. I den strategiske analysen har vi funnet ut at XXL har ressurser som gir både midlertidige og varige konkurransefortrinn. Dette taler for at selskapet kommer til å ha en avkastning som er noe høyere enn bransjen, også på lang sikt. Bransjen, hvert fall slik som vi har definert den i det nordiske markedet, kommer til å ha lavere marginer grunnet priskonkurransen.

På kort sikt vil marginene til XXL presses ned grunnet mange nyetableringer i andre land. Blant annet har XXL uttalt at etableringen i Danmark vil gi et negativt resultat i landet i 2016. I tillegg forventer vi at etableringen av Decathlon i Norge vil intensivere konkurransen, noe som vil bidra til lavere marginer i de nærmeste årene. Marginene vil dog vokse noe fram til 2021, slik at rentabiliteten nærmer seg dagens nivå. Mellom 2021 og 2029 vil marginene imidlertid reduseres til tilnærmet 2,9% grunnet konkurranse blant selskapene. På lang sikt budsjetterer vi med at XXL vil ha en strategisk fordel på omtrent 2,7%. På den ene siden er det lavere enn dagens nivå, en reduksjon som skyldes konkurransekraftene i bransjen. Det er imidlertid en varig fordel som tar utgangspunkt i XXLs ressurser som gir et varig konkurransefortrinn, og dermed en varig strategisk fordel.

9.2.1.3 Netto finansiell gjeldsrente

På lang sikt forutsettes det at kapitalmarkeder er velfungerende, og at netto finansiell gjeld er balanseført og justert til virkelig verdi. Dette resulterer i at over tid vil netto finansiell gjeldsrente være tilnærmet lik kravet til netto finansiell gjeld. Det er tidligere blitt vist at XXL har en marginal finansieringsulempe, som vi tror vil være forsvinnende liten over tid. I fremtidsregnskapet budsjetteres det derfor med en finansiell gjeldsrente lik kravet gjeldskravet og en finansiell eiendelsrentabilitet lik kravet til finansielle eiendeler.

9.2.2 Fremtidsresultat

Våre forutsetninger om driftsinntekter, driftsmargin, finansiell eiendelsrentabilitet og finansiell gjeldsrente gir følgende resultat:

Fremtidsresultat	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
DI	7705	8707	9861	11192	12731	14513	16363	18245
NDR	385	348	357	364	366	363	417	473
+NFI	1	2	2	3	5	6	9	11
=NRS	386	350	360	367	371	369	426	485
-NFK	25	35	39	47	59	69	83	91
=NRE	361	315	321	320	312	300	343	394
+UNDR	0	0	0	0	0	0	0	0
+UNFR	0	0	0	0	0	0	0	0
=FNR	361	315	321	320	312	300	343	394
-NBU	-1061,94	40,44	6,19	-38,76	-95	16	-131	-50
=ΔEK	1422,81	274,42	314,38	358,26	407	284	474	444

Fremtidsresultat	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
DI	20115	21926	23625	25160	26481	27541	28642	29788
NDR	532	590	647	701	750	793	825	858
+NFI	14	18	22	26	30	34	40	41
=NRS	546	608	668	726	780	827	865	899
-NFK	99	106	113	118	123	125	133	138
=NRE	447	501	556	608	657	702	732	761
+UNDR	0	0	0	0	0	0	0	0
+UNFR	0	0	0	0	0	0	0	0
=FNR	447	501	556	608	657	702	732	761
-NBU	46	155	277	407	543	221	365	380
=ΔEK	401	346	279	201	114	481	367	381

Tabell 9-2 Fremtidsresultat

9.2.3 Budsjettdrivere for balanseposter

9.2.3.1 Netto driftseiendeler

Netto driftseiendeler budsjetteres på bakgrunn av omløpet til eiendelene og driftsinntekter. Dersom en virksomhet har et høyere eller lavere omløp enn bransjegjennomsnittet, vil omløpet reversere mot bransjenivå. Alternativt kan virksomheten ha en varig omløpsfordel.

I rentabilitetsanalysen ble det klart at XXL har hatt en omløpsulempe i hele analyseperioden, noe som innebærer noe lavere effektivitet enn bransjen generelt. Omløpet til nettodriftseiendeler har variert mellom 0,76 og 1,61, og har økt mot slutten av analyseperioden. Bransjen har hatt et omløp på mellom 2,9 og 4,74, med et tidsvektet gjennomsnitt på 3,6. På lang sikt vil ikke XXL ha en like stor ulempe som det har vært historisk, og vil nærme seg

bransjegjennomsnittet. Vi tror imidlertid at i 2016 vil omløpet øke noe fra dagens nivå på grunn av ekspansjonen til Danmark og følgende vekst i inntektene. I 2017 vil omløpet reduseres grunnet investeringer i driftseiendeler knyttet til ekspansjonen både til Danmark og Sentral Europa. Omløpet vil øke noe hvert år frem til 2021, men dog ikke helt opp til bransjegjennomsnittet. Dette har en sammenheng med de nevnte investeringene. Omløpet vil så øke lineært opp til 2,5 i 2029 og vil holde seg stabilt. Dette innebærer at XXL vil forbedre effektiviteten, men den ligger likevel under bransjegjennomsnittet. Dette innebærer at omløpsulempen til XXL vil være varig over tid.

9.2.3.2 Finansiell gjeld

Størrelsen på den finansielle gjelden framover drives av den finansielle gjeldsdelen. Den typiske gjeldsdelen på Oslo Børs er rundt 50%. XXL hadde i starten av analyseperioden en gjeldsgrad på rundt 75%. Gjelden ble delvis nedbetalt i forbindelse med børsnoteringen, og gjeldsgraden har blitt redusert til 26%. Vi forventer at gjeldsandelen vil øke opp til 35% i 2021 grunnet investeringsbehov i utlandet, og så reduseres igjen til rundt 30% mot 2029.

9.2.3.3 Finansielle eiendeler

Finansielle eiendeler drives av finansiell eiendelsdel. Typisk for Oslo børs ligger denne andelen på rundt 20%, noe som er høyt for et selskap i steady state. For XXL har andel finansielle eiendeler ligget på rundt 3,5%, noe som har en sammenheng med en lav andel kontanter. Tilsvarende andel for bransjen har ligget på rundt 25%. I fremtiden fremskrives en voksende andel, som går fra 2% i 2015 til 10% i 2029. Det innebærer at andelen vokser og nærmer seg bransjegjennomsnittet. Siden selskapet skal være i steady state, mener vi at en andel på 10% over tid er en rimelig antakelse.

9.2.4 Fremtidsbalanse

Netto driftseiendeler i et år (t) finnes ved å dividere driftsinntektene året etter ($t+1$) med omløpet til nettodriftseiendeler året etter ($t+1$). Finansielle eiendeler og finansiell gjeld beregnes med multiplikasjon av netto driftseiendeler med passende vekt (andel finansielle eiendeler og finansiell gjeld). Egenkapital finnes som en restpost, og vi forutsetter at fri kontantstrøm til egenkapital utbetales som utbytte.

Fremtidsbalanse	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
NDE	6219	6685	7221	7834	8537	9091	9603	10058
+FE	187	237	294	362	440	517	598	681
=SSE	6406	6922	7515	8196	8977	9608	10201	10738
+EK	4789	5063	5378	5736	6143	6426	6900	7344
+FG	1617	1858	2137	2460	2834	3182	3301	3394
=SSK	6406	6922	7515	8196	8977	9608	10201	10738

Fremtidsbalanse	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
NDE	10441	10739	10939	11034	11016	11457	11915	12392
+FE	763	843	917	985	1042	1146	1192	1239
=SSE	11204	11581	11857	12018	12059	12603	13107	13631
+EK	7745	8091	8370	8570	8685	9166	9532	9913
+FG	3459	3490	3487	3448	3374	3437	3575	3718
=SSK	11204	11581	11857	12018	12059	12603	13107	13631

Tabell 9-3 Fremtidsbalanse

9.2.5 Kontantstrøm

Kontantstrøm settes opp på bakgrunn av fremtidsregnskapet og fremtidsbalansen.

Fremtidig fri KS	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
NDR	385	348	357	364	366	363	417	473
+UNDR	0	0	0	0	0	0	0	0
-Endr NDE	1816	466	535	614	703	554	512	455
=FKD	-1431	-118	-178	-250	-337	-191	-95	19
+NFI	0	1	1	2	3	5	7	9
+UNFI	0	0	0	0	0	0	0	0
-Endr FE	100	50	58	67	78	77	81	83
=FKS	-1530	-167	-235	-315	-412	-264	-169	-55
-NFK	21	29	32	39	50	58	71	80
-UNFK	0	0	0	0	0	0	0	0
+Endr FG	493	241	279	323	374	347	119	94
=Fke	-1058	46	13	-32	-87	25	-121	-41

Fremtidig fri KS	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
NDR	532	590	647	701	750	793	825	858
+UNDR	0	0	0	0	0	0	0	0
-Endr NDE	383	298	201	95	-18	441	458	477
=FKD	148	292	446	606	768	353	367	381
+NFI	12	16	19	23	27	31	35	37
+UNFI	0	0	0	0	0	0	0	0
-Endr FE	82	80	75	67	58	103	46	48
=FKS	78	228	391	562	737	281	356	370
-NFK	88	96	103	109	114	117	119	124
-UNFK	0	0	0	0	0	0	0	0
+Endr FG	64	32	-3	-39	-74	63	137	143
=FKE	55	164	285	414	549	227	374	389

Tabell 9-4 Fremtidig fri kontantstrøm

Kontantstrøm fra drift blir negativ frem til 2023 grunnet investeringsbehovet i utlandet knyttet til ekspansjonen først til Danmark, og så til Sentral-Europa. Spesielt er kontantstrømmen lav i 2016 grunnet økningen i netto driftseiendeler. Fra og med 2024 er kontantstrømmen fra drift positiv, og selskapet har mulighet til å betale utbytte siden kontantstrømmen til egenkapital er positiv.

10 Fremtidskrav og strategisk fordel

På bakgrunn av analyser og beregninger fra kapittel 7 skal vi estimere og beregne fremtidskrav. Vekting av kravene vil skje på inngående balanse for å samsvare med fremtidsregnskapet. Fremtidskravet blir først og fremst benyttet som diskonteringsrente ved verdivurdering (Knivsflå, 2016o).

10.1 Krav til egenkapital

I likhet med utregningen av historisk egenkapitalkrav, vil kapitalverdimodellen bli benyttet for å regne ut fremtidig egenkapitalkrav. For å gjøre dette er det behov for å finne fremtidig risikofri rente, egenkapitalbeta og markedsrisikopremie.

10.1.1 Fremtidig risikofri rente

Risikofri rente i 2016 er satt lik 3M-Nibor fra 04.01.2016, som er på 1,12%. Vi estimerer for et fall på kortsikt, før renten begynner å ta seg opp litt i 2019 frem til 2021. Det vil videre bli estimert en langsiktig rente i 2029 basert på gjennomsnittlige historisk Nibor-renten i 1996-2015 og 10-årige statsobligasjoner fra 04.01.2016. I det langsiktige estimatet vektet de to rentene med henholdsvis 2/3 og 1/3.

Gjennomsnittlig månedlig Nibor	4 %
10-årig statsobligasjon	1,47 %
Estimat langsiktig rente	3,16 %

Tabell 10-1 Estimat langsiktig rente

Den risikofrie renten er tilbakevendende mot gjennomsnittet. Det vil derfor bli fremskrevet en lineær stigning av renten fra 2021 til 3,16% i 2029. Videre bærer NIBOR en risikopremie på 0,5%, noe som diskutert tidligere i kapittel 7. Vi holder risikopremien konstant i hele budsjettperioden. Skattesatsen i 2016 er som tidligere nevnt 25%. Det er ventet en reduksjon av skattesats til 22% i 2018, og vi forutsetter at skattesatsen kommer til å være på det nivået frem til budsjetthorisonen. Skattesatsen i 2017 er beregnet lineært fra 2016 til 2018, og er derfor satt lik 23,5%.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
3M-Nibor	1,12 %	1,01 %	0,90 %	1,05 %	1,29 %	1,34 %	1,57 %	1,80 %
- Kredittrisikopremie	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
= Risikofri rente før skatt	0,62 %	0,51 %	0,40 %	0,55 %	0,79 %	0,84 %	1,07 %	1,30 %
- Skatt	0,16 %	0,12 %	0,09 %	0,12 %	0,17 %	0,19 %	0,24 %	0,29 %
Risikofri rente etter skatt	0,47 %	0,39 %	0,31 %	0,43 %	0,62 %	0,66 %	0,84 %	1,01 %

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
3M-Nibor	2,03 %	2,25 %	2,48 %	2,71 %	2,93 %	3,16 %	3,16 %	3,16 %
- Kreditrisikopremie	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
= Risikofri rente før skatt	1,53 %	1,75 %	1,98 %	2,21 %	2,43 %	2,66 %	2,66 %	2,66 %
- Skatt	0,34 %	0,39 %	0,44 %	0,49 %	0,54 %	0,59 %	0,59 %	0,59 %
Risikofri rente etter skatt	1,19 %	1,37 %	1,54 %	1,72 %	1,90 %	2,07 %	2,07 %	2,07 %

Tabell 10-2 Fremtidig risikofri rente etter skatt

10.1.2 Fremtidig egenkapitalbeta

Siste ledd i utregningen av egenkapitalkravet er egenkapitalbetaen. Ved hjelp av formelen under estimeres fremtidig egenkapitalbeta ved utgangspunkt i våre prognoser. Som nevnt tidligere ser vi bort fra minoritetsinteresser, siden vi forutsetter at de ikke kommer til å være tilstede i fremtiden.

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

Med utgangspunkt i Modigliani-Miller teoremet er NDK uavhengig av finansieringen, som betyr at netto driftskapitalbeta er konstant over tid. Gjennomsnittlig netto driftskapitalbeta for regnskapsperioden er 0,4, og forventes å holde seg konstant over tid. Utregning av netto finansiell gjeldsbeta står forklart i appendiks. Resultatet viser en egenkapitalbeta på 0,476 i steady state, som er en lavere beta enn estimert i regnskapsperioden.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Netto driftsbeta MM	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400
Egenkapitalvekt	0,764	0,770	0,757	0,745	0,732	0,720	0,707	0,719
Netto Finansiell gjeldsbeta	0,144	0,148	0,147	0,146	0,145	0,143	0,141	0,138
Netto Finansiell gjeldsvekt	0,236	0,243	0,255	0,268	0,280	0,293	0,281	0,270
Egenkapitalbeta	0,479	0,473	0,478	0,484	0,491	0,498	0,510	0,505

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftsbeta MM	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400
Egenkapitalvekt	0,730	0,742	0,753	0,765	0,777	0,788	0,800	0,800
Netto Finansiell gjeldsbeta	0,135	0,132	0,127	0,121	0,113	0,105	0,094	0,094
Netto Finansiell gjeldsvekt	0,270	0,258	0,247	0,235	0,223	0,212	0,200	0,200
Egenkapitalbeta	0,498	0,493	0,489	0,486	0,482	0,479	0,476	0,476

Tabell 10-3 Fremtidig egenkapitalbeta

10.1.3 Fremtidig markedsrisikopremie

Fra kapittel 7 ble det regnet ut en markedsrisikopremie på 4,7%. Siden beste prediksjon på markedsrisikopremien er dagens nivå, vil en markedsrisikopremie på 4,7% bli benyttet for hele perioden.

10.1.4 Fremtidig krav til egenkapital

I likhet med historisk egenkapitalkrav blir det ikke inkludert andre risikopremier. Ved hjelp av tallene estimert i delavsnittene over, kommer vi frem til et egenkapitalkrav som faller fra 2016 til 2018, for så å stige frem til steady state. I steady state er det estimert et egenkapitalkrav på 4,31%

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Risikofri rente etter skatt	0,47 %	0,39 %	0,31 %	0,43 %	0,62 %	0,66 %	0,84 %	1,01 %
Egenkapitalbeta	0,479	0,473	0,478	0,484	0,491	0,498	0,510	0,505
Markedspremie	4,70 %	4,70 %	4,70 %	4,70 %	4,70 %	4,70 %	4,70 %	4,70 %
Egenkapitalkrav	2,71 %	2,61 %	2,56 %	2,71 %	2,92 %	3,00 %	3,23 %	3,38 %

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Risikofri rente etter skatt	1,19 %	1,37 %	1,54 %	1,72 %	1,90 %	2,07 %	2,07 %	2,07 %
Egenkapitalbeta	0,498	0,493	0,489	0,486	0,482	0,479	0,476	0,476
Markedspremie	4,70 %	4,70 %	4,70 %	4,70 %	4,70 %	4,70 %	4,70 %	4,70 %
Egenkapitalkrav	3,53 %	3,68 %	3,84 %	4,00 %	4,16 %	4,33 %	4,31 %	4,31 %

Tabell 10-4 Fremtidig egenkapitalkrav

10.2 Krav til netto finansiell gjeld

Fremgangsmåten for å beregne krav til netto finansiell gjeld tilsvarer metoden under kapittel 7. Før vi kan beregne krav til netto finansiell gjeld, må vi kalkulere finansiell eiendelskrav og finansiell gjeldskrav.

10.2.1 Krav til finansielle eiendeler

For å beregne fremtidig krav til finansielle eiendeler, vil det bli tatt utgangspunkt i formelen under. Leddet foran vektene representerer kravet for de ulike postene.

$$fek = r_f * (1 - s) * \left(\frac{KON}{FE}\right) + (r_f * (1 - s) + krp) * \left(\frac{FOR}{FE}\right) + (r_f * (1 - s) + (\beta_{INV} * mrp) + ilp) * \left(\frac{INV}{FE}\right)$$

I likhet med analyseperioden vil vi forutsette fordringer lik null. Risikofri rente, skattesats, markedsrisikopremie og andel kontanter og investeringer er allerede fastsatt i kapittel 10.1. Beta for investeringer er lik 1 og illikviditetspremien i fremtiden er estimert til å være 0, i tråd med forklaringen i kapittel 7.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Kontantkrav	0,005	0,004	0,003	0,004	0,006	0,007	0,008	0,010
KON/FE	0,986	0,971	0,957	0,943	0,929	0,914	0,900	0,886
Investeringskrav	0,052	0,051	0,050	0,051	0,053	0,054	0,055	0,057
INV/FE	0,014	0,029	0,043	0,057	0,071	0,086	0,100	0,114
Finansielt eiendelskrav	0,53 %	0,52 %	0,51 %	0,70 %	0,95 %	1,06 %	1,30 %	1,55 %

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Kontantkrav	0,012	0,014	0,015	0,017	0,019	0,021	0,021	0,021
KON/FE	0,872	0,857	0,843	0,829	0,815	0,800	0,786	0,786
Investeringskrav	0,059	0,061	0,062	0,064	0,066	0,068	0,068	0,068
INV/FE	0,128	0,143	0,157	0,171	0,185	0,200	0,214	0,214
Finansielt eiendelskrav	1,79 %	2,04 %	2,28 %	2,53 %	2,77 %	3,01 %	3,08 %	3,08 %

Tabell 10-5 Fremtidig finansiell eiendelskrav

Både kontantkravet og investeringskravet faller frem til 2018, for så stige frem til steady state. Dette er på grunn av de forventede bevegelsene i den risikofrie renten i årene fremover. Investeringskravet er høyere enn kontantkravet, og siden investeringsvekten er stigende, fører det til at kravet til finansielle eiendeler også stiger over tid.

10.2.2 Krav til finansiell gjeld

I kapittel 7 ble det funnet at den vektete syntetiske ratingen til den finansielle gjelden er BBB, som gir 1,4% kredittrisikopremie på finansiell gjeld. Kredittrisikopremien vil derfor bli satt til 1,4% i fremtidsprognosen.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Risikofri rente etter skatt	0,47 %	0,39 %	0,31 %	0,43 %	0,62 %	0,66 %	0,84 %	1,01 %
Kredittrisikopremie (FG)	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %
Finansielt gjeldskrav	1,87 %	1,79 %	1,71 %	1,83 %	2,02 %	2,06 %	2,24 %	2,41 %

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Risikofri rente etter skatt	1,19 %	1,37 %	1,54 %	1,72 %	1,90 %	2,07 %	2,07 %	2,07 %
Kredittrisikopremie (FG)	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %
Finansielt gjeldskrav	2,59 %	2,77 %	2,94 %	3,12 %	3,30 %	3,47 %	3,47 %	3,47 %

Tabell 10- 6 Fremtidig finansiell gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav i steady state er på 3,47%. Den faller først fra 2016 til 2018, for så stige frem til steady state. Fallet i første periode skyldes fallende risikofri rente. Redusert skattesats over perioden motvirker fallet i risikofri rente, og er med på å bremse fallet i finansielt gjeldskrav. I 2018 og utover er skattesatsen fast og stigningen skyldes en stigende risikofri rente.

10.2.3 Krav til netto finansiell gjeld

For å kalkulere netto finansielt gjeldskrav vil krav for finansiell gjeld og finansielle eiendeler bli vektet med sine representative andeler.

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

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Finansielt gjeldskrav	0,019	0,018	0,017	0,018	0,020	0,021	0,022	0,024
FG/NFG	1,084	1,130	1,146	1,160	1,172	1,184	1,194	1,221
Finansielt eiendelskrav	0,005	0,005	0,005	0,007	0,010	0,011	0,013	0,015
FE/NFG	0,084	0,130	0,146	0,160	0,172	0,184	0,194	0,221
Netto finansielt gjeldskrav	1,98 %	1,95 %	1,88 %	2,01 %	2,20 %	2,24 %	2,42 %	2,60 %

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Finansielt gjeldskrav	0,026	0,028	0,029	0,031	0,033	0,035	0,035	0,035
FG/NFG	1,251	1,283	1,318	1,357	1,400	1,447	1,500	1,500
Finansielt eiendelskrav	0,018	0,020	0,023	0,025	0,028	0,030	0,031	0,031
FE/NFG	0,251	0,283	0,318	0,357	0,400	0,447	0,500	0,500
Netto finansielt gjeldskrav	2,79 %	2,97 %	3,15 %	3,33 %	3,51 %	3,68 %	3,67 %	3,67 %

Tabell 10-7 Fremtidig netto finansiell gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav er estimert å stige fra 1,98% i 2016 til 3,67% i steady state. Dette skyldes at både finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav er stigende for hele perioden.

10.3 Krav til selskapskapital

Kravet til selskapskapital er det vektete kravet til investorer og långivere. Det finnes to mål på selskapskapitalen; sysselsatt kapital og netto driftskapital. Vi velger å bruke krav til netto driftskapital videre i oppgaven. Krav til avkastning på netto driftskapital er vektet avkastning mellom egenkapital, minoritetsinteressene, finansielle eiendeler og finansiell gjeld, som andel av netto driftskapital (Knivsflå, 2016p).

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + mir * \frac{MI}{NDK} + fgk * \frac{FE}{NDK} + fek * \frac{FG}{NDK}$$

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Egenkapitalkrav	2,71 %	2,61 %	2,56 %	2,71 %	2,92 %	3,00 %	3,23 %	3,38 %
EK/NDK	0,764	0,770	0,757	0,745	0,732	0,720	0,707	0,719
finansiell gjeldskrav	1,87 %	1,79 %	1,71 %	1,83 %	2,02 %	2,06 %	2,24 %	2,41 %
FG/NDK	0,255	0,260	0,278	0,296	0,314	0,332	0,350	0,344
finansiell eiendelskrav	0,53 %	0,52 %	0,51 %	0,70 %	0,95 %	1,06 %	1,30 %	1,55 %
FE/NDK	0,020	0,030	0,035	0,041	0,046	0,052	0,057	0,062
Netto driftskrav	2,54 %	2,46 %	2,39 %	2,53 %	2,73 %	2,78 %	2,99 %	3,16 %

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Egenkapitalkrav	3,53 %	3,68 %	3,84 %	4,00 %	4,16 %	4,33 %	4,31 %	4,31 %
EK/NDK	0,730	0,742	0,753	0,765	0,777	0,788	0,800	0,800
finansielt gjeldskrav	2,59 %	2,77 %	2,94 %	3,12 %	3,30 %	3,47 %	3,47 %	3,47 %
FG/NDK	0,338	0,331	0,325	0,319	0,313	0,306	0,300	0,300
finansielt eiendelskrav	1,79 %	2,04 %	2,28 %	2,53 %	2,77 %	3,01 %	3,08 %	3,08 %
FE/NDK	0,068	0,073	0,078	0,084	0,089	0,095	0,100	0,100
Netto driftskrav	3,33 %	3,50 %	3,67 %	3,85 %	4,02 %	4,19 %	4,19 %	4,19 %

Tabell 10-8 Fremtidig netto driftskrav

Alle kravene netto driftskrav består av, har samme utvikling, og netto driftskrav får derfor et tilsvarende fall fra 2016 til 2018 og stigning frem til 2030. I 2030 og utover er kravet på 4,19%.

10.4 Analyse av superrentabilitet i budsjettet

Vi har tidligere analysert den historiske rentabiliteten til XXL, og vil nå gjennomføre en tilsvarende analyse på de budsjetterte tallene.

Det forventes i utgangspunktet at virksomheter ikke har noen varige strategiske fordeler, kun eventuelle kortsiktige fordeler som reverseres mot likevekt. Dette skyldes at konkurransen over tid vil drive egenkapitalrentabiliteten mot kravet til egenkapitalavkastningen. Alternativt kan en virksomhet ha en varig strategisk fordel, eksempelvis gjennom å skape inngangsbarrierer i markedet eller gjennom unike interne ressurser. Da kan egenkapitalrentabiliteten overstige egenkapitalkravet også på lang sikt.

Vi har tidligere i oppgaven konkludert med at XXL har en strategisk fordel som blant annet skyldes konkurransefortrinnene selskapet har overfor bransjen. Noen av fortrinnene er midlertidige og forventes derfor å forsvinne over tid. Likevel mener vi at XXL kommer til å ha noe strategisk fordel over lang tid, og i steady state. På lang sikt mener vi at XXL vil opprettholde en strategisk fordel på omtrent 3,77%. Den strategiske fordelingen kommer som et resultat av deres evne til å skape rentabilitet som er høyere enn kravet, og bygger på den marginfordelen selskapet har hatt fram til 2015.

Med bakgrunn i fremtidsbudsjettet og fremtidskravene som vi har estimert tidligere, har vi kommet frem til følgende strategisk fordel for XXL i årene framover.

Strategisk fordel	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ekr	10,84 %	6,69 %	6,46 %	6,08 %	5,58 %	5,03 %	5,48 %	5,84 %
ekk	2,71 %	2,61 %	2,56 %	2,71 %	2,92 %	3,00 %	3,23 %	3,38 %
SF	8,12 %	4,08 %	3,90 %	3,37 %	2,65 %	2,04 %	2,25 %	2,46 %

Strategisk fordel	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
ekr	6,21 %	6,58 %	6,96 %	7,35 %	7,74 %	8,14 %	8,08 %	8,08 %
ekk	3,53 %	3,68 %	3,84 %	4,00 %	4,16 %	4,33 %	4,31 %	4,31 %
SF	2,68 %	2,90 %	3,12 %	3,35 %	3,58 %	3,82 %	3,77 %	3,77 %

Tabell 10- 9 Fremtidig strategisk fordel

Den fremtidige strategiske fordel kan dekomponeres i en driftsfordel og en finansieringsfordel. Siden vi har budsjettert med en finanskostnad og finansinntekt lik kravene, vil finansieringsfordelen være lik 0. Hele den strategiske fordel kan dermed tilskrives driftsfordelen. Denne kan igjen dekomponeres i en strategisk fordel drift og en gearingsfordel.

Siden XXL har en strategisk fordel drift, vil det være ønskelig å skalere den opp ved hjelp av gearing, noe som vil gi en gearingsfordel. Totalt sett budsjetterer vi med en noe lavere strategisk fordel i 2016 enn i 2015 grunnet lavere forventet rentabilitet som følge av ekspansjonen. Den strategiske fordel reduseres ytterligere fram til 2021 grunnet ekspansjonen til Sentral Europa som vil sannsynligvis kreve mye nyinvesteringer og øke kostnadsnivået. Videre vil rentabiliteten, og den strategiske fordel øke fram til 2029 og vil stabilisere seg på 3,77% i steady state. Den budsjetterte strategiske fordel bygger også på den strategiske analysen fra kapittel 4. Vi har sett at priskonkurransen i bransjen, samt trussel fra substituttene vil kunne redusere rentabiliteten i blant sportskjedene. Det forventes imidlertid at XXL klarer å drive mer lønnsomt enn konkurrentene grunnet konkurransefortrinnene som ligger i selskapets renommé.

SFD	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ndr	8,75 %	5,60 %	5,35 %	5,04 %	4,67 %	4,25 %	4,59 %	4,93 %
ndk	2,54 %	2,46 %	2,39 %	2,53 %	2,73 %	2,78 %	2,99 %	3,16 %
SFD	6,21 %	3,14 %	2,95 %	2,51 %	1,94 %	1,47 %	1,59 %	1,77 %
NFG/EK	30,81 %	29,87 %	32,03 %	34,27 %	36,58 %	38,98 %	41,46 %	39,17 %
GFD	1,91 %	0,94 %	0,95 %	0,86 %	0,71 %	0,57 %	0,66 %	0,69 %
SF	8,12 %	4,08 %	3,90 %	3,37 %	2,65 %	2,04 %	2,25 %	2,46 %

SFD	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
ndr	5,29 %	5,65 %	6,02 %	6,41 %	6,80 %	7,20 %	7,20 %	7,20 %
ndk	3,33 %	3,50 %	3,67 %	3,85 %	4,02 %	4,19 %	4,19 %	4,19 %
SFD	1,96 %	2,15 %	2,35 %	2,56 %	2,78 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %
NFG/EK	36,95 %	34,80 %	32,72 %	30,70 %	28,74 %	26,84 %	25,00 %	25,00 %
GFD	0,72 %	0,75 %	0,77 %	0,79 %	0,80 %	0,81 %	0,75 %	0,75 %
SF	2,68 %	2,90 %	3,12 %	3,35 %	3,58 %	3,82 %	3,77 %	3,77 %

Tabell 10-10 Fremtidig strategisk fordel drift

11 Fundamental verdsettelse

11.1 Oversikt over metoder og modeller

Tidligere i denne oppgaven har vi utarbeidet et fremtidsbudsjett basert på en strategisk regnskapsanalyse av XXL. Dette fremtidsbudsjettet danner grunnlaget for å finne den virkelige verdien av egenkapitalen til XXL og en tilhørende aksjepris. Vårt verdiestimat baseres på analysen av underliggende økonomiske faktorer i XXL, samt vårt syn om og forutsetninger for den fremtidige utviklingen i selskapet. Vårt verdiestimat kan derfor avvike fra børskursen og markedets forventninger.

På bakgrunn av fremtidsregnskapet og fremtidskravene skal det utarbeides verdiestimater etter egenkapital- og selskapskapitalmetodene, som presentert av Knivsflå. De første estimatene vil avvike fra hverandre, men etter hvert som vi erstatter de budsjetterte verdiene med de virkelige, vil estimatene nærme seg hverandre og til slutt konvergere.

Faktorene som inngår i de to metodene er basert på våre vurderinger av XXL og markedet, og er derfor usikre. På slutten av kapittelet vil det derfor presenteres en sensitivitetsanalyse som viser hvordan ulike forutsetninger påvirker verdiestimatet.

11.2 Egenkapitalmetodene

Egenkapitalmetoden innebærer direkte verdsettelse av «strømmene» til egenkapital (Knivsflå, 2016p). Den fremtidige strømmen av verdier til egenkapital diskonteres med egenkapitalkravet og gir nåverdi av egenkapital.

Vi gjennomgår fire EK-modeller som blir brukt videre i oppgaven; NBU-modellen, FKE-modellen, SPE-modellen og Δ SPE-modellen. Modellene innenfor egenkapitalmetoden er ekvivalente og gir alltid samme verdiestimat ved konsistent bruk selv om kravet til egenkapital er basert på budsjetterte vektene.

11.2.1 Fri kontantstrømmodellen

Verdien av egenkapital beregnes som nåverdi av fremtidig fri kontantstrøm til egenkapital. Siden det ble budsjettert med netto betalt utbytte lik fri kontantstrøm til egenkapital, gir fri kontantstrøm- og utbyttmodell samme resultat. Modellen forutsetter konstant vekst etter periode T.

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

11.2.2 Superprofittmodellen

Verdien av egenkapital i dag, er balanseført verdi av egenkapital pluss nåverdien av fremtidige residuale resultat, eller superprofitt til egenkapital.

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

Superprofitt finnes som et forventet residualresultat til egenkapital, altså årets resultat til egenkapital fratrukket avkastningskravet til egenkapital uttrykt i kroner.

Superprofittmodellen er tett knyttet til strategi, da den strategiske fordelen målt i kroner tilsvarer superprofitten. Modellen sier derfor at verdien av egenkapital er lik investert kapital pluss nåverdien av den strategiske fordelen.

11.2.3 Superprofittvekstmodellen

Verdien av egenkapital er lik den kapitaliserte verdien av nettoresultat til egenkapital uten vekst, pluss nåverdien av fremtidig vekst. Den fremtidige veksten er justert superprofittvekst slik at den bare gir verdi dersom den er lønnsom, altså at veksten fører til økt superprofitt.

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

Superprofittveksten tar hensyn til at avkastningskravet i år t avviker fra det avkastningskravet som nettoresultat til egenkapitalen i den første perioden er kapitalisert til, og finnes ved følgende formel:

$$\Delta SPE_t = \frac{(1 + ekk_1) * SPE_t - (1 + ekk_t) * SPE_{t-1}}{1 + ekk_t}$$

11.3 Selskapskapitalmetodene

Selskapskapitalmetodene verdsetter egenkapital indirekte, ved å først finne verdien av selskapet, og så trekke fra verdien av gjeld. For å finne verdien av selskapet kan man enten verdsette den sysselsatte kapitalen og trekke fra verdien av finansiell gjeld, eller verdsette netto driftskapitalen og trekke fra verdien av netto finansiell gjeld.

Siden vi budsjetterte med en rente til netto finansiell gjeld lik kravet, blir den virkelige verdien til netto finansiell gjeld lik den balanseførte verdien. Siden XXL ikke har minoritetsinteresser ser vi bort fra problemstillinger knyttet til dette. Vi velger å bruke netto driftskapitalmetoden,

som inkluderer fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Disse metodene vil gi samme estimat på selskapskapitalverdien, og dermed egenkapitalverdien, ved konsistent bruk. Verdien kan imidlertid avvike fra estimatene fra egenkapitalmetodene dersom de budsjetterte vektene brukes for estimeringen.

11.3.1 Fri kontantstrømmodellen

På linje med egenkapitalmetoden verdsettes selskapets kapital på grunnlag av frie kontantstrømmer, som i dette tilfellet er kontantstrømmer fra drift. Modellen forutsetter konstant vekst fra periode T+1.

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

11.3.2 Superprofittmodellen

Verdien av netto driftskapital er den balanseførte verdien pluss nåverdien av fremtidig superprofitt fra drift, diskontert med kravet til avkastning på netto driftskapital.

$$VNDK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

Superprofitt fra drift finnes som residualt resultat til drift, altså netto driftsresultat fratrukket avkastningskravet til netto driftseiendeler uttrykt i kroner.

11.3.3 Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekstmodellen samsvarer med tilsvarende modell under egenkapitalmetoden.

$$VNDK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} * \left[\sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPD_{T+2}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{T+1}) * (ndk - ndv)} \right]$$

Endringene i superprofitten finnes på følgende måte:

$$\Delta SPD_t = \frac{(1 + ndk_1) * SPD_t - (1 + ndk_t) * SPD_{t-1}}{1 + ndk_t}$$

11.4 Første estimat og verdikonvergens

Vi bruker de presenterte metodene for å finne vårt første estimat på verdien til egenkapital til XXL og tilhørende aksjepris. I første omgang bruker vi de budsjetterte verdiene på egenkapital og netto driftskapital for å beregne avkastningskravene. Konstant vekst som benyttes for å beregne terminalverdien er satt til 4%.

De presenterte formlene gir følgende verdiestimat

VEK	Fri KS	Superprofitt	Δ Superprofitt	Gjennomsnitt
EK-metode	75377,42	75377,42	75377,42	75377,42
SK-metode	126559,84	126559,84	126559,84	126559,84
Gjennomsnitt	100968,63	100968,63	100968,63	100968,63

Aksjepris	Fri KS	Superprofitt	Δ Superprofitt	Gjennomsnitt
EK-metode	544,19	544,19	544,19	544,19
SK-metode	913,71	913,71	913,71	913,71
Gjennomsnitt	728,95	728,95	728,95	728,95

Tabell 11-11 Verdiestimat

Verdiene av egenkapital beregnet etter de to hovedmetodene avviker fra hverandre. Verdiene innad i metodene er imidlertid like. Utrekningene til de ulike metodene kan finnes i appendiks. Verdien av egenkapital og aksjeprisen er i tillegg veldig høye. Dette er imidlertid kun det første estimatet, og det blir justert videre i oppgaven.

Siden det brukes budsjetterte, og ikke virkelige verdier av egenkapital og netto driftskapital, vil det første estimatet avvike fra det endelige estimatet. For å finne det endelige estimatet, som også er likt på tvers av metodene, må de budsjetterte vektene stegvis erstattes med de virkelige verdiene (Knivsflå, 2016q).

Gjennomsnittlig verdiestimat fra det første steget brukes i neste steg som et nytt verdiestimat på egenkapitalen i 2015. Siden vi budsjetterte med netto finansiell rentabilitet lik kravet, vil ikke verdien av netto finansiell gjeld endre seg. Summen av egenkapital og gjeld gir netto driftseiendeler. Vi finner videre netto driftsresultat som produkt av netto driftskrav fra foregående steg med netto driftseiendeler.

Netto kontantstrøm fra drift, netto finansiell gjeld og netto finansiell kostnad endres ikke når vi går fra de budsjetterte til de virkelige verdiene. Endringene i netto driftseiendeler finnes som restledd i kontantstrømmen. Ved å legge årets endring i netto driftseiendeler til fjorårets netto driftseiendeler finner vi årets netto driftseiendeler. Disse beregningene gjøres for alle år i budsjettperioden.

Siden de budsjetterte vektene erstattes med de virkelige verdiene, endres både netto driftsbeta og egenkapitalbeta. Dette påvirker kravet til netto driftseiendeler og til egenkapital. Dette påvirker videre diskonteringsfaktorene som benyttes til å finne netto nåverdi av fremtidige kontantstrømmer. Vi får da til slutt et oppdatert verdiestimat på XXLs egenkapital. Avviket

mellom verdien beregnet etter egenkapital- og selskapskapitalmetodene blir lavere etter at vektene er oppdatert.

Den samme prosessen gjentas flere ganger, helt til begge metodene gir identisk egenkapitalverdi. Beregningene gjennomføres på samme måte som tidligere, og i hvert steg bruker man de oppdaterte verdiene fra foregående steg.

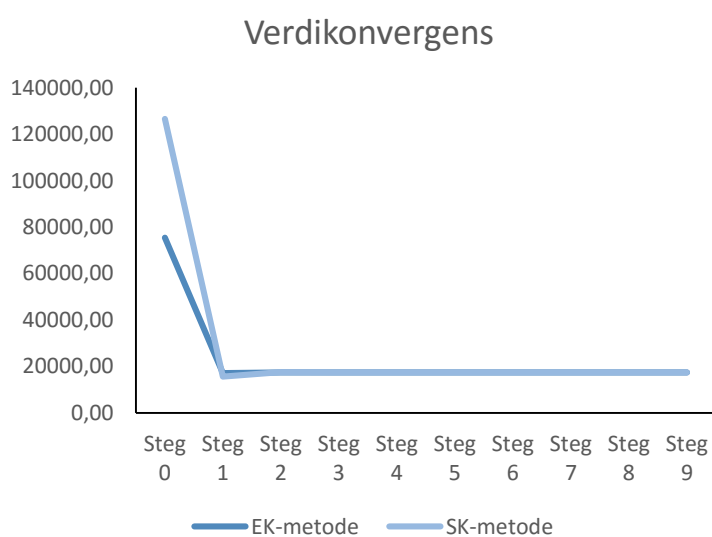
Det siste steget i prosessen har gitt oss følgende estimater på egenkapitalverdi.

VEK	Fri KS	Superprofitt	Δ Superprofitt	Gjennomsnitt
EK-metode	17349,83	17349,83	17349,83	17349,83
SK-metode	17349,83	17349,83	17349,83	17349,83
Gjennomsnitt	17349,83	17349,83	17349,83	17349,83

Aksjepris	Fri KS	Superprofitt	Δ Superprofitt	Gjennomsnitt
EK-metode	125,26	125,26	125,26	125,26
SK-metode	125,26	125,26	125,26	125,26
Gjennomsnitt	125,26	125,26	125,26	125,26

Tabell 11-12 Verdiestimat etter konvergeringsprosessen

Konvergeringsprosessen kan fremstilles ved hjelp av følgende diagram



Figur 11-1 Verdikonvergens

I steg null er estimatene beregnet etter de to metodene svært ulike. I steg én reduseres forskjellen, samtidig som den estimerte verdien av egenkapital reduseres betraktelig. Fra og med steg tre er avviket mellom metodene svært lavt. Tabellen under viser resultatene av konvergeringsprosessen mer nøyaktig.

	EK-metode	SK-metode	Differanse	Differanse-%
Steg 0	75377,4231	126559,8400	51182,41687	50,6914 %
Steg 1	17138,6553	15525,1117	-1613,54353	-9,8797 %
Steg 2	17374,6308	17471,8842	97,25340	0,5582 %
Steg 3	17348,3309	17341,3995	-6,93144	-0,0400 %
Steg 4	17349,9342	17350,4007	0,46651	0,0027 %
Steg 5	17349,8230	17349,7912	-0,03175	-0,0002 %
Steg 6	17349,8305	17349,8327	0,00216	0,0000 %
Steg 7	17349,8300	17349,8298	-0,00015	0,0000 %
Steg 8	17349,8300	17349,8300	0,00001	0,0000 %
Steg 9	17349,8300	17349,8300	0,00000	0,0000 %

Tabell 11-13 Verdiestimat under konvergeringsprosessen

Ved å gjennomføre verdikonvergeringen har vi altså kommet frem til et estimat på egenkapitalverdi på 17349,83 MNOK, og en tilhørende aksjepris på 125,26 kr.

11.5 Usikkerhet: Sensitivitet, simulering og konkurs

Verdiestimatet er i prinsippet forventet verdi basert på den forventede utviklingen til alle budsjett- og verdidriverne. I prognosen er det foretatt mange skjønnsmessige vurderinger, og estimatene er derfor usikre. Usikkerheten knyttet til utviklingen til budsjettdriverne fører til at verdiestimatet vil ha en fordeling rundt forventet verdi. Større usikkerhet i estimatene fører til økt varians i verdiestimatet (Knivsflå, 2016r).

Det er mange faktorer som påvirker verdiestimatet. De ulike faktorene kan skilles inn i budsjett drivere i fremtidsregnskapet og drivere av avkastningskravet. Oppgaven har basert seg på den forutsetning at det ikke vil være finansieringsfordel i fremtiden. Det gjør at budsjett drivere som finansiell gjelds-/eiendelsdel og finansiell gjelds-/eiendelsrente ikke blir aktuelle å analysere. Av budsjett drivere vil de kritiske faktorene vi ønsker å se på, være omløpshastigheten til netto driftseiendeler (onde), driftsinntektsveksten (div) og netto driftsmargin (ndm). Disse vil bli analysert ved hjelp av simulering i Crystal Ball. Når det kommer til avkastningskravet, vil risikofri rente og markedsrisikopremie også inkluderes i simuleringen.

11.5.1 Simulering

Simulering går ut på å synliggjøre usikkerhet i verdiestimatet ved å gjøre kritiske budsjett- og verdidrivere til stokastiske variabler. Ved å gjøre dette går verdiestimatet fra å være et punkt estimat til å få en fordeling.

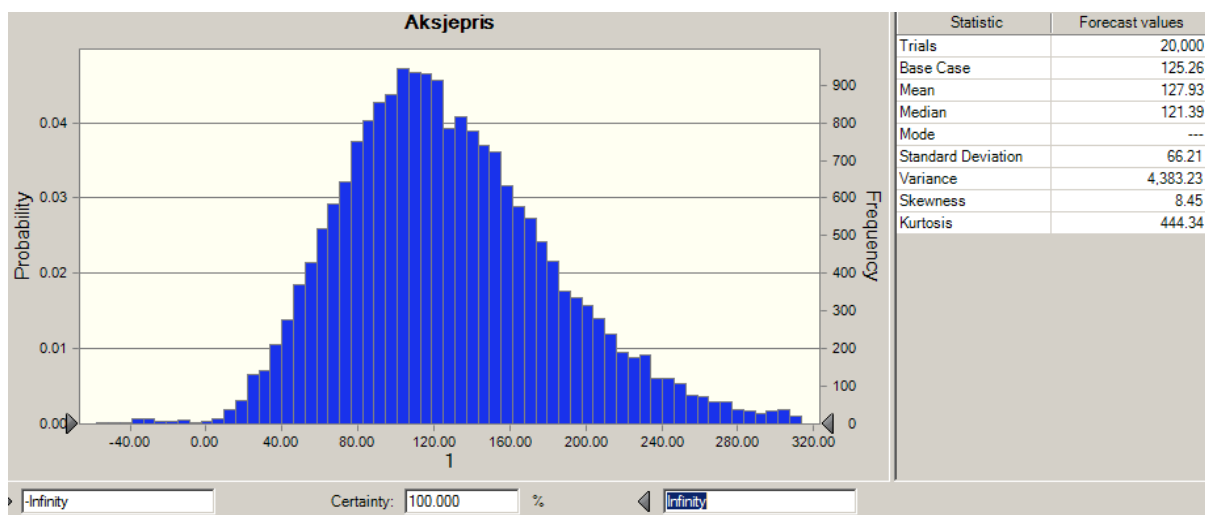
Tilleggsverktøyet for Excel, Crystal Ball, blir brukt til å gjennomføre Monte Carlo simuleringen. For å gjennomføre denne simuleringen må det fastsettes ulike fordelinger for de kritiske faktorene. Tabellen under viser fordelingene til hver av faktorene som blir analysert. Normalfordeling er skrevet på formen N(forventet verdi; standard avvik). Uniform fordeling er skrevet som U(Nedre grense; Øvre grense), hvor hvert punkt innenfor området har like stor sannsynlighet for å inntreffe.

Faktor	Fordeling
Driftsinntektsvekst i punkt 1: 2016	N(18,80%;2,69%)
Driftsinntektsvekst i punkt 2: 2017	N(13%;2,69%)
Driftsinntektsvekst i punkt M: 2021	N(14%;3,58%)
Driftsinntektsvekst i punkt T: 2029	U[0,03;0,05]
Driftsmargin i punkt 1: 2016	N(5%;0,52%)
Driftsmargin i punkt 2: 2017	N(4%;0,52%)
Driftsmargin i punkt M: 2021	N(2,5%;0,79%)
Driftsmargin i punkt T: 2029	U(2,28%;3,48%)
Omløpshastighet i punkt 1: 2016	N(1,75;30,76%)
Omløpshastighet i punkt 2: 2017	N(1,4;30,76%)
Omløpshastighet i punkt M: 2021	N(1,7;46,14%)
Omløpshastighet i punkt T: 2029	N(2,5%;30,76%)
Risikofri rente etter skatt	U(1,77%;2,37%)
Markedsrisikopremie	U(4,4%;5%)

Tabell 11-14 Fordeling til de ulike faktorene

Forventet verdi er allerede fastsatt tidligere i oppgaven. Standardavviket er regnet på bakgrunn av det historiske standardavviket i analyseperioden 2011-2015. Det er knyttet ekstra stor usikkerhet til estimatene på mellomlang sikt, som gjør at vi har skalert opp standardavviket i punkt M. Øvre og nedre grense for faktorene med uniform fordeling er skjønnsmessig satt rundt forventet verdi. I simuleringen vil variablene bli sett på som uavhengige av hverandre. Tilfellet er den at flere av de vil faktisk korrelere, men siden det er krevende å estimere korrelasjonsfaktoren og at målet med analysen er å se på usikkerheten, kommer vi til å sette korrelasjonsfaktoren lik null.

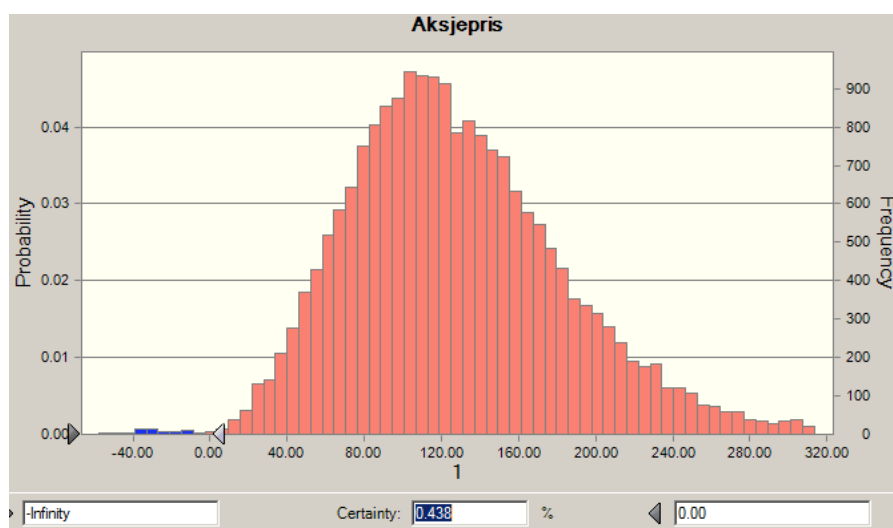
På bakgrunn av dette ble det gjennomført 20 000 simuleringer. Figuren under viser fordelingen til aksjeprisene som ble simulert. Medianen er på 121,39, mens gjennomsnittet av alle simuleringene er på 127,93. Dette ligger nærme vårt verdiestimat fra den fundamentale verdivurderingen. Det er stor spredning mellom simuleringene, som vi kan se fra standardavviket på 66,21.



Figur 11-2 Crystal Ball resultat

11.5.1.1 Konkursrisiko

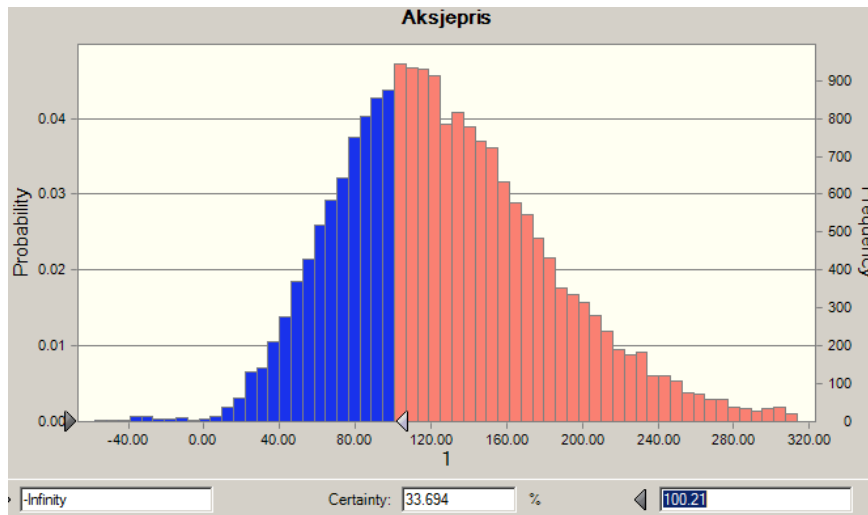
Det er også ønskelig å kartlegge konkursrisikoen til selskapet. Fra tidligere har vi estimert en fremtidig syntetisk rating på BBB, som tilsvarer en konkursrisiko på 0,3%. En syntetisk rating på BB tilsvarer 1% konkursrisiko (Knivsflå, 2016r). Fra simuleringene får vi en 0,44% sannsynlighet for at aksjekursen er under null, som da innebærer at selskapet er konkurs. Dette passer godt med vårt estimat på den syntetiske ratingen på BBB, og kan tyde på at XXL får en svak BBB rating. Siden estimatene er lave, underbygger det våre antagelser om at konkurssannsynligheten er lav.



Figur 11-3 Konkursrisiko

11.5.1.2 Nedsiderisiko

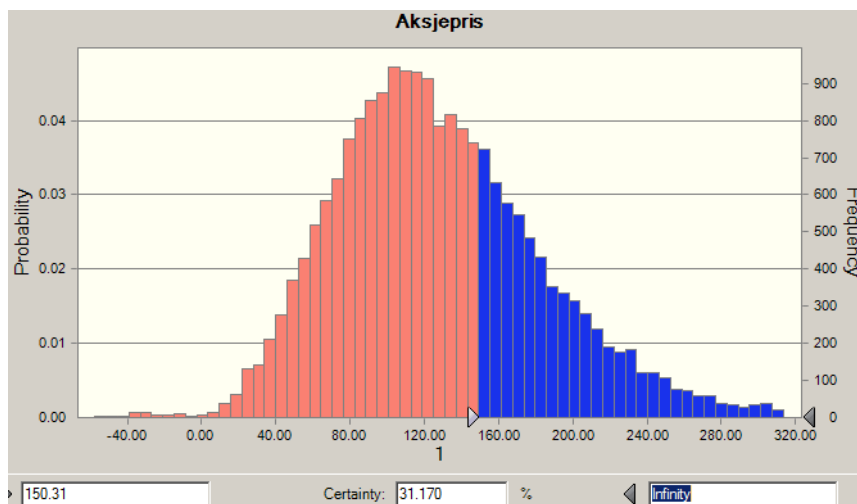
Sannsynligheten for at aksjekursen faller under en gitt pris kalles for nedsiderisiko. Her undersøkes sannsynligheten for at aksjekursen faller med mer enn 20%. Det blir da undersøkt hvor stor andel av simuleringene som gir en aksjekurs under 100,21 kr, som tilsvarer et fall på 20% fra den estimerte aksjeprisen. Fra figuren under ser vi at det er en nedsiderisiko på 33,69% for at aksjen faller under 100,21 kr.



Figur 11-4 Nedsiderisiko

11.5.1.3 Oppsidepotensiale

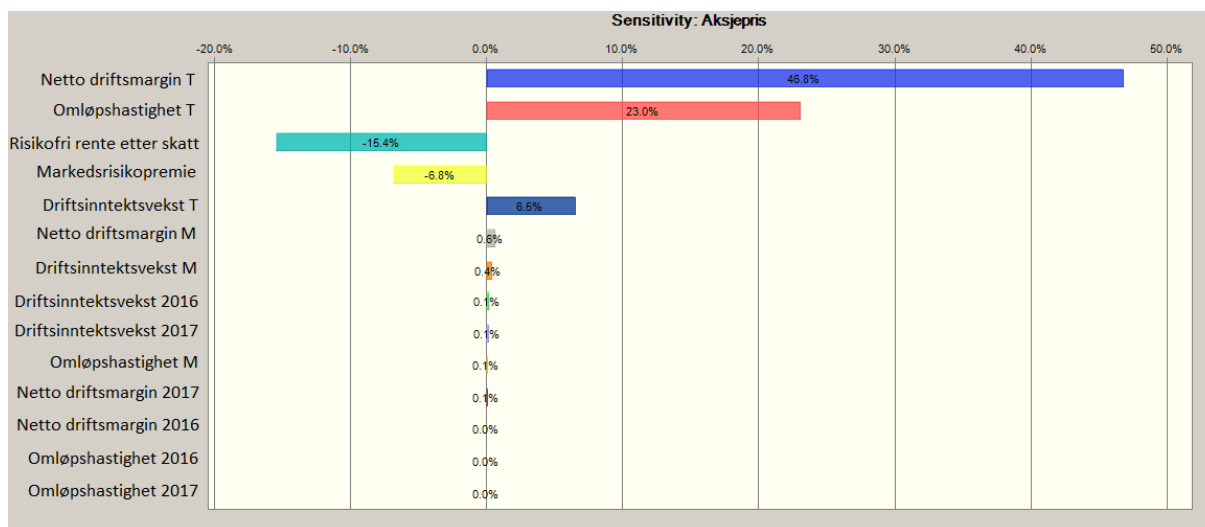
I tillegg til nedsiderisikoen, er det også ønskelig å vurdere mulighetene i aksjen, altså aksjens potensiale til å overstige en viss verdi. I likhet med nedsiderisiko skal vi se på en 20% endring, bare i motsatt retning. Her blir andel utfall som overstiger 150,31 kr undersøkt. Fra figuren under ser vi at oppsidepotensialet er på 31,17%.



Figur 11-5 Oppsidepotensial

11.5.1.4 Sensitivitetsanalyse

En sensitivitetsanalyse går ut på å synliggjøre usikkerhet ved å endre på kritiske faktorer og illustrere hvordan det slår ut i verdierestimater. Mange variabler blir simulert til ulike verdier på bakgrunn av fordelingene gitt over. Under er det en oversikt over de ulike variablenes bidrag til variansen når de øker.



Figur 11-6 Sensitivitetsrapport Crystal Ball

Aksjeprisen er altså mest sensitiv for endring i netto driftsmargin, omløpshastighet og risikofri rente etter skatt i horisonten. Grunnen til at risikofri rente og markedsrisikopremie viser et negativt utslag er at når de øker, faller aksjeprisen. Under er det gjennomført en sensitivitetsanalyse hvor en og en variabel endres for å se innvirkningen på aksjeprisen.

Driftsmargin i horisont	2,28 %	2,58 %	2,88 %	3,18 %	3,48 %
Aksjepris	64,87	95,1	125,26	155,38	185,48
Omløpshastighet i horisont	2	2,25	2,5	2,75	3
Aksjepris	74,53	102,53	125,26	143,99	159,66
Driftsinntektsvekst i horisont	3 %	3,50 %	4 %	4,50 %	5 %
Aksjepris	100,11	112,67	125,26	137,91	150,66
Risikofri rente etter skatt i horisont	1,77 %	1,92 %	2,07 %	2,22 %	2,37 %
Aksjepris	171,89	145,32	125,26	109,58	96,98
Markedsrisikopremie	4,40 %	4,55 %	4,70 %	4,85 %	5,00 %
Aksjepris	154,48	138,56	125,26	113,99	104,32

Tabell 11-15 Sensitivitetsanalyse

Som det fremkommer fra tabellen og resultatene fra Crystal Ball, spiller driftsmarginen i steady state en stor rolle for den estimerte aksjeprisen. Eksempelvis vil en 0,5% reduksjon i marginen halvere aksjeprisen, mens en tilsvarende økning øke den med omtrent 50%. Videre vil en økning i omløpshastigheten på horisonten redusere XXLs omløpsulempe overfor bransjen, og derfor øke aksjeprisen. Jo høyere omløpet er, desto mindre blir omløpsulempen til XXL, og desto høyere blir den estimerte aksjeprisen. Driftsinntektsveksten på horisonten påvirker aksjeprisen på samme måte som de andre faktorene. Jo høyere vekst XXL forventes å oppnå i steady state, desto høyere blir aksjeprisen. I dette tilfellet ser vi på en økning opp til 5%, da en vekst over det tilsier at selskapet vokser mer enn verdensøkonomien. Den risikofrie renten og markedsrisikopremien påvirker avkastningskravene til kontantstrømmene som XXL genererer. Jo lavere den risikofrie renten og markedspremien er i steady state, desto høyere blir aksjeprisen.

11.5.2 Konkursrisiko

Det finnes to ulike metoder for å håndtere konkursrisiko. Metode 1 går ut på å bygge inn konkursrisikoen inn i forventet fremtidsregnskap. Metode 2 går ut på å utarbeide fremtidsregnskapet under forutsetningen om fortsatt drift og håndtere konkursscenarioet separat. I metode 2 blir det konvergente verdiestimatet basert på drift justert ned (Knivsflå, 2016r). I denne oppgaven blir metode 2 blitt brukt.

Ved isolert konkursrisiko nedjusteres verdiestimatet ved hjelp av følgende formel.

$$VEK = (1 - p) * FVEK + p * LVEK$$

FVEK er fundamentalverdien ved fortsatt drift og LVEK står for likvidasjonsverdien av egenkapitalen. Rask realisering er oftest tilfellet ved konkurs. Dette innebærer ofte at konkursboet selger eiendeler til en lavere pris enn om det hadde blitt brukt tid for å styre avviklingen for å oppnå maksimal verdi. Siden långivere har krav til å få tilbakebetalt gjeld først, vil likvidasjonsverdien ofte være tilnærmet null (Knivsflå, 2016r). Det forutsettes derfor at LVEK er lik null. Sannsynlighet for konkurs er definert ved p .

I tabellen under oppgir Knivsflå sannsynlighet for konkurs knyttet til ulike syntetisk rating.

Syntetisk rating	Konkurssannsynlig
AAA	0,000
AA	0,000
A	0,001
BBB	0,003
BB	0,010
B	0,049
CCC	0,126
CC	0,280
C	0,510
D	0,855

Tabell 11-6 Konkurssannsynlighet for ulike syntetiske rating

Tidligere i oppgaven ble det estimert en syntetisk rating på BBB i fremtiden. Resultatene av simuleringen kan tyde på en litt høyere konkurssannsynlighet enn 0,3%. Vi velger derfor å justere dette estimatet opp til 0,4%.

$$0,996 * 125,26 + 0,004 * 0 = 124,77$$

Nedjustert verdiestimat per aksje blir i dette tilfellet 124,77 kr. Denne justeringen er relativt liten, da fundamental verdiestimat per aksje er på 125,26 kr.

11.6 Oppsummering

På bakgrunn av det tidligere utarbeidete fremtidsbudsjettet og fremtidskravene har vi i dette kapittelet funnet et verdiestimat for egenkapital til XXL og en tilhørende aksjepris. Vi har estimert verdi av egenkapital ved hjelp av egenkapital- og selskapskapitalmetoden, noe som ga et stort avvik i estimatene i begynnelsen ved bruk av budsjetterte vektorer. Videre konvergente verdiene mot ett felles estimat da vi oppdaterte vektene med de virkelige verdiene. Aksjeprisen som vi har kommet frem til var 125,26 kr.

Videre analyserte vi usikkerheten i verdiestimatet og kom frem til at aksjeprisen er sensitiv til netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler og driftsinntektsveksten på horisonten, altså størrelsen på budsjettdriverne i steady state. En Monte-Carlo simulering som blir gjennomført ved hjelp av Crystal Ball 20 000 ganger, ga et gjennomsnittlig verdiestimat på 127,93 kr og en median på 121,38, noe som underbygger vårt opprinnelige estimat. Videre finner vi at XXL har en lav konkurssannsynlighet på 0,4%, og en ny aksjepris justert for konkurrisiko på 124,77 kr. Resultatene fra simuleringen må imidlertid brukes med forsiktighet da det er mye usikkerhet knyttet til dem, noe som er representert ved et høyt standardavvik. Videre ønsker vi å vurdere rimeligheten av vårt verdiestimat ved å gjennomføre en supplerende verdivurdering som vil bestå av en komparativ verdivurdering.

12 Komparativ verdsettelse

Den fundamentale verdivurderingen gjennomført frem til nå vil i dette kapitlet bli supplert med en komparativ verdivurdering. Den fundamentale verdivurderingen baserer seg på selskapets underliggende forhold som ble avdekket gjennom en strategisk regnskapsanalyse, som videre ga grunnlag for utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidskrav. Komparativ verdivurdering baserer seg på å sammenligne prising med tilsvarende selskaper eller eiendeler. Graden av presisjon er avhengig av forarbeidet som blir lagt inn for å gjøre multiplikatorene sammenlignbare (Knivsflå, 2016u).

Komparativ verdivurdering består av to modeller, multiplikatormodellen og substansverdimodellen. Verdivurdering gjennom multiplikatormodeller er mest vanlig i praksis, da dette er enklere og mindre tidskrevende. Multiplikatormodeller innebærer at egen- og selskapskapitalen til et selskap blir sammenlignet relativt med egen- og selskapskapital til tilsvarende virksomheter i samme bransje. I egenkapitalmetoden blir egenkapitalen verdsatt direkte, mens gjennom selskapskapitalmetoden blir egenkapitalen indirekte verdsatt ved først å regne ut selskapitalen og trekke fra netto finansiell gjeld. Figuren under illustrerer stegene som vil bli gjennomført.



Figur 12-1 Steg i komparativ verdivurdering

Aksjeprisen ved hjelp av egenkapitalmetoden finnes ved følgende formel:

$$P = m * B$$

Selskapskapitalmetoden er som følger:

$$P = m * B - NFG \text{ per aksje}$$

P = pris

m = den komparative multiplikatoren

B = basis tilhørende multiplikatoren

Den komparative multiplikatoren m er funnet på bakgrunn av det gjennomsnittlige forholdet mellom Pris og Basis (P/B) i de komparative selskapene (Knivsflå, 2016u).

Det finnes ulemper knyttet til komparativ verdivurdering som det er viktig å være klar over for å gjennomføre det riktig. Komparativ verdivurdering avhenger av sammenligningsgrunnlaget, basis og komparative selskaper. Det innebærer at analytikere som bruker denne metoden har stor frihet til å påvirke verdiestimatet. Verdien vi får fra komparativ verdivurdering kan bli påvirket av stemningen i markedet. Er stemningen optimistisk kan verdien beregnet etter multiplikatormodellen være for høy, og motsatt hvis stemningen er pessimistisk. I tillegg kreves det ofte justeringer for å gjøre multiplikatorene sammenlignbare (Knivsflå, 2016u).

Knivsflå fremmer ulike teknikker avhengig av hvor virksomheten befinner seg i livssyklusen (Knivsflå, 2016u). XXL er et selskap i vekst, og ifølge Knivsflå vil fundamental verdsettelse være den foretrukne metoden. Den komparative verdivurderingen vil ikke være like grundig gjennomført som den fundamentale verdivurderingen, da denne kun er ment som et supplement.

12.1 Valg av multiplikatorer og komparative selskaper

I denne oppgaven vil kun egenkapitalmetoden bli brukt. Dette er grunnet at regnskapene til de komparative selskapene ikke er normaliserte og omgrupperte, og vi kan følgelig ikke trekke ut den virkelige verdien av gjeld dersom vi bruker selskapskapitalmetoden. Den første multiplikatoren som vil bli benyttet i den komparative verdivurderingen er Pris/Fortjeneste, som er den mest brukte multiplikatoren i verdsettelse. Pris/Fortjeneste multiplikatoren er resultat- og kontantstrømorientert og forklarer forholdet mellom markedspris per aksje og fortjeneste per aksje. Den andre multiplikatoren som kommer til å bli benyttet er Pris/Bok. Denne multiplikatoren er balanseorientert og forklarer forholdet mellom markedspris per aksje og balanseført egenkapital per aksje. Formelen for disse to multiplene er som følger:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedspris per aksje}}{\text{Fortjeneste per aksje}}$$

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedspris per aksje}}{\text{Balanseført egenkapital per aksje}}$$

Som nevnt tidligere, er ikke de nærmeste konkurrentene til XXL børsnoterte, og de kan følgelig ikke brukes i den komparative verdsettelsen. Vi kommer derfor til å bruke noen av de samme selskapene som ble brukt tidligere i oppgaven for å finne beta. I den komparative verdsettelsen kommer vi til å bruke Clas Ohlson, H&M, Foot Locker og Kesko. Sportsvarer utgjør imidlertid kun en liten andel av assortimentet til Clas Ohlson, H&M og Kesko, mens Foot Locker driver hovedsakelig med salg av sko. Derfor er ikke disse selskapene optimale for den komparative verdsettelsen, noe som kan forårsake avvik fra verdierestimatet funnet tidligere i oppgaven.

12.2 Komparativt verdierestimat

For å komme frem til komparativt verdierestimat for XXL, vil det bli brukt en gjennomsnittlig ratio for de fire komparative selskapene. Tallene er hentet fra Bloomberg 18.05.2016. Vi har derfor behov for å justere aksjekursen i den fundamentale verdsettelsen til dagens dato for å kunne sammenligne.

	Clas Ohlson	H&M	Footlocker	Kesko	Gjennomsnitt
P/E	21,65	21,88	13,63	14,29	17,86
P/B	4,62	7,31	3,14	1,56	4,16

Tabell 12- 1 Komparative ratio

Det er en stor spredning i ratioene for selskapene. Dette skyldes både at de ikke er direkte sammenlignbare selskaper og at de har ulik kapitalstruktur. Bloomberg oppgir en P/E ratio på 27,52 og P/B ratio 3,08 for XXL. Dette avviker veldig fra gjennomsnittet av de andre selskapene. I figuren under har vi basis for de ulike multiplikatorene oppført i tilsvarende rekkefølge.

	XXL
Fortjeneste per aksje	3,08
Balanseført egenkapital per aksje	24,66

Tabell 12-2 Basis til de komparative multiplikatorene hos XXL

Verdierestimat per aksje ved bruk av P/E multiplikatoren er på 55,02 kr og 102,07 kr ved bruk av P/B. Med P/E multiplikatoren er aksjekursen 43% under dagens børskurs (18.05), som er 96,50

kr (Oslo Børs, 2016). Sammenlignet med vårt verdiestimat fra den fundamentale verdsettelsen justert til 18.05, er avviket på 56%. Avviket er så stort at den komparative vurderingen ikke er pålitelig, noe som kan forklares med fravær av direkte sammenlignbare børsnoterte selskaper. På bakgrunn av resultatene fra komparativ verdsettelse og de store avvikene, blir det ikke lagt vekt på funnene fra denne metoden. Vi velger å basere oss på den fundamentale verdivurderingen som ga et estimat på 124,77 kr.

13 Konklusjon og handelsstrategi

Målet med denne utredningen har vært å finne et estimat på egenkapitalen til XXL per 31.12.2015 og en tilhørende aksjepris. Avviket mellom den estimerte aksjeprisen og børskursen danner grunnlag for handelsstrategi. Vi vil nå presentere de viktigste funnene i oppgaven, og konkludere med en handelsstrategi.

Den strategiske analysen har vist at XXL står overfor en utfordrende situasjon i markedene som selskapet opererer i. I tillegg til dårlige makroøkonomiske utsikter er det konkurranse i markedet som påvirker selskapene i bransjen. På den ene siden etableres det nye nettbutikker som kan påvirke konkurransebilde i bransjen, mens på den andre siden økes presset fra substitutter. Mer prisbevisste konsumenter øker presset på selskapene, noe som tvinger aktørene til å redusere sine priser og følge nøye med på konkurrentenes prising. Samtidig fører den lave kronekursen til at innkjøpsprisene øker. Dette reduserer lønnsomheten i bransjen, noe vi fikk bekreftet i rentabilitetsanalysen hvor vi fant ut at det foreligger en bransjeulempe. Samtidig har vi konkludert med at XXL har ressurser som gir både midlertidige og varige konkurransefortrinn. Disse foreligger i XXLs innkjøps- og logistikk rutiner, «Big box»-konseptet og det sterke merkenavnet. Dette fikk vi også bekreftet i rentabilitetsanalysen som viste at XXL har en marginfordel. Analysen viste imidlertid også at selskapet har en omløpsulempe som innebærer lavere effektivitet enn bransjen. Fremover forventer vi at XXL vil gjennomføre sine uttalte planer om ekspansjon til Danmark, Tyskland, Østerrike og Sveits. Vi forventer at marginfordelen vil reduseres framover, mens omløpet vil øke til noe nærmere bransjegjennomsnitt. På lang sikt ser vi for oss at selskapet vil vokse med 4% i året i steady state. Dette innebærer en realvekst på ca. 1,5% i året.

På bakgrunn av forventninger og skjønnsmessige vurderinger utarbeides det et fremtidsbudsjett som danner grunnlag for verdsettelse. Vi har brukt egenkapitalmetode og selskapskapitalmetode for å finne verdiestimatet til XXL. Metodene ga i utgangspunktet ulike estimater grunnet bruk av budsjetterte vekter i kapitalkravene. Etter at vektene ble gradvis oppdatert til de virkelige verdiene, konvergente estimatene mot hverandre og mot en aksjepris på 125,26 kr. Estimater er imidlertid usikkert, noe som kommer frem i sensitivitetsanalysen og små endringer i noen få drivere kan endre estimatet betraktelig. Videre supplerte vi den fundamentale verdsettelsen med en komparativ verdivurdering. Siden det ikke finnes direkte sammenlignbare børsnoterte selskap, har den komparative verdivurderingen ikke gitt oss mer innsikt i prisingen av XXL aksjen i forhold til andre selskaper i samme bransje.

Vårt verdiestimat per aksje, justert for konkurssannsynlighet, er 124,77 kr per 31.12.2015. Børskursen på samme tidspunkt var på 102 kr. Vi benytter $\pm 15\%$ hold-intervall i handelsstrategien, noe som gjør handelsstrategien mer langsiktig. Vi gir en kjøpsanbefaling dersom aksjeprisen er lavere enn 106,05 kr, en salgsanbefaling dersom aksjeprisen er 143,49 kr og en hold anbefaling mellom disse to verdiene. Anbefalt handelsstrategi på bakgrunn av denne verdsettelsen og børskursen 31.12.2015 er å kjøpe XXL-aksjen.

Litteraturliste

- Aftenposten. (2014). *Aftenposten*. Hentet februar 2, 2016 fra "Nå er XXL landets største":
http://www.aftenposten.no/norge/Na-er-XXL-storst-i-landet-94812b.html?spid_rel=2
- Barney, J. (2014). *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. Harlow: Pearson Education Limited.
- BI. (2016, Februar). *Norsk kundebarometer*. Oslo: BI. Hentet Februar 10, 2016 fra
<https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/bransjerresultater-2015/>
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *Investments*. Berkshire : McGraw-Hill Education.
- Dahl, G. A., & Boye, K. (1997). Verdsettelsesmodeller . I G. A. Dahl, T. Hansen, R. Hoff, & A. Kinserdal, *Verdsettelse i teori og praksis* (ss. 3-37). Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Damodaran, A. (2012). Investment Valuation. I A. Damodaran, *Investment Valuation* (s. 66). Hoboken, New Jersey: John Wiley and Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2016, Mai). *NYU*. Hentet fra NYU:
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/invphiloh/risk.pdf>
- DIBS. (2015). *Norsk E-handel. DIBS årlige rapport om e-handel, mobil handel og online betaling*. DIBS.
- DN. (2015, Desember 2). *DN*. Hentet februar 2, 2016 fra "Sportskjempe utsetter i Norge":
<http://www.dn.no/DNtv/aktiv/2015/12/02/1438/Decathlon/sportskjempe-utsetter-i-norge>
- DN. (2015, April 29). *DN*. Hentet Januar 19, 2016 fra "Konkurshopp i sportsbransjen":
<http://www.dn.no/dnaktiv/2015/04/29/2156/Handel/konkurshopp-i-sportsbransjen>
- DN. (2015, Januar 21). *DN*. Hentet Januar 20, 2016 fra "Flere sportskonkurser":
<http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/01/29/2151/Handel/flere-sportskonkurser>
- DN. (2015, April 24). *DN*. Hentet Mars 1, 2016 fra "Nå er de størst i Norden":
<http://www.dn.no/nyheter/2015/04/23/1445/XXL/n-er-de-strst-i-norden-xxl-gruser-svensk-sportskjempe>

- DN. (2015, November 30). *DN*. Hentet Februar 13, 2016 fra "Overraskende sterk vekst i svensk økonomi":
<http://www.dn.no/nyheter/okonomi/2015/11/30/0931/Sverige/overraskende-sterk-vekst-i-svensk-konomi>
- DN. (2015, August 19). *DN*. Hentet Februar 13, 2016 fra "Varsler dyrere sportsutstyr":
<http://www.dn.no/dnaktiv/2015/08/19/2154/Handel/varsler-dyrere-sportsutstyr>
- DN. (2015, November 25). *DN*. Hentet Februar 10, 2016 fra "Forsøker seg på en juridisk finte": <http://www.dn.no/nyheter/finans/2015/11/25/2114/Forbrukerombudet/-forsker-seg-p-en-juridisk-finte>
- E24. (2010, Juni 2). *E24*. Hentet Januar 25, 2016 fra "Tjener 750 mill. på XXL salg":
<http://e24.no/naeringsliv/tjener-750-mill-paa-xxl-salg/3675604>
- E24. (2014, Oktober 3). *E24*. Hentet Februar 12, 2016 fra "Kulturen i Danmark har ingenting med nordisk businesskultur å gjøre": <http://e24.no/boers-og-finans/xxl/kulturen-i-danmark-har-ingen-ting-med-nordisk-businesskultur-aa-gjoere/23308484>
- E24. (2015, Oktober 12). *E24*. Hentet Mars 10, 2016 fra "Norrønas svettelukt-dempende klær skaper facebook-storm": <http://e24.no/naeringsliv/norroenas-svettelukt-dempende-klaer-skaper-facebook-storm/23539984>
- Finans Norge. (2016, April). *Finans Norge*. Hentet April 15, 2016 fra NIBOR:
<https://www.fno.no/tema/kapitalforvaltning/nibor/>
- Fjällräven. (2016). *Fjällräven*. Hentet Mars 12, 2016 fra "Med bærekraft i tankene":
<http://www.fjallraven.no/oppdag-fjallraven/guider/materialbrosjyrer/eco-shell-16/med-baerekraft-i-tankene>
- Frykman, D., & Tolleryd, J. (2003). *Corporate valuation: an easy guide to measuring value*. Prentice Hall.
- Greenpeace. (2016, Januar 30). *Greenpeace*. Hentet Mars 9, 2016 fra "Outdoor clothing protest in Oslo": <http://photo.greenpeace.org/archive/-Detox--Outdoor-Clothing-Protest-in-Oslo-27MZIFJ6KKXXO.html>
- Gresvig AS. (2016, Mars). *Gresvig*. Hentet Mars 3, 2016 fra <http://www.gresvig.no>

- Hegnar. (2014, april 7). *Hegnar*. Hentet Februar 15, 2016 fra "Disse er billigst på sportsutstyr": <http://www.hegnar.no/Nyheter/Migrert/2014/04/Disse-er-billigst-paa-sportsutstyr>
- Investopedia. (2016). *Investopedia*. Hentet Februar 12, 2016 fra <http://www.investopedia.com/terms/s/substitute.asp>
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2011). Verdivurdering. I Y. Kaldestad, & B. Møller, *Verdivurdering*. Oslo: Interface Media as.
- KKesko. (2016, Mars). *Kesko*. Hentet Mars 3, 2016 fra <http://www.kesko.fi>
- Kinserdal, A. (2005). *Finansiell rapportering og analyse*. Cappelen.
- Knivsflå, K. H. (2016a, Januar). Hentet fra <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2001%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016b, Januar). Hentet fra <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2002%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016c, Januar). Hentet fra <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2003%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016d, Januar). Hentet fra <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2004%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016e, Januar). Hentet fra <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2005%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016f, Januar). Hentet fra <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2006%20-%202016.pdf>

Knivsfå, K. H. (2016g, Januar). Hentet fra
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2007%20-%202016.pdf>

Knivsfå, K. H. (2016h, Januar). Hentet fra
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2008%20-%202016.pdf>

Knivsfå, K. H. (2016i, Januar). Hentet fra
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2009%20-%202016.pdf>

Knivsfå, K. H. (2016j, Januar). Hentet fra
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2010%20-%202016.pdf>

Knivsfå, K. H. (2016k, Januar). Hentet fra
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2011%20-%202016.pdf>

Knivsfå, K. H. (2016l, Januar). Hentet fra
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2012%20-%202016.pdf>

Knivsfå, K. H. (2016m, Januar). Hentet fra
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2013%20-%202016.pdf>

Knivsfå, K. H. (2016n, Januar). Hentet fra
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2014%20-%202016.pdf>

Knivsfå, K. H. (2016o, Januar). Hentet fra
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2015%20-%202016.pdf>

Knivsfå, K. H. (2016p, Januar). Hentet fra
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2016%20-%202016.pdf>

- Knivsflå, K. H. (2016q, Januar). Hentet fra
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2017%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016r, Januar). Hentet fra
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2018%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016s, Janaur). Hentet fra
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2019%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016t, Januar). Hentet fra
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2020%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016u, Januar). Hentet fra
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2016/BUS440%20-%2021%20-%202016.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2016v, Januar). Hentet fra
<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/utgreiing/VERDIVURDERING.pdf>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). Valuation. I M. G. Tom Koller, *Valuation* (ss. 238-240). Hoboken, New Jersey: JohnWiley & Sons, Inc.
- KPMG. (2016). *KPMG*. Hentet Mars 2, 2016 fra "Corporate tax rates table":
<https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>
- Kunnskapssenteret. (2015). *Kunnskapssenteret*. Hentet Februar 15, 2016 fra "Pestel analyse":
<http://kunnskapssenteret.com/pestel-analyse/>
- Lynxeye. (2015). *Lynxeye*. Hentet Februar 15, 2016 fra "Brands of Tomorrow":
<http://www.lynxeye.com/brands-of-tomorrow-sports-retail-stadium-dominates-the-sports-retail-industry-but-new-players-on-the-market-are-challenging-the-growth/>
- Miller, K. D., & Waller, G. H. (2003). Scenarios, Real Options and Integrated Risk Management. *Long Range Planning*(Vol 36), ss. 93-107.

- Norges Bank. (2016). *Rentebeslutninger fra 2001*. Hentet Februar 12, 2016 fra <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten/>
- Norrøna. (2016). *Norrøna*. Hentet Mars 15, 2016 fra "Om Norrøna": <https://www.norrøna.com/nb-NO/Om-Norrøna/samfunnsansvar/#SubTitleAnchor8>
- Oslo Børs. (2016). *Oslo Børs*. Hentet januar 20, 2016 fra "Kursoversikt - XXL": <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/XXL.OSE/overview>
- Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2013). *Business Analysis And Valuation. IFRS Edition*. Singapore : Cengage Learning EMEA.
- Porter, M. (2005). Konkurranses Strategier. I M. Porter, *Konkurranses Strategier* (s. 29). Skien: Tano AS.
- Porter, M. (2008, januar). The five competitive forces that shape strategy. Hentet fra <http://elibrary.kiu.ac.ug:8080/jspui/bitstream/1/510/1/Michael%20Porter%20-%20The%20Five%20Competitive%20Forces%20that%20Shape%20Strategy.pdf>.
- Postnord. (2016). *Postnord*. Hentet Februar 12, 2016 fra "E-Handel": <http://www.postnord.no/nb/om-postnord/nyheter-og-presse/Sider/E-handel.aspx>
- SNL. (2016). *Store Norske Leksikon*. Hentet Februar 16, 2016 fra "Politisk system": https://snl.no/politisk_system
- Sport 1 AS. (2016, Mars). *Sport 1*. Hentet Mars 3, 2016 fra <http://www.sport1.no>
- Sportfack. (2015, mai). *Sportfack*. Hentet fra Sportfack: <http://www.sportfack.se/artiklar/nyheter/20150513/stadium-tar-andelar-i-finland>
- Sportsbransjen. (2015, August 14). *Sportsbransjen*. Hentet Februar 15, 2016 fra Flere konkurser i bransjen: <http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/flere-konkurser-i-bransjen>
- Sportsbransjen. (2015, Juli 2). *Sportsbransjen*. Hentet Februar 15, 2016 fra "Kaos da XXL reåpnet sin første butikk": <http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/kaos-da-xxl-reapnet-sin-forste-butikk>

Sportsbransjen. (2015, April 24). *XXL vokser mest i Sverige*. Hentet Januar 24, 2016 fra "XXL øker mest i Sverige": <http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/xxl-okermest-i-sverige>

Sportsbransjen. (2016). *Bransjeoppdatering 2015*. Sportsbransjen. Hentet Mars 13, 2016

SSB. (2014, Desember 9). *SSB*. Hentet Februar 12, 2016 fra "Fritidsvaner i endring": <https://www.ssb.no/kultur-og-fritid/artikler-og-publikasjoner/fritidsvaner-i-endring>

SSB. (2015, Desember 14). *SSB*. Hentet Februar 16, 2016 fra "BNP per innbygger, prisnivåjustert, 2012-2014": <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/statistikker/ppp/aar/2015-12-14>

Stadium AB. (2016, Mars 3). *Stadium*. Hentet fra <http://www.stadium.se>

Statsbudsjettet. (2016). *Statsbudsjettet*. Hentet Februar 16, 2016 fra "Skattesatser 2016": <http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2016/Artikler/Skattesatser-2016/>

Trading Economics. (2016, Februar). *Trading Economics*. Hentet Februar 16, 2016 fra "Interest rates": <http://www.tradingeconomics.com/sweden/interest-rate>

TV2. (2016, April 1). *STOR PRISDUELL: Denne sportskjeden er billigst*. Hentet Juni 3, 2016 fra <http://www.tv2.no/a/8177741/>

Virke Handel. (2015). *Netthandel blant norske butikkjeder*. Virke Handel.

Virke trening. (2015). *Treningssenterbransjen 2015*.

XXL. (2016). *xxl.no*. Hentet Februar 17, 2016 fra xxl.no

XXL ASA. (2014). *Prospektet*. XXL ASA.

XXL ASA. (2015). *Årsrapport 2014*. XXL ASA.

XXL ASA. (2016). *Årsrapport 2015*. XXL ASA.

xxlasa.com. (2016, Februar 19). *XXL ASA*. Hentet Februar 19, 2016 fra "Our business": <http://www.xxlasa.com/corporate/about/our-business/>

Appendiks

	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	22 098,78	22 463,77	24 429,83	25 296,06	48 531,10
Driftskostnader	21 303,30	22 117,65	23 812,28	25 322,24	48 293,65
Driftsresultat fra egen virksomhet	795,48	346,13	617,55	-26,18	237,45
Driftsrelatert skattekostnad	205,97	88,35	159,27	-14,20	60,86
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	589,51	257,77	458,28	-11,98	176,59
Resultat fra driftstilknyttet virksomhet	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Netto driftsresultat	589,51	257,77	458,28	-11,98	176,59
Netto finansinntekter	76,70	41,68	37,33	46,89	89,34
Nettoresultat til sysselsatt kapital	666,21	299,45	495,61	34,91	265,93
Netto finanskostnader	252,85	272,59	260,88	213,70	131,29
Netto minoritetsresultat	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoresultat til egenkapital	413,37	26,86	234,73	-178,80	134,64
Unormalt netto driftsresultat	-681,56	-445,59	-181,04	651,71	5 521,54
Unormalt netto finansresultat	-6,61	-1,87	-20,71	6,52	2,65
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	-274,79	-420,59	32,98	479,44	5 658,83
Netto betalt utbytte	-48,00	0,00	0,00	-1 793,00	281,00
Endring i egenkapital majoritet	-226,79	-420,59	32,98	2 272,44	5 377,83

Tabell 14 - 1 Resultatregnskap til bransjen

Eiendeler	2011	2012	2013	2014	2015
Immaterielle eiendeler	3 403,56	3 071,50	3 081,01	3 108,22	3 198,68
Varige driftsmidler	2 475,45	2 822,72	3 065,33	3 040,09	5 736,83
Annet driftsrelatert anlegg	211,69	227,24	256,42	217,79	248,31
Driftsrelaterte anleggsmidler	6 090,70	6 121,46	6 402,75	6 366,09	9 183,83
Varer	4 007,86	3 896,66	4 383,96	4 920,44	7 263,71
Kundefordringer	2 738,00	2 166,60	2 105,05	1 876,91	4 028,30
Driftsrelaterte omløpsmidler	6 745,86	6 063,25	6 489,01	6 797,35	11 292,01
Driftseiendeler	12 836,56	12 184,71	12 891,76	13 163,44	20 475,84
Langsiktige finansielle investeringer	527,87	726,63	654,56	652,40	654,53
Finansielle anleggsmidler	527,87	726,63	654,56	652,40	654,53
Investeringer	455,53	576,45	910,81	775,64	2 437,86
Kontanter, bank	550,02	516,77	542,47	570,76	817,85
Finansielle omløpsmidler	1 005,56	1 093,22	1 453,29	1 346,39	3 255,71
Finansielle eiendeler	1 533,42	1 819,84	2 107,84	1 998,79	3 910,24
Eiendeler	14 369,98	14 004,55	14 999,60	15 162,23	24 386,08

Egenkapital og gjeld	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	5 413,34	4 992,75	5 025,57	7 298,32	12 676,35
Avsetning for krav	129,18	226,96	193,16	326,77	307,59
Annen langsiktig driftsrelatert gjeld	1 177,20	1 199,06	1 585,63	1 271,87	1 274,74
Langsiktig driftsrelatert gjeld	1 306,38	1 426,02	1 778,78	1 598,64	1 582,33
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	2 911,70	2 474,42	2 830,49	2 869,33	5 973,57
Driftsrelatert gjeld	4 218,08	3 900,44	4 609,27	4 467,97	7 555,89
Langsiktig rentebærende gjeld	3 709,76	4 268,53	4 383,45	2 583,68	3 294,05
Kortsiktig rentebærende gjeld	1 028,88	842,19	981,04	813,16	859,79
Finansiell gjeld	4 738,63	5 110,72	5 364,49	3 396,84	4 153,84
Egenkapital og gjeld	14 370,05	14 003,90	14 999,33	15 163,13	24 386,08

Tabell 14 - 2 Balanse til bransjen

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Finansiell gjeldsbeta	0,134	0,134	0,134	0,134	0,134	0,134	0,134	0,134
Finansiell gjeldsvekt	1,082	1,106	1,120	1,132	1,143	1,153	1,161	1,183
Finansiell eiendelsbeta	0,014	0,029	0,043	0,057	0,071	0,086	0,100	0,114
Finansiell eiendelsvekt	0,082	0,106	0,120	0,132	0,143	0,153	0,161	0,183
Netto finansiell gjeldsbeta	0,144	0,145	0,145	0,144	0,143	0,141	0,140	0,138

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Finansiell gjeldsbeta	0,134	0,134	0,134	0,134	0,134	0,134	0,134	0,134
Finansiell gjeldsvekt	1,207	1,232	1,259	1,288	1,320	1,354	1,391	1,391
Finansiell eiendelsbeta	0,128	0,143	0,157	0,171	0,185	0,200	0,214	0,214
Finansiell eiendelsvekt	0,207	0,232	0,259	0,288	0,320	0,354	0,391	0,391
Netto finansiell gjeldsbeta	0,135	0,132	0,128	0,123	0,118	0,111	0,103	0,103

Tabell 14 - 3 Fremtidig netto finansiell gjeldsbeta

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
SPD	4403	266,608	185,904	183,522	164,304	134,347	107,395	120,771	137,075
FKD		-1395,515	-111,969	-165,373	-226,670	-297,221	-163,913	-79,282	14,977
ΔSPD		15161,906	-2990,185	89,783	-592,016	-1044,618	-953,268	647,173	778,718

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
SPD	153,876	169,463	183,873	196,556	206,996	214,745	120768,404	
FKD	116,062	220,648	325,051	425,436	518,046	228,303	128188,261	
ΔSPD	815,050	782,882	750,976	695,692	617,864	519,719	213,170	112103,994

VNDK	127596,840
NFG	1037
VEK	126559,840

Tabell 14 - 4 Selskapskapitalmetoden - steg 0

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
SPE	3366,000	266,157	185,316	182,651	163,241	133,227	106,281	119,242	135,052
FKE		-1030,085	43,561	11,580	-28,438	-76,138	21,593	-99,725	-32,496
ΔSPE		13436,097	-2792,467	84,458	-551,704	-972,367	-886,263	596,647	717,423

	2024,000	2025,000	2026,000	2027,000	2028,000	2029,000	2030,000	2031,000
SPE	151,312	166,344	180,194	192,332	202,263	209,561	69618,250	
FKE	41,997	121,501	203,339	284,559	362,100	143,249	75410,827	
ΔSPE	750,269	720,048	690,353	639,434	568,085	478,360	198,366	61700,684

VEK	75377,423
-----	-----------

Tabell 14 - 5 Egenkapitalmetoden - steg 0

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
SPD	4403	225,271	128,244	122,545	100,380	68,041	38,719	50,501	63,444
FKD		-1383,162	-109,975	-160,969	-218,671	-284,204	-155,363	-74,506	13,955
ΔSPD		11144,985	-92,594	-1,463	-18,695	-29,987	-27,983	13,528	15,136

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
SPD	76,723	89,910	102,540	114,139	124,250	132,465	12546,658	
FKD	107,205	202,046	295,069	382,847	462,145	201,903	19108,512	
ΔSPD	15,931	16,295	16,175	15,544	14,406	12,794	3,253	297,997

VNDK	18386,830
NFG	1037
VEK	17349,830

Tabell 14 - 6 Selskapskapitalmetoden - steg 9

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
SPE	3366,000	237,025	142,387	137,779	116,919	86,145	58,656	71,742	83,515
FKE		-1021,824	42,839	11,291	-27,494	-72,999	20,532	-94,082	-30,412
ΔSPE		10288,678	-2527,023	7,801	-471,477	-781,889	-716,688	440,830	415,605

	2024,000	2025,000	2026,000	2027,000	2028,000	2029,000	2030,000	2031,000
SPE	95,460	107,178	118,241	128,212	136,674	143,258	12320,639	
FKE	38,980	111,837	185,600	257,551	324,973	127,479	17475,557	
ΔSPE	432,373	437,713	430,288	409,452	375,356	328,989	77,751	8202,071

VEK	17349,830
-----	-----------

Tabell 14 - 7 Egenkapitalmetoden - steg 9