



# Fundamental verdivurdering av XXL ASA

**Jens W. Berner og Thomas E. Just**

**Veileder: Kjell Henry Knivsflå**

Masterutredning i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

---

## Sammendrag

Denne utredningen omhandler en fundamental verdivurdering av XXL ASA. Hovedmålet med utredningen er å estimere den virkelige verdien av egenkapitalen til XXL ASA og tilhørende aksjeverdi per 15.10.2017.

I den strategiske analysen i del 1 blir bransjen beskrevet som en bransje med høye marginer som ventes å avta noe i årene som kommer grunnet økt konkurranse i markedet. Videre blir det i den interne ressursanalysen identifisert at XXL vil dra stor nytte av sin sterke merkevare ved ekspansjonen til Mellom-Europa og at de videre er egnet til å oppnå høyere marginer enn bransjen grunnet kostnadseffektiv lagerstyring og distribusjon.

I utredningens del 2 analyseres regnskapene til XXL for perioden 2012 til 2017. Det fullstendige årsregnskapet for 2017 er imidlertid utarbeidet gjennom en *trailing* basert på halvårsregnskapet for 2017 og årsregnskapet for 2016. XXL har i gjennomsnitt hatt en strategisk fordel på 6,5% over analyseperioden. Fordelen stammer primært fra den gode lønnsomheten i bransjen, men fordelen reduseres grunnet det lave omløpet til netto driftseiendeler for XXL tidlig i analyseperioden.

Fremtidsregnskapet utarbeides i del 3. Budsjettperioden går frem til 2025 før selskapet går inn i *steady state* hvor det forutsettes konstant vekst i overskuelig fremtid. Fremtidige kontantstrømmer vil i del 3 neddiskonteres til dagens verdi ved hjelp av fremtidige avkastningskrav. Vi har estimert at XXL vil ha en strategisk fordel på 8,8% på lang sikt. Fordelen skyldes at bransjen ventes å gjøre det godt også i framtiden og at XXL vil oppnå høyere marginer enn resten av bransjen grunnet kostnadseffektiv lagerstyring og distribusjon.

Det ventes at XXL vil opprettholde sin sterke posisjon i Norden samt lykkes med etableringen i Mellom-Europa. Ved neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer har vi kommet fram til et verdiestimat på kr 114 per aksje. En komparativ verdivurdering gir et verdiestimat på kr 105. Ved å vekte de to estimatene med henholdsvis 70% og 30%, er vårt endelige verdiestimat på **kr 111** per aksje. Basert på dette gir vi en **kjøpsanbefaling** per 15.10.2017 da kursen var kr 87.

---

## Forord

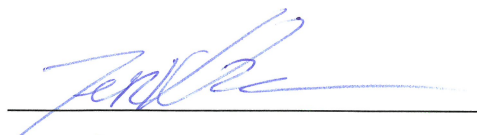
Denne masterutredningen er skrevet som et ledd i vår mastergrad innen regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole. Det var naturlig å fordype seg i verdsettelse da dette var en mulighet til å anvende teori som er relevant for arbeidslivet som revisor.

Utredningen baserer seg i hovedsak på metoden vi tilegnet oss i kurset MRR413A, Regnskapsanalyse og verdivurdering. Vi har i tillegg anvendt kunnskap fra tidligere kurs ved Norges Handelshøyskole, spesielt kurs innrettet mot finansregnskap og regnskapsanalyse. Masterutredningen har vært utfordrende, og krevd en bred forståelse av økonomiske problemstillinger. Det har derfor vært en lærerik prosess som har gitt nyttig erfaring vi forhåpentligvis får nytte av senere.

Masterutredningen er utelukkende basert på offentlig informasjon i års- og kvartalsrapporter. Dette gir et begrenset informasjonsgrunnlag, men vi føler vi likevel verdiestimatet reflekterer egenkapitalverdien til XXL ASA.


Avslutningsvis ønsker vi å takke vår veileder Kjell Henry Knivsflå for et godt samarbeid. Utfordrende diskusjoner og gode innspill har sørget for en effektiv læringsprosess.

Bergen, desember 2017



---

Jens Wilhelm Berner



---

Thomas Edvard Just

---

# Innholdsfortegnelse

<b>1 Innledning</b>	<b>1</b>
1.1 Formål	1
1.2 Motivasjon	1
1.3 Avgrensning	2
1.4 Struktur	2
<b>2 Selskapet XXL ASA og sportsbransjen</b>	<b>4</b>
2.1 Historie	4
2.2 XXL i dag	5
2.3 XXLs utvikling	6
2.4 XXLs ressurser	7
2.4.1 Merkevarer	7
2.4.2 Butikkonsept	8
2.4.3 Lagerstyring	8
2.5 Sportsbransjen	9
2.5.1 Om sportsbransjen	9
2.5.2 Komparativ bransje	9
2.5.3 Faktorer som påvirker sportsbransjen	10
2.5.4 Sportsbransjen i Norge	11
2.5.5 Sverige, Danmark og Finland	13
<b>3 Valg av verdsettelsesteknikk</b>	<b>14</b>
3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker	14
3.1.1 Fundamental verdsettelse	14
3.1.2 Komparativ verdsettelse	16
3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse	16
3.2 Valg av verdsettelsesteknikk	17
3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse	18
<b>4 Strategisk analyse</b>	<b>21</b>
4.1 Ekstern bransjeorientert analyse – PESTEL og Porter	21
4.1.1 PESTEL-analyse	21
4.1.2 Porter-analyse	28
4.2 Intern ressursorientert analyse – VRIO	34
4.2.1 Merkevaren XXL	35



---

4.2.2 Butikkonsept	36
4.2.3 Lagerstyring	37
4.2.4 Oppsummering VRIO-analyse	38
<i>4.3 Oppsummering strategisk fordel og risiko</i>	<i>39</i>
4.3.1 Strategisk fordel	39
4.3.2 SWOT-analyse	40
<b>5 Regnskapsanalyse</b>	<b>41</b>
<i>5.1 Rammeverk og praktiske valg</i>	<i>41</i>
5.1.1 Analyseperiode	41
5.1.2 Analyseperspektiv	41
5.1.3 Komparative selskap	42
<i>5.2 Presentasjon av regnskapstall og trailing</i>	<i>42</i>
5.2.1 Offentlig regnskapstall	42
5.2.2 Trailing	44
5.2.3 Fullstendig balanse for analyseperioden	47
<i>5.3 Omgruppering for analyse</i>	<i>48</i>
5.3.1 Omgruppert resultat	48
5.3.2 Omgruppert balanse	54
<i>5.4 Analyse av målefeil og justering</i>	<i>59</i>
5.4.1 Om målefeil	59
5.4.2 Målefeil i XXLs regnskap	61
5.4.3 Presentasjon av justert og omgruppert regnskap	63
<b>6 Analyse av risiko</b>	<b>64</b>
<i>6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse</i>	<i>65</i>
6.1.1 Likviditetsgrad 1	65
6.1.2 Likviditetsgrad 2	66
6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad	67
6.1.4 Rentedekningsgrad	68
6.1.5 Oppsummering av likviditetsrisiko	69
<i>6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse</i>	<i>69</i>
6.2.1 Analyse av egenkapitalprosent	69
6.2.2 Analyse av kapitalstruktur	70
6.2.3 Analyse av netto driftsrentabilitet	71
<i>6.3 Oppsummering – syntetisk rating</i>	<i>72</i>

---

6.3.1 Helhetsvurdering av den syntetiske ratingen	74
<b>7 Historisk avkastningskrav</b>	<b>75</b>
7.1 Avkastningskravteori	75
7.2 Krav til egenkapital	76
7.2.1 Risikofri rente	76
7.2.2 Markedets risikopremie	77
7.2.3 Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden	78
7.2.4 Illikviditetspremie	79
7.2.5 Årlig egenkapitalbeta	79
7.2.6 Egenkapitalkrav	80
7.3 Finansielle krav	81
7.3.1 Finansielt gjeldskrav	81
7.3.2 Finansielt eiendelskrav	82
7.3.3 Netto finansielt gjeldskrav	84
7.4 Netto driftskrav	84
7.5 Oppsummering – avkastningskrav	85
<b>8 Analyse av lønnsomhet</b>	<b>86</b>
8.1 Egenkapitalrentabilitet	86
8.1.1 Superrentabilitet	87
8.1.2 Ekstern bransjefordel	88
8.1.3 Intern ressursfordel	88
8.1.4 Oppsummering – strategisk fordel	89
8.2 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse	90
8.3 Driftsfordel	91
8.4 Ren driftsfordel	91
8.4.1 Bransjefordel drift	92
8.4.2 Ressursfordel drift	92
8.4.3 Margin- og omløpsfordel	93
8.4.4 Oppsummering – driftsfordel	95
8.5 Gearingfordel drift	95
8.6 Oppsummering – samlet driftsfordel	96
8.7 Finansieringsfordel	96
8.7.1 Finansieringsfordel – finansiell gjeld	97
8.7.2 Finansieringsfordel – finansielle eiendeler	97

---

8.7.4 Finansieringsfordel – oppsummering	98
8.8 Oppsummering – strategisk fordel	98
<b>9 Analyse av vekst og fremtidsregnskap</b>	<b>100</b>
9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap	100
9.1.1 Våre forventninger om fremtiden	101
9.2 Driftsinntektsvekst og horisont T	102
9.2.1 Budsjetthorisont T	102
9.2.2 Driftsinntektsvekst	102
9.3 Andre budsjett drivere fra 0 til T+1	105
9.4 Fremtidsregnskap og fri kontantstrøm	109
9.4.1 Analyse av fremtidsregnskap	109
9.4.2 Fri kontantstrøm	111
<b>10 Fremtidskrav og strategisk fordel</b>	<b>112</b>
10.1 Egenkapitalkrav	112
10.1.1 Risikofri rente	112
10.1.2 Egenkapitalbeta	113
10.1.3 Markedets risikopremie	114
10.1.4 Framtidig egenkapitalkrav	114
<b>10.2 Finansielle krav</b>	<b>114</b>
10.2.1 Syntetisk rating	115
10.2.2 Finansielt gjeldskrav	116
10.2.3 Finansielt eiendelskrav	116
10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav	117
10.3 Netto driftskrav	117
10.4 Analyse av budsjett – strategisk fordel	118
10.4.1 Finansieringsfordel	119
10.4.2 Driftsfordel	119
10.4.3 Oppsummering av strategisk fordel	121
<b>11 Fundamental verdsettelse</b>	<b>123</b>
11.1 Egenkapitalmetoden	123
11.1.1 Fri kontantstrøm-modellen	124
11.1.2 Utbyttmodellen	124
11.1.3 Superprofittmodellen	124
11.1.4 Superprofittvekstmodellen	125

---

<i>11.2 Selskapskapitalmetoden</i>	125
<i>11.3 Første verdiestimat ved bruk av budsjetterte vektorer</i>	126
11.3.1 Egenkapitalmetoden	126
11.3.2 Selskapskapitalmetoden	127
11.3.3 Oppsummering av første verdiestimat	128
<i>11.4 Konvergens mot et felles verdiestimat</i>	128
11.4.1 Vurdering av verdiestimatet	130
<i>11.5 Analyse av usikkerhet</i>	131
11.5.1 Simuleringsanalyse med Crystal Ball	131
<i>11.6 Oppsummering fundamental verdsettelse</i>	140
<b>12 Komparativ verdivurdering</b>	<b>141</b>
<i>12.1 Komparative virksomheter</i>	142
12.1.1 Markedsverdier av egenkapitalen	143
<i>12.2 Multiplikatorer</i>	143
12.2.1 P/B-multiplikator	144
12.2.2 P/E-multiplikator	145
12.2.3 EV/EBITDA-multiplikator	145
12.2.4 EV/Revenue-multiplikator	146
<i>12.3 Komparativt verdiestimat</i>	146
12.3.1 P/B-multiplikator	146
12.3.2 P/E-multiplikator	147
12.3.4 EV/EBITDA-multiplikator	147
12.3.5 EV/Revenue-multiplikator	148
<i>12.4 Endelig verdiestimat etter komparativ verdsettelse</i>	148
<b>13 Oppsummering og handlingsstrategi</b>	<b>150</b>
<i>13.1 Oppsummering</i>	150
<i>13.2 Handlingsstrategi</i>	151
<i>13.3 Hendelser etter verdsettelsesdagen</i>	152
<b>14 Litteraturliste</b>	<b>154</b>

# 1 Innledning

I dette kapittelet vil vi presentere formålet med utredningen, motivasjonen for valget av XXL, aktuelle avgrensninger og utredningens struktur.

## 1.1 Formål

Hovedformålet med masterutredningen er å verdsette XXL ASA. Ved å benytte både strategiske analyser og regnskapsanalyser tar vi sikte på å beregne verdien av egenkapitalen per 15. oktober 2017. Analysene vil gi innsikt i både virksomheten og sportsbransjen, og denne innsikten vil brukes for å predikere fremtiden. Dette gir oss muligheten til å verdsette XXL ASA.

Vi bruker offentlige informasjon frem til andre kvartalsrapport fra 2017. Utredningen vil videre sammenligne verdiestimatet med børskursen per 15. oktober 2017 og analysere eventuelle avvik. Utredningen vil resultere i en handlingsstrategi med utgangspunkt i om aksjene er over- eller underpriset etter vårt skjønn. Verdiestimatet er tilknyttet stor usikkerhet, og dette vil bli diskutert avslutningsvis i utredningen.

## 1.2 Motivasjon

Masterutredningen er en del av mastergraden innen regnskap og revisjon (MRR) ved Norges Handelshøyskole. Utredningen har sitt utgangspunkt i kurset MRR413A ved Kjell Henry Knivsflå. Hensikten med kurset er å opparbeide tilstrekkelig kunnskap til å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og bruke innsikt om fundamental verdsettelse til å utarbeide fremtidsregnskap, fremtidskrav, et estimat på nettoverdien av selskapet og til slutt avdekke usikkerhet i verdiestimatet. Masterutredningen gir derfor muligheten til å anvende tilegnet kunnskap på en oppgave med høy relevans for studiet.

Valget av det aktuelle selskapet baserer seg på forfatterens store interesse for sportsutstyr og interessen for et raskt voksende selskap. XXL ASA er et spennende selskap både i norsk og europeisk målestokk, og har forandret den nordiske sportsbransjen. Selskapet er notert på Oslo Børs og er et selskap alle sportsglade nordmenn har et forhold til. Med tanke på den europeiske ekspansjonen XXL står overfor vil det være spennende å vurdere fremtidsutsiktene.

## 1.3 Avgrensning

I utredningen har vi valgt å begrense sportsbransjen til fem selskaper; XXL ASA, Gresvig AS, Intersport AB, Stadium AB og Sports Direct Plc. Bransjeutvalget danner et representativt bransjesnitt med kjente selskaper fra Norden og som har ekspansjonserfaring. For den komparative verdsettelsen har vi valgt andre selskaper. Årsaken til dette er at vi ønsket børsnoterte selskaper for en bedre sammenligning. All informasjon i utredningen baserer seg utelukkende på offentlig og ekstern informasjon som er tilgjengelig for alle interessenter.

Vi har valgt å beregne et estimat på verdien av egenkapitalen til XXL per 15. oktober 2017. Dette innebærer at vi ikke har tatt stilling til informasjon som har forekommet etter denne datoen. Bakgrunnen for denne begrensningen er at arbeidet med utredningen er så tidkrevende at det ikke ville vært rom for å endre på forutsetninger som følge av informasjon som publiseres etter 15. oktober 2017.

Analyseperioden i utredningen er begrenset til 2012 – 2017. Siste halvår av 2017 estimeres ved hjelp av *trailing* i utredningens kapittel 5. Vi mener en slik analyseperiode er mest hensiktsmessig for vårt formål, da XXL har opplevd stor vekst og påvirket bransjen kraftig i denne perioden. En svakhet ved utredningen er at den kun baserer seg på informasjon fra første halvår av 2017. Dette gjør at det fullstendige årsresultatet må estimeres med bakgrunn i offentlig informasjon på det aktuelle tidspunktet. Det estimerte årsresultatet vil derfor trolig avvike fra det som blir offentliggjort i 2018. Vi mener likevel at utredningen vil gi et presist estimat av egenkapitalverdien per 15. oktober 2017.

## 1.4 Struktur

Masterutredningen følger strukturen i rammeverket til MRR413A, og består av tre hoveddeler. Avslutningsvis i utredningen finner leseren konklusjon og litteraturliste.

Del 1 omhandler kapitlene 2-4. Kapittel 2 presenterer XXL og sportsbransjen, mens kapittel 3 beskriver ulike verdsettelsesmodeller før valget av metode blir begrunnet. Kapittel 4 inneholder en strategisk analyse, bestående av både en intern ressursorientert analyse og ekstern bransjeanalyse.

Del 2 inneholder kapitlene 5-8, der kapittel 5 presenterer regnskapsanalysen. Det offentlige regnskapet vil presenteres, før omgruppering, analyse og justering av eventuelle målefeil.

Kapittel 6 inneholder en risikoanalyse av selskapet på både kort og lang sikt. Selskapets kredittrisiko blir så gjenspeilet i en syntetisk rating. Kapittel 7 og 8 inneholder henholdsvis historiske avkastningskrav og historisk lønnsomhet. Selskapets eventuelle strategiske fordel vil bli dekomponert i kapittel 8 for å analysere hvor XXL gjør det relativt bedre eller dårligere enn sportsbransjen.

Del 3 omhandler kapitlene 9-12. I kapittel 9 vil innsikt fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen anvendes for å utarbeide et fremtidsregnskap. Horisonten til budsjettet strekker seg til periode T, hvor budsjettdriverne vil være konstante. Dette kjennetegnes som *steady state*. I utredningen vil periode T være år 2025, og de påfølgende årene anses selskapet dermed å være i *steady state*. Kapittel 10 inneholder en beregning av fremtidskrav og fremtidig strategisk fordel. Den fundamentale verdivurderingen gjøres i kapittel 11, hvor vi beregner et endelig verdiestimat med hele utredningen som fundament. Kapitlet rundes av med en Monte Carlo-simulering hvor hensikten er å avdekke usikkerheten i verdiestimatet. I kapittel 12 gjennomføres en komparativ verdivurdering med ulike multiplikatormodeller.

Kapittel 13 oppsummerer utredningens resultater med en tilhørende anbefalt handlingsstrategi basert på verdiestimatet. Avslutningsvis vil hendelser etter verdsettelsestidspunktet bli presentert.

## 2 Selskapet XXL ASA og sportsbransjen

Dette kapitlet i utredningen vil gi innsikt om selskapet XXL ASA og sportsbransjen som helhet. Kapitlet inneholder en oversikt over XXLs historie og posisjon i markedet, samt utviklingen de har opplevd siden oppstarten i 2001. Videre vil XXLs ressurser som presenteres brukes i den strategiske analysen i kapittel 4. Avslutningsvis vil kapitlet gi innsikt i bransjen som XXL opererer i, samt aktører i sportsbransjen som vil benyttes som sammenligningsgrunnlag senere i utredningen. Kapitlet vil danne grunnlaget for utredningens strategiske analyse.

### 2.1 Historie

XXL ble grunnlagt i år 2000 av Øivind Tidemanden, og selskapet åpnet sitt første varehus året etter. På dette tidspunktet bestod den norske sportsbransjen av mange butikker som var spesialister innen én sportsgren. Inntjeningen lå hos grossister og leverandører, mens butikkene var preget av høye utgifter og lav inntjening (DNB Markets, 2014). Siden oppstarten har XXL vokst til å bli Nordens ledende sportskjede, og har etter åpningen i 2001 ekspandert virksomheten til både Sverige, Finland, Danmark og Østerrike. Per 31.12.2016 har selskapet 31 butikker i Norge, 22 butikker i Sverige og 11 butikker i Finland (XXL, 2017a).

XXL er et vekstselskap med en kort, men suksessrik historie. XXL etablerte seg i det norske markedet i 2001, det svenske i 2010 og det finske markedet i 2014 med et konsept som har endret sportsmarkedet. Gjennom kostnadseffektiv drift, stort produktutvalg, fokus på sterke merkevarer og service har XXL raskt vokst til å bli en ledende aktør i det nordiske sportsmarkedet (DNB Markets, 2014).



År	Hendelse
2000	Grunnlagt av Øivind Tidemandsen
2001	Det første XXL-varehuset ble åpnet i Oslo
2002	Norsk nettside ble etablert
2001-2005	Åpnet seks varehus og et sentrallager i Norge
2007	Oppnådde 10% markedsandel i Norge med åtte butikker
2008-2009	Åpnet seks butikker på syv måneder
2010	De tre første varehusene i Sverige ble åpnet på tre måneder
2012	Svensk nettbutikk ble etablert
2013	Etablerte et sentrallager i Sverige for distribusjon til EU
2014	Etablert i Finland med ett varehus og nettside
2016	Åpnet dansk nettbutikk
2017	Åpnet første varehus i Østerrike

Tabell 2.1 – Historisk oversikt (XXL, 2017a)

XXL har etablert nettbutikker i alle de fem landene selskapet opererer i og disse fungerer som et alternativ til varehusene. Selskapet har stor tro på egne vekstmuligheter og har signert 11 nye leieavtaler for nye varehus i 2017, deriblant to i Østerrike. Dette markerer starten på XXLs satsing i Europa, hvor Østerrike, Tyskland og Sveits er nye markeder (XXL, 2017c).

## 2.2 XXL i dag

XXL er i dag en ledende aktør i den nordiske sportsbransjen, med et bredt utvalg av sportsutstyr og –klær som selges i varehus og nettbutikker i Norden. Selskapets visjon er å være et eldorado for personer som er interessert i sports-, friluft- og dyreliv. Deres forretningsidé er ”Stort utvalg, kjente merkevarer og Xtra Xtra Lave priser” (XXL, 2017a).

XXL er en sportskjede med de største varehusene, velfungerende nettsider, størst utvalg og har et stort fokus på kjente kvalitetsmerker med de laveste prisene. Selskapet søker å nå ut til en stor kundemasse, med et stort tilbud innenfor sports- og friluftstutstyr. XXLs hovedmål dreier seg om kundetilfredshet og kostnadsreduering for å kunne øke konsernets lønnsomhet (XXL, 2017a).

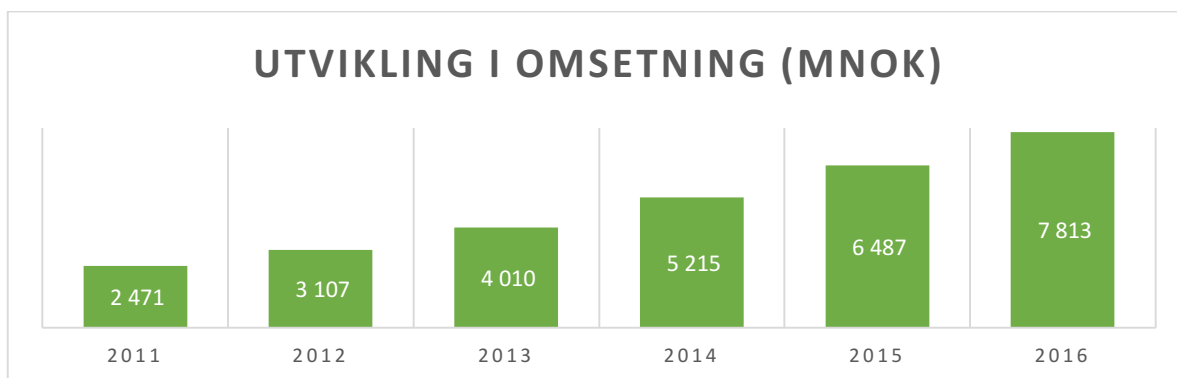
XXL ønsker et enkelt butikkonsept med sammenfallende struktur i hvert varehus. Konseptet går ut på å ha de største varehusene med de laveste prisene og det bredeste produktutvalget. Varehusene har en gulvflate på 3-6000 kvadratmeter og tilrettelegger for tydelig definerte områder for ulike produktkategorier. Dette er sentralt for å oppnå maksimal effekt av logistikk og drift. Varehusene er utarbeidet etter et ”store-in-store”-konsept. Dette konseptet innehar syv

ulike produktavdelinger med fokus på sport, sko, sportstekstiler, friluftsliv, jakt, sportstech og ski/sykkel (XXL, 2017a).

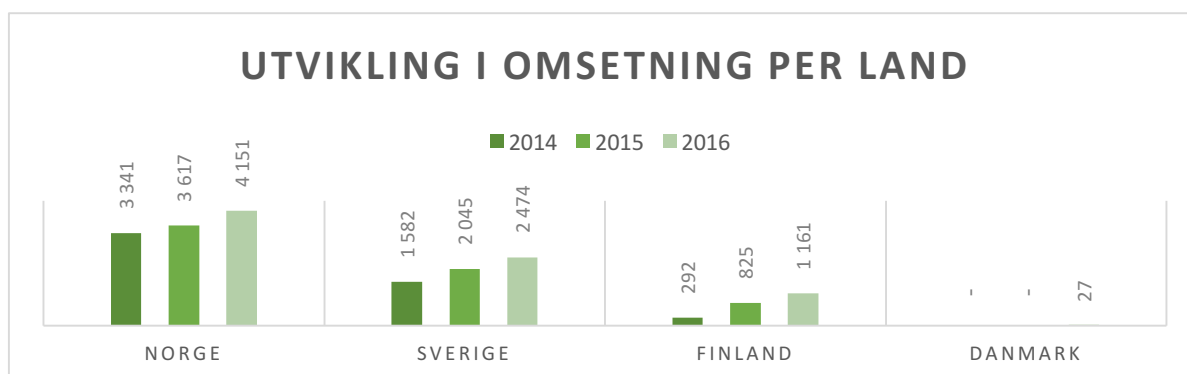
For å tilstrebe løftet om å ha de laveste prisene, sammenlignes prisene jevnlig med andre aktørers priser. Virksomhetens fokus på lave kostnader medfører egendrift av alle varehus for å inneha kontroll over hele verdikjeden (DNB Markets, 2014).

## 2.3 XXLs utvikling

Etter oppstarten i 2000 har XXL ekspandert både til Sverige, Danmark, Finland og Østerrike. Selskapet har opplevd en eventyrlig vekst, og har en offensiv plan for etablering av nye varehus i fremtiden. Ved utgangen av 2016 er de markedsledende i Norge med en markedsandel på 27,6% (Sportsbransjen, 2016). Videre tar de stadig nye markedsandeler og hadde ved utgangen av 2016 markedsandeler på 15% i Sverige og 17% i Finland (XXL, 2017a). XXL har siden etableringen posisjonert seg sterkere i markedet hvert år, hvilket reflekteres i stigende omsetningstall. I 2016 hadde XXL ASA en total omsetning på 7 813 MNOK som tilsvarer en vekst på 20% sammenlignet med 2015.



Figur 2.1 – Utvikling i omsetning (XXL, 2017a)



Figur 2.2 – Utvikling omsetning per land (XXL, 2017a)

XXL tar sikte på å øke antall varehus i Norden til omkring 85 varehus i de kommende årene. Selskapet har videre identifisert det europeiske alpeområdet, med Østerrike, Sveits og Tyskland som nytt vekstområde. Selskapet har signert 11 nye leieavtaler for varehusåpninger i 2017, hvorav ett i Norge, fire i Sverige, fire i Finland og to i Østerrike. Målet for 2017 er 10-12 nye butikker (XXL, 2017a). Vellykket ekspansjon er derfor sentralt dersom XXL skal vokse videre.

XXL ASA ble notert på Oslo Børs 03. oktober 2014 med noteringskurs på 58 kroner per aksje. Av figur 2.3 fremkommer det at kursen fram til 15.10 har opplevd en kraftig økning, samt en solid nedtur. Samlet avkastning i denne perioden er 50% (Oslo Børs, 2017b)



Figur 2.3 – Kursutvikling XXL (Oslo Børs, 2017b)

## 2.4 XXLs ressurser

### 2.4.1 Merkevarer

XXL anerkjenner verdien av å ha en sterk merkevare og ønsker å oppnå dette gjennom aggressiv markedsføring (XXL, 2017a). Markedsføringen fokuserer på å oppnå kundebevissthet rundt merkevaren XXL og skape kundelojalitet. Selskapet ønsker videre å underbygge sitt store fokus på kunnskap hos de ansatte, kundeløfter og selskapets unike servicekultur. XXL har i flere år oppnådd en svært høy plassering i det årlige prosjektet Norsk Kundebarometer, men falt flere plasser i samme undersøkelse gjennomført i 2017 (DN, 2017b). XXLs merkevare har et solid fotfeste i de nordiske landene, og merkevaren vil således være en viktig suksessfaktor for den videre ekspansjonen i Europa.

### 2.4.2 Butikkonsept

XXLs konsept er ment å tilby et bredt produktsortiment til lave priser i store varehus. Varehusene har en tilnærmet lik utforming som skal sikre lik kundeopplevelse uavhengig av varehuset geografiske plassering. Butikkonseptet innebærer en inndeling av varehuset i syv enkeltavdelinger, og en skaper således et ”store-in-store”-konsept (XXL, 2017a). Hver ansatt tilhører en av de syv avdelingene for å sikre høy kompetanse og servicegrad. Varehuset innehar en gulvflate på 3 – 6000 kvadratmeter og er utformet for at kunden skal gjennom hver enkelt avdeling som kan øke salget.

Produktsammensetningen er bred med alternativer i både øvre og nedre prisklasse. Det primære hovedfokuset er likevel lavest mulig pris fremfor high-end sportsutstyr. Selskapet opptrer med standardiserte produktsortimenter, men praktiserer også med lokale tilpasninger (DNB Markets, 2014). Dette skiller varehusene fra konkurrenter som ofte har et mer varierende produktutvalg fra butikk til butikk.

Selskapet tilbyr som nevnt et svært bredt produktutvalg, med omlag 400 ulike merkevarer (XXL, 2017a). Produktutvalget er standardisert, men kan skreddersys for å imøtekomme lokal etterspørsel til best mulig pris. Utvalget tilpasses videre endringer i etterspørselen og tilbakemeldinger fra både ansatte og kunder. Produktene sorteres og plasseres i henhold til avdeling og varehusene får derfor en relativ lik plassering av produktgruppene (XXL, 2017a). Kombinasjonen av store internasjonale og egenutviklede merkevarer gjør selskapet i stand til å tilby produkter i ulike prisklasser.

### 2.4.3 Lagerstyring

XXL har to sentrallager, ett i Norge og ett i Sverige. Det norske sentrallageret er ment å være distribusjonskanalen til norske varehus, mens sentrallageret som er plassert i Sverige distribuerer til Sverige, Finland, Danmark og de første butikkene i Østerrike (XXL, 2017a). Sentrallagrene er svært moderne som gjør selskapet i stand til å opprettholde en hurtig og kostnadseffektiv distribusjon. En effektiv logistikk muliggjør store innkjøpskvantum og rask levering til de ulike varehusene. Videre har varehusene selv mulighet til å justere antall varer som skal sendes til varehuset for å ytterligere tilpasse seg til lokale behov (XXL, 2017a).

## 2.5 Sportsbransjen

I dagens sportsbransje finnes det mange butikker og butikkjeder med stort utvalg av sportsutstyr i sitt sortiment. Mange av aktørene i dagens marked tilbyr også andre produkter i tillegg til sportsutstyr. For en presis analyse velger vi derfor å snevre inn dagens marked og konsentrere oss om aktørene som i all hovedsak omsetter sportsutstyr. Sportsbransjen (2016) definerer bransjen i Norge som butikker hvor det i hovedsak selges sports- og fritidsutstyr. I tillegg inngår leverandører av sportsutstyr som en del av denne bransjen, der for eksempel Norrøna, som i tillegg til å være leverandør, også har egne butikker og nettbutikk.

I denne utredningen vil Sportsbransjens definisjon benyttes i vurderingen av sportsbransjen i Norge, Sverige, Finland og andre land. I definisjonen inngår også sportsavdelinger tilknyttet stor- og hypermarked, som har egen sportsavdeling og skiller ut omsetning tilknyttet sportsutstyr fra sin totale omsetning. I Norge gjelder dette hovedsakelig Coop-kjeden, mens stor- og hypermarked er mer utbredt i for eksempel Finland (Sportsbransjen, 2017b).

### 2.5.1 Om sportsbransjen

Sportsbransjen i dag er preget av mange store varehus og noen mindre aktører. De senere årene har utviklingen vært færre enkeltstående aktører fordi mange av disse blir utkonkurrert av de store aktørene som eksempelvis XXL og Gresvig (Sportsbransjen, 2016). En av årsakene til dette er at de store aktørene får gode innkjøpspriser som følge av store innkjøpskvantum og kan derfor presse prisene til et nivå som gjør det vanskelig for de mindre aktørene. Et resultat av dette er at den norske sportsbransjen har vært preget av rettslige uenigheter, blant annet som følge av pris- og markedsføringskrig (DN, 2015). Samtidig som de største aktørene vokser seg større tilbyr en rekke andre butikker sportsartikler, blant annet gjennom hypermarkeder. Dette forsterker den intensive priskrigen ytterligere, og kundene får et større utvalg.

### 2.5.2 Komparativ bransje

For analyseformål har vi valgt fire selskaper som har sammenfallende trekk som XXL. Selskapene vi mener er sammenlignbare med XXL er Gresvig AS, Intersport AB, Stadium AB og Sports Direct Plc.

Gresvig AS er et konsern bestående av G-Sport, G-MAX og Intersport Norge (Gresvig, 2017). Gresvig-konsernet er XXLs største konkurrent i det norske markedet, og opererer med et

liknende varehuskonsept i sine G-MAX varehus. Intersport AB og Stadium AB er store aktører i det svenske markedet, og er XXLs største konkurrenter i Sverige. Intersport er en stor internasjonal kjede hvor driften styres i egne nasjonale selskaper (Intersport, 2017). For denne analysen vil vi utelukkende se på den svenske driften gjennom Intersport AB. Sports Direct er et stort selskap børsnotert i Storbritannia som driver innen sportshandel. Dette mener vi vil være et godt komparativt selskap ettersom Sports Direct selv har ekspandert til blant annet Østerrike (Sports Direct, 2017).

### 2.5.3 Faktorer som påvirker sportsbransjen

#### Sosiale faktorer

En undersøkelse fra SSB (2017f) viser at trening og fysisk aktivitet blir stadig mer populært. Den samme undersøkelsen viser til at det fysiske aktivitetsnivået er relativt høyere hos yngre enn hos eldre. Levekårsundersøkelsen (SSB, 2016) viser til at vi i dag trener mer enn før, og underbygger dermed påstanden om at sportsbransjen har lyse tider i vente. En utvikling hvor de kommende generasjonene er mer opptatt av fysisk aktivitet vil bety gode tider for sportsbransjen, fordi et økende fokus på fysisk velvære innebærer en økende kundemasse og dermed et større marked for sportsartikler. På den annen side viser Idrettsforbundet (2017) til en nedgang i aktive medlemmer. Dette kan indikere mindre spesialisering og dermed lavere fokus på elitesatsing for befolkningen. I så tilfelle kan dette ramme nisjeaktørene i sportsbransjen som primært sikter seg inn mot high-end-delen av markedet.

#### Økonomiske faktorer

Sportsbransjen (2017a) hevder nordmenn bruker 30% mer på sportsutstyr enn den gjennomsnittlige europeer, hvilket er en god indikator på et lønnsomt sportsmarked. Videre viser varekonsumindeksen en positiv utvikling i kategorien ”andre varer”, som blant annet inneholder klær, sko og sportsutstyr (SSB, 2017g). Dette betyr at nordmenn benytter en stadig større del av sin disponible inntekt på for eksempel sportsutstyr. Prognosene for norsk økonomi er positive, hvilket indikerer ytterligere vekst i disponibel inntekt for nordmenn (SSB, 2017h). En vedvarende utvikling i det historiske forbruksmønsteret vil derfor innebære gode framtidssikter for sportsbransjen.

### **Politiske faktorer**

En undersøkelse fra KPMG (2017) viser at Norge har en høyere selskapsskattesats enn gjennomsnittet i EU. For norske selskaper som XXL vil det være en ulempe sammenlignet med europeiske selskaper fordi inntektene blir skattlagt høyere. Stortingsvalget i 2017 resulterte i en ny periode med høyresiden i regjeringen med lavere skatter for bedrifter som en kjernesak (Høyre, 2017). For norske selskaper som XXL kan dette være fordelaktig, da lavere skatter vil gjøre det enklere å drive lønnsomme virksomheter fra Norge. På den annen side har grensen for moms- og tollfri vareinnførsel blitt hevet de senere årene (Finansdepartementet, 2014). For norske aktører som XXL bidrar dette til en økt konkurransesituasjonen, da flere forbrukere kan handle fra utlandet uten å betale toll- og merverdiavgift på varer under 350 kr.

### **Teknologiske faktorer**

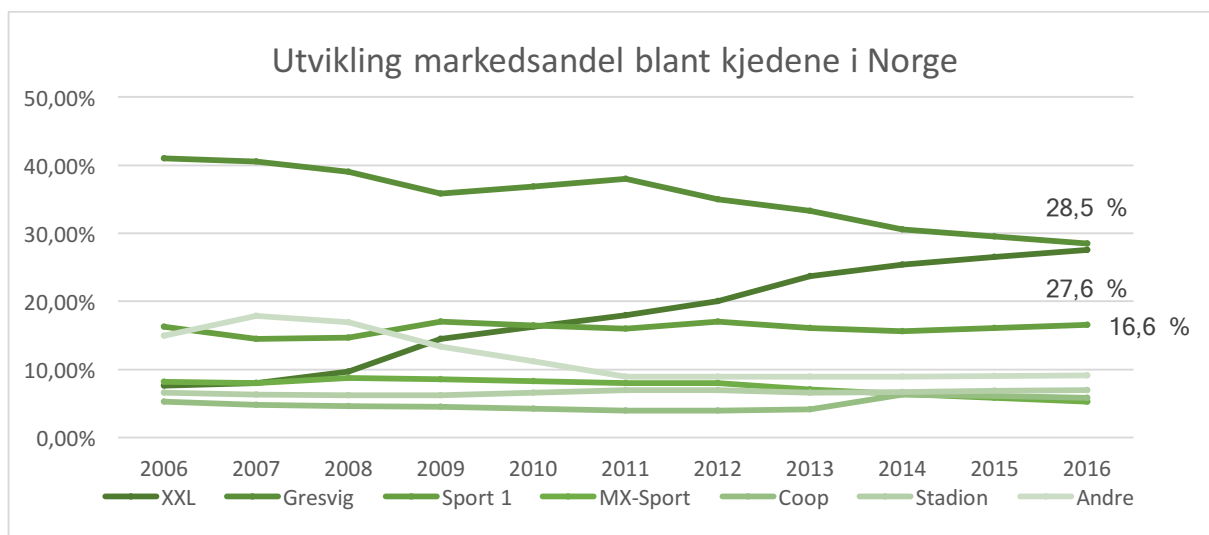
I et stadig mer digitalisert samfunn foregår mye av detaljhandelen på nett (SSB, 2017e). For sportsbransjen er det derfor essensielt å ha en velfungerende nettbutikk for å kunne hevde seg i konkurransen. Videre utvikles det digitale verktøy som retter seg mot trening og som blir en del av hverdagen, for eksempel pulsklokker eller el-sykler. For sportsbransjen vil det derfor være viktig å være aktiv i den digitale utviklingen for å ikke miste deler av kundemassen. På den annen side kan ingen forutsi teknologisk nyvinninger eller trender, og det kan derfor være tilfeldig om sportsbransjen klarer å henge med i utviklingen.

### **Miljømessige faktorer**

Sportsbransjen er en væravhengig bransje, hvilket blant annet XXL opplevde i første kvartal med sviktende salgstall som følge av en dårlig norsk vinter (XXL, 2017b). Den globale oppvarmingen har økt risikoen for ustabile årstider ytterligere, og kan derfor ha stor påvirkning på sportsbransjens omsetning.

## **2.5.4 Sportsbransjen i Norge**

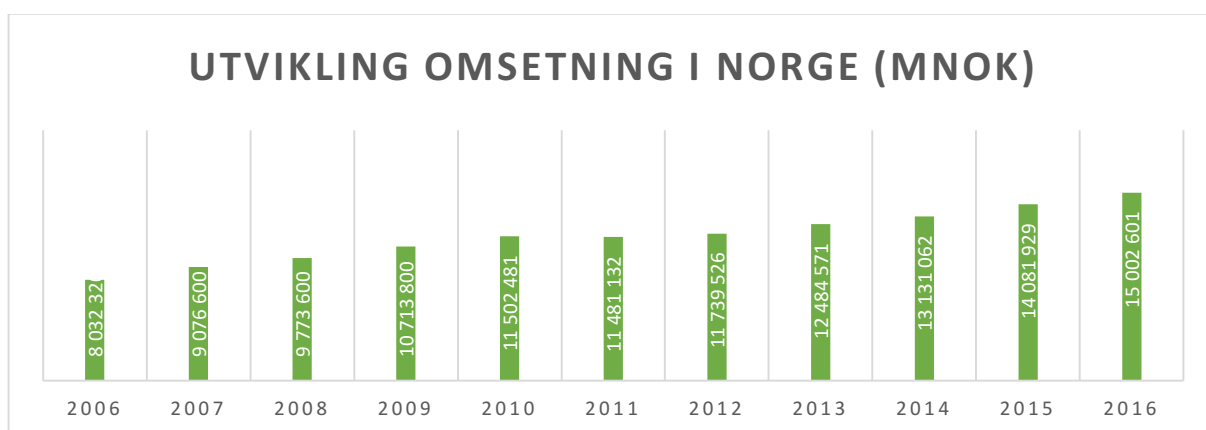
Den historiske utviklingen i Norge viser at det blir færre butikker, men økende salg. Dette tyder på at flere butikker er tilknyttet en butikkjede. Hele 91% av omsetningen i sportsbransjen skriver seg fra seks ulike butikkjeder (Sportsbransjen, 2016). Disse seks kjedene er G-Sport/G-MAX/Intersport, Stadion, Sport 1, Coop, XXL og MX-sport. Gresvig-konsernet er den største kjeden med en markedsandel på 28,5%. XXL er den nest største aktøren med en markedsandel på 27,6%. Sport1 er den tredje største aktøren med en markedsandel på 16,6% i 2016. Utviklingen i markedsandel er presentert i figur 2.4.



Figur 2.4 – Utvikling markedsandel blant kjedene i Norge (Sportsbransjen, 2016)

Figur 2.4 viser at ”andre” butikker har en markedsandel på kun 9,1% i 2016. Sportsbransjen (2016) viser til at det totale antallet sportsbutikker reduseres, men omsetningen har likevel en positiv utvikling. Dette er sammenfallende med varehus-konseptet som ble introdusert av XXL. Flere andre kjeder følger etter XXL i denne utviklingen, der eksempelvis Gresvig-konsernet har introdusert G-MAX.

Figur 2.5 viser at omsetningen er tilnærmet doblet de siste 10 årene. Tallene er beregnet på detaljnivå, og de vil trolig være høyere ettersom omsetningen via nettsider ikke er inkludert. Sportsbransjen (2016) viser til at sportsbransjen er en bransje som er svært væravhengig, og omsetningen vil naturlig nok variere i takt med været i det aktuelle året. Dette fikk XXL selv erfare i første kvartal 2017 (XXL, 2017b).



Figur 2.5 – Utvikling omsetning i Norge (Sportsbransjen, 2016)



### 2.5.5 Sverige, Danmark og Finland

Markedet i de andre nordiske landene er i likhet med det norske markedet preget av kjedebutikker. I det svenske markedet har Intersport og Stadium vært de største aktørene, men XXL tar stadig nye markedsandeler. XXL økte sin markedsandel fra 14% til 16% fra 2015 til 2016 (XXL, 2017b). Videre har det svenske markedet vist en jevn vekst på ca 5% årlig (XXL, 2017a).

Det finske sportsmarkedet er sterkt fragmentert med en stor hovedaktør. Kesko kontrollerer ca 31% av markedet, inkludert deres eierandel i Intersport. Dette tyder på at markedet i Finland er svært konkurranseutsatt, hvilket XXL også understreker (XXL, 2017b). Det finske sportsmarkedet hadde i 2016 en positiv vekst på ca 3,7%, og XXL økte sin markedsandel fra 13% til 17% fra 2015 til 2016 (XXL, 2017a).

Det danske sportsmarkedet er preget av en sterk konkurransesituasjon hvor mange av aktørene er rene nettbutikker. I likhet med de andre nordiske sportsmarkedene har også det danske opplevd en positiv vekst de siste årene. XXL entret dette markedet i mai 2016 med en ren nettbutikk (XXL, 2017a).

## 3 Valg av verdsettelsesteknikk

### 3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker

Hensikten med å gjennomføre en verdivurdering av en virksomhet er å finne verdien på virksomhetens egenkapital. En sammenligning av den estimerte verdien og markedsverdien kan benyttes som grunnlag for å avgjøre om selskapets aksjer er rett priset (Damodaran, 2012). Således kan en verdivurdering benyttes til å utarbeide en handlingsstrategi for virksomhetens aksjer.

Det eksisterer mange ulike verdivurderingsmetoder. Alle metodene har sine fordeler og ulemper, og passer derfor best til ulike formål. Dette gjør at metodene ofte brukes som supplement eller enn alternativer for å komme fram til et samlet verdiesimat. Det er vanlig å skille mellom tre hovedteknikker for verdivurdering av en virksomhet; *fundamental*, *komparativ* og *opsjonsbasert* verdivurdering (Damodaran, 2012). Valg av verdivurderingsmetode vil avhenge av flere forhold, deriblant tilgang til informasjon og tid til disposisjon. Valg av metode vil også avhenge av forhold knyttet til selve virksomhetens som skal verdsettes, deriblant bransje og fase i livssyklus (Kaldestad & Møller, 2016).

#### 3.1.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er verdsettelse basert på analyse av underliggende forhold gjennom strategisk regnskapsanalyse og bruk av innsikt til utarbeiding av framtidsregnskap og –krav (Damodaran, 2012). Verdsettelsesteknikken tar utgangspunkt i hvilke kontantstrømmer en virksomhet forventes å generere fremover. Vurderingen bygger på en prognose av fremtidige kontantstrømmer, basert på historiske regnskapstall og fremtidige vekstutsikter.

Det skilles ofte mellom to ulike måter å gjennomføre fundamental verdivurdering på: *egenkapitalmetoden* og *selskapskapitalmetoden*. Metodene er ulike i utførelsen, men gir samme verdiesimat dersom det benyttes verdivektede avkastningskrav til henholdsvis egenkapital og selskapskapital (Damodaran, 2012).

### Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden (EK-metoden) verdsetter kontantstrømmene til egenkapitalen ”direkte” (Damodaran, 2012). Dette gjøres ved å beregne nåverdien av egenkapitalens kontantstrøm, gitt avkastningskravet eller kapitalkostnaden. Innunder EK-metoden kan det benyttes fire modeller: *utbytte-, fri kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen*. Modellene er ekvivalente og vil alltid gi samme verdiesimat ved konsistente forutsetninger (Gjesdal, 2012).

Eksempel på estimering:

$$VEK = \text{Nåverdi av fri kontantstrøm til EK,}$$

der VEK er verdien av egenkapitalen.

### Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden (SK-metoden) innebærer en ”indirekte” verdsettelse av egenkapitalen. Metoden innebærer at hele selskapets verdi, ”Enterprise value” (EV), verdsettes før verdien av rentebærende gjeld trekkes ut fra EV. Den gjenværende verdien representerer da verdien av egenkapitalen (Damodaran, 2012). Verdien av selskapet kan presenteres ved hjelp av tre typer kapitalmål: *total kapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital*. Sysselsatt kapital og netto driftskapital blir ofte ansett som samme kapitalmål. Kapitalmålene er ulike ved at finansielle eiendeler inkluderes i sysselsatt kapital sammen med netto driftseiendeler. Ved å benytte netto driftskapital som kapitalmål vil en skille mellom drifts- og finansrelaterte aktiviteter i virksomheten.

En utfordring med selskapskapitalmetoden er at selskapet kan ha en unormalt høy eller lav kapitalbinding på rapporteringstidspunktet. En mulig løsning kan derfor være å benytte gjennomsnittlig kapitalbinding basert på halvårs- eller kvartalsrapporter (Damodaran, 2012).

Eksempel på estimering:

$$\begin{aligned} VEK &= \text{Verdi selskapskapital} - \text{verdi (netto)gjeld} \\ &= \text{Nåverdi av fri kontantstrøm til selskapet} - \text{nåverdi av gjeld} \end{aligned}$$

### 3.1.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ eller relativ verdivurdering er basert på sammenlignende prising i forhold til tilsvarende virksomheter eller eiendeler (Damodaran, 2012). Teknikken er enkel, men forutsetter at det faktisk er mulig å finne sammenlignbare selskaper. Dette kan ofte vise seg vanskelig, og en må nøye seg med grove sammenligninger (Kaldestad & Møller, 2016). Komparativ verdivurdering er mindre ressurskrevende enn fundamental verdivurdering, og blir derfor ofte benyttet i praksis (Kaldestad & Møller, 2016). Det benyttes i hovedsak to sentrale modeller innenfor komparativ verdsettelse, *multiplikator-* og *substansmodellen*.

#### Multiplikatormodellen

Modellen innebærer at selskaps- eller egenkapitalen til en virksomhet blir sammenlignet relativt til kapitalen i tilsvarende virksomheter (Damodaran, 2012). Selskapets egenkapital verdsettes direkte (EK-metoden) eller indirekte (SK-metoden) ved å sammenligne multiplikatoren med andre selskapers multiplikatorer. Penman (2013) fremhever at utvalget må være sammenlignbare selskaper dersom metoden skal være formålstjenlig. Eksempler på multiplikatorer som ofte brukes er pris/fortjeneste, pris/bok og EV/EBITDA (Kaldestad & Møller, 2016).

#### Substansmodellen

Substansverdivurdering innebærer at eiendelene til en virksomhet blir sammenlignet med salgsverdien eller den estimerte salgsverdien på tilsvarende eiendeler. Deretter blir gjelden fratrukket for å finne substansverdien av egenkapitalen. Substansverdien vil således være den estimerte verdien som eiendeler og gjeld kan selges til i markedet (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Modellen fokuserer på selskapets eiendeler og deres selvstendige verdi, ikke prosessene og selve aktiviteten i selskapet (Kaldestad & Møller, 2016). Dette fokuset medfører at verdien av selskapets drift ikke tas med i beregningen, og verdien av egenkapitalen kan lett undervurderes. Kaldestad og Møller (2016) understreker at modellen derfor egner seg best i kapitaltunge virksomheter, som eksempelvis eiendomsselskaper.

### 3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Damodaran (2012) definerer en opsjon som en rett, men ikke en plikt til å kjøpe eller selge en underliggende eiendel innen eller på et gitt tidspunkt i framtiden til en pris som er avtalt på forhånd. Opsjonsbasert verdivurdering er en utvidelse av fundamental verdivurdering, med den hensikt å bygge inn verdien av fleksibilitet. Kaldestad og Møller (2016) hevder at tradisjonell

fundamental verddivurdering kan undervurdere egenkapitalverdien ettersom man ignorerer verdien av å besitte rettigheten, men ikke plikten, til å gjøre bestemte tiltak. Derfor blir nåverdien av særlig fleksibilitet tillagt den statiske verdien til selskapet ved opsjonsbasert verddivurdering.

## 3.2 Valg av verdsettelsessteknikk

Ovenfor er det presentert tre ulike verdsettelsesteknikker som har sine styrker og svakheter. Valg av verdsettelsesteknikk avhenger i stor grad av bransje, framtidsutsikter og fase i livssyklus. Videre vil også tilgang på informasjon, spesielt regnskapstall, være avgjørende for valg av verdsettelsesteknikk (Kaldestad & Møller, 2016).

I det følgende vil vi diskutere ulike argumenter som vil være avgjørende for valg av verdsettelsesmetode. Avslutningsvis vil det argumenteres for valg av hovedmetode for utredningens videre verddivurdering.

### **Bransje**

Vårt bransjeutvalg tar utgangspunkt i aktører i både det nordiske og europeiske sportsmarkedet. Virksomhetene er relativt like og konkurrerer om samme markedsandeler. I både komparativ og fundamental verddivurdering vil dette være fordelaktig da vi trenger sammenlignbar regnskapsinformasjon. For utenlandske virksomheter kan vi omregne det rapporterte regnskapet til norske kroner, og på den måten oppnå sammenlignbar informasjon.

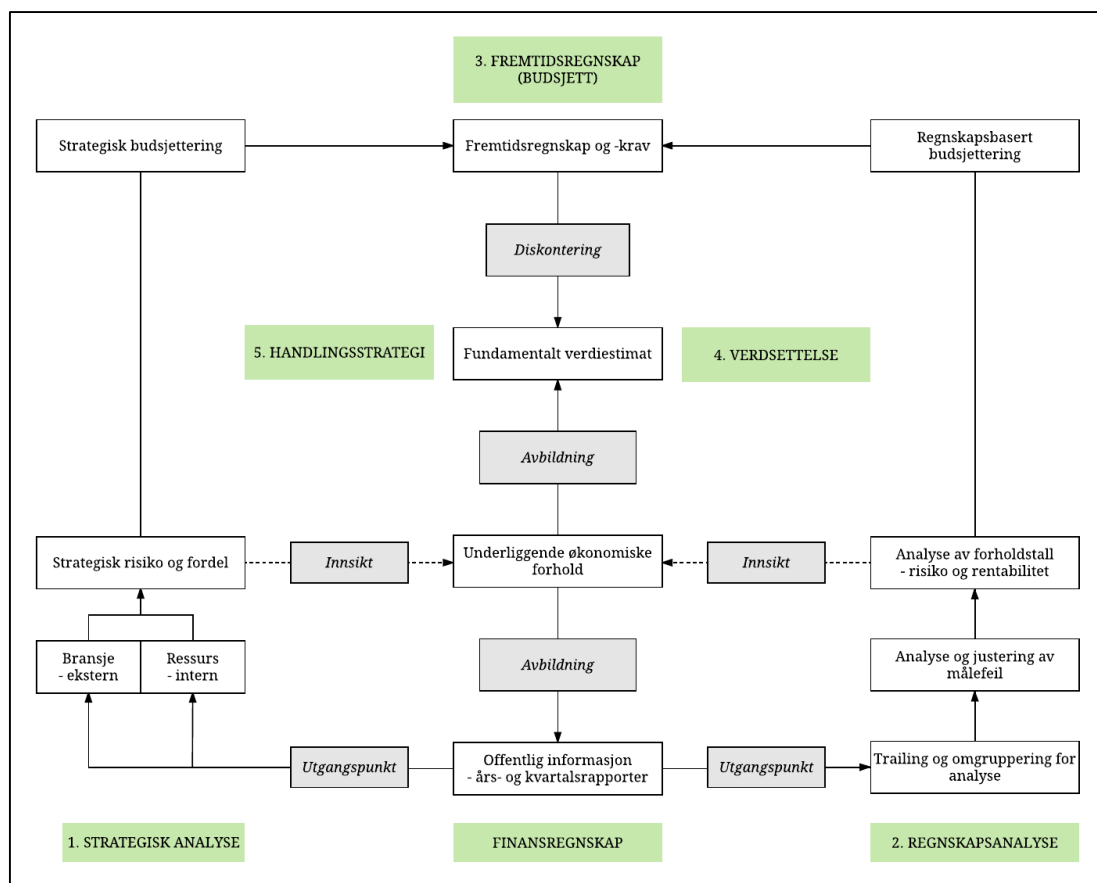
### **Fremtidsutsikter og fase i livssyklus**

XXL er allerede veletablert i det nordiske sportsmarkedet, og da spesielt i det norske, svenske og finske markedet. Selskapet har planlagt flere nyåpninger i løpet de neste årene, samt en europeisk ekspansjon med åpning av to varehus i Østerrike i tredje kvartal av 2017 (XXL, 2017a). I kapittel 2 fremhevet vi at bransjen er preget av sterk priskonkurranse og stadig kamp om markedsandeler. Flere selskaper etablerer nye varehus i de aktuelle markedene, hvilket taler for at markedet ennå ikke er mettet på sportsutstyr. Videre viser regnskapstallene at selskapet har vekst i både inntekter og overskudd. Samlet indikerer dette at XXL fortsatt befinner seg i en fase med høy vekst, og dette tilsier derfor bruk av fundamental verdsettelse. Dette skyldes at selskapet har solide inntekter og dermed et godt grunnlag for videre beregninger.

Informasjonsgrunnlaget om både XXL og sportsbransjen er solid og dekker flere år tilbake i tid. Dette utgjør et grunnlag for å kunne gjennomføre en fundamental verdivurdering. Vi har samtidig informasjon om flere andre børsnoterte selskaper som driver med både sports- og varehandel, og som derfor kan brukes til komparativ i form av multippelbasert verdivurdering. I denne utredningen vil vi derfor benytte fundamental verdivurdering som hovedmetode og multippelbaserte verdivurderinger som supplement.

### 3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Fundamental verdivurdering baserer seg som nevnt på underliggende økonomiske forhold, deriblant kvartals- og årsrapporter. Figur 3.1 illustrerer de fem stegene i rammeverket for den fundamentale verdivurderingen som vil føre fram til et estimat på verdien av egenkapitalen til XXL og en tilhørende verdi per aksje.



Figur 3.1 – Rammeverk for fundamental verdsettelse (Knivsflå, 2017a)

### **Steg 1: Strategisk analyse**

Verdivurderingens første steg er å utarbeide en strategisk analyse, som består av både en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursbasert analyse. Denne analysen baseres på offentlig informasjon. Hensikten med den strategiske analysen er å få ytterligere innsikt i de underliggende økonomiske forholdene ved selskapet og bransjen. Analysene i steg 1 vil avdekke om virksomhetens innehar en strategisk fordel.

### **Steg 2: Regnskapsanalyse**

Regnskapsanalysen omhandler analyse av tilgjengelig regnskapsdata. Denne informasjonen hentes fra års- og kvartalsregnskap. Den historiske utviklingen vil analyseres for å oppnå innsikt i underliggende økonomiske forhold. Dersom en ikke har tilgang til årsregnskapet, men kun én til tre kvartalsrapporter, er det nødvendig å gjennomføre en *trailing*. Hensikten med dette er å estimere det fullstendige årsregnskapet. Videre må en omgruppere de rapporterte regnskapstallene. Dette gjøres for å danne et mer investororientert regnskap ved å skille mellom drifts- og finansrelaterte regnskapsposter (Petersen, et al., 2017).

Videre må regnskapet justeres for eventuelle målefeil, og en må utføre forholdstallsanalyser for å analysere rentabilitet og risiko (Penman, 2013). Rentabilitetsanalysen har som formål å tallfeste virksomhetens drift- og finansieringsfordel. Dette gjøres for å kartlegge om virksomhetens eventuelle strategiske fordel relaterer seg til selskapets interne ressurser eller om den knytter seg til forhold ved den aktuelle bransjen.

### **Steg 3: Fremtidsregnskap**

Utarbeiding av fremtidsregnskap tar utgangspunkt i innsikten fra den strategiske regnskapsanalysen. Basert på budsjett drivere estimeres et forventet fremtidsregnskap som inkluderer resultatregnskap, balanse og fri kontantstrøm. Videre blir fremtidige kapitalkrav estimert.

### **Steg 4: Fundamental verdsettelse**

Selve verdivurderingen blir foretatt på bakgrunn av det budsjetterte fremtidsregnskapet. I verdivurderingen kan en som nevnt benytte to metoder, egenkapital- eller selskapsmetoden. Begge teknikkene anslår verdien av egenkapitalen ved å neddiskontere framtidige kontantstrømmer. Gjennom en stegvis konvergeringsprosess vil en oppnå et endelig verdiestimat med tilhørende aksjeverdi. Konvergeringsprosessen innebærer bruk av verdivekter og gjør således framtidsregnskapet og fremtidskrav verdibasert.

**Steg 5: Handlingsstrategi**

Verdiestimatet fra steg 4 utgjør et punktestimat med tilhørende usikkerhet. For å analysere denne usikkerheten benyttes simuleringer og sensitivitetsanalyser. Dette vil avdekke i hvilken grad verdiestimatet blir påvirket av endringer i verdidriverne. Avslutningsvis vil verdiestimatet sammenlignes med børskursen på verddivurderingstidspunktet for å utarbeide en anbefalt handlingsstrategi.



## 4 Strategisk analyse

Gjennom dette kapittelet vil det gjennomføres en kvalitativ analyse av eksterne og interne forhold som påvirker XXL og sportsbransjen. Analysen baseres på offentlig tilgjengelig informasjon og vil klargjøre hvorvidt det foreligger en strategisk fordel for XXL og bransjen, samt hvilke risikoer selskapet og bransjen står overfor (Johnson, Scholes, & Whittington, 2012). En strategisk fordel deles i en ekstern bransjefordel og en intern ressursfordel. En ekstern bransjefordel vil si at bransjen har en rentabilitet som er høyere enn kravet til avkastning og en intern ressursfordel vil si at et selskap er i besittelse av unike ressurser som utnyttes slik at de oppnår høyere rentabilitet enn bransjen. Summen av den eksterne bransjefordelen og den interne ressursfordelen utgjør den strategiske fordelene (Barney & Hesterly, 2011).

Innsikten fra den strategiske analysen vil senere benyttes ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet for XXL.

### 4.1 Ekstern bransjeorientert analyse – PESTEL og Porter

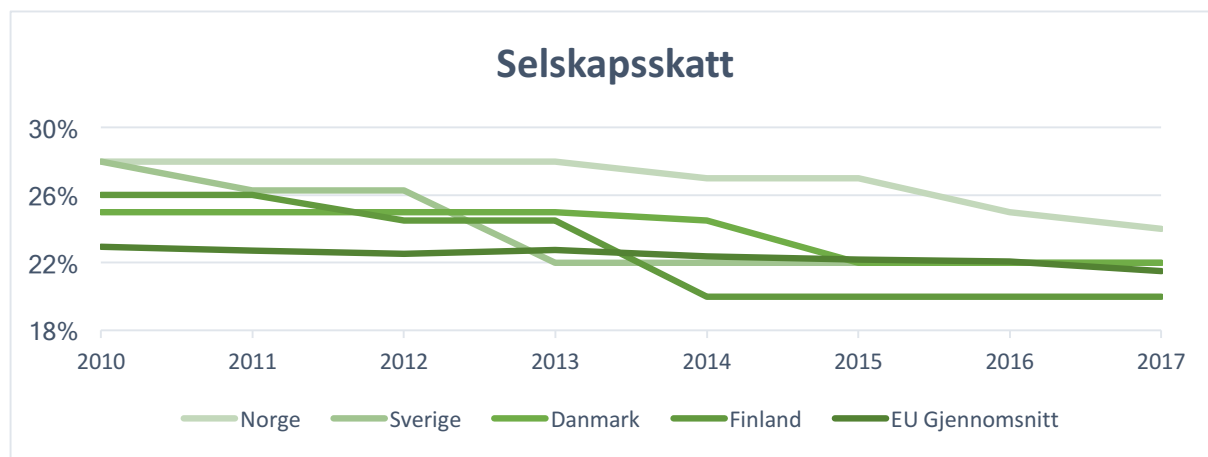
Den eksterne bransjeorienterte analysen skal avdekke forhold som påvirker bransjen, og videre analysere hvorvidt det foreligger en strategisk bransjefordel. Rammeverkene som benyttes i den eksterne analysen er PESTEL-analyse og Porters fem konkurransekrefter. Bransjen er tidligere definert å operere i store deler av Europa, men hovedvekten i denne analysen vil være den norske delen av markedet.

#### 4.1.1 PESTEL-analyse

PESTEL-analysen er et rammeverk som vurderer hvordan seks makroøkonomiske faktorer påvirker bransjen i dag og hvordan disse faktorene vil påvirke bransjen i fremtiden. De seks faktorene som analyseres er politiske-, økonomiske-, sosiale-, teknologiske-, miljømessige- og legale faktorer (Johnson, et al., 2012). Analysen baserer seg på faktagrunnlaget presentert i kapittel 2.5.3.

#### **Politiske/legale faktorer**

Vi har valgt å se på juridiske og politiske forhold under ett fordi politikk og jurisdiksjon er tett knyttet opp mot hverandre. En felles analyse vil derfor være hensiktsmessig.



Figur 4.1 - Selskapsskatt (KPMG, 2017)

Figur 4.1 viser utviklingen i selskapsskattesatsen for Norge, Sverige, Danmark, Finland og gjennomsnittet i EU. Vi ser at Norge har den høyeste selskapsskatten i 2017 mens Finland har den laveste. Lav selskapsskatt kan gjøre det enklere å drive virksomheten fordi mindre av pengene går ut fra bedriften og inn i statskassen. Høyresiden i norsk politikk sikret seg fire nye med regjeringsmakt i september 2017. En av kampsakene under valgkampen var å senke skattene ytterligere og generelt gjøre det enklere å drive virksomhet fra Norge (Høyre, 2017). En ytterligere reduksjon av selskapsskatten i Norge vil være fordelaktig for sportsbransjen.

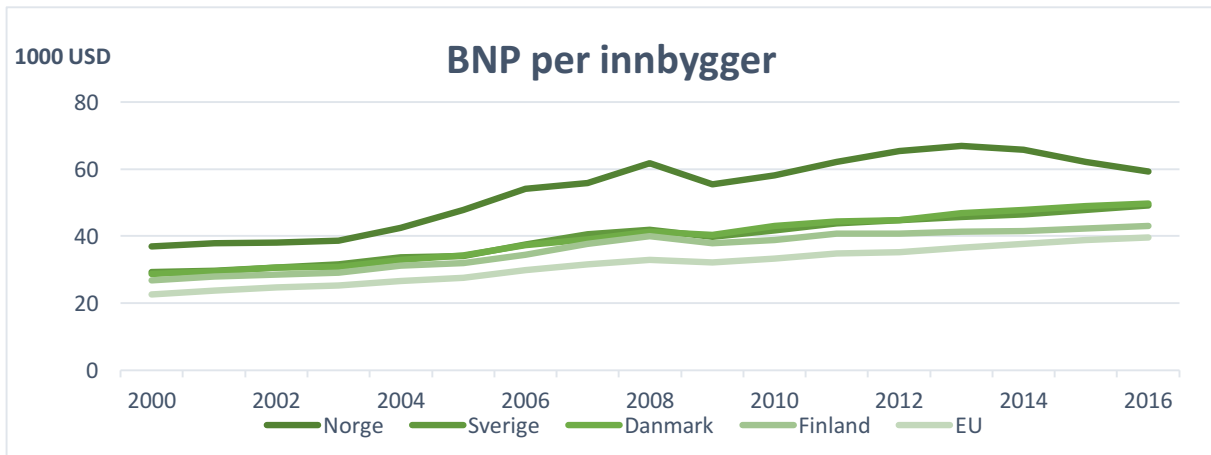
I 2014 ble grensen for moms- og tollfri import hevet til 350 kr (Finansdepartementet, 2014). Grensen skulle egentlig heves til 500 kr, men uenighet førte til at grensen ble satt til 350 kr. Dette medfører at man kan handle sportsutstyr fra utenlandske nettbutikker for 350 kr uten å betale toll- og merverdiavgift når varen ankommer Norge. Heving av grensen har bidratt til å øke konkurransen fra utenlandske aktører for sportsbransjen i Norge. Utenlandske aktører har nytt godt av hevingen av grensen og en eventuell fremtidig heving med den nye blå regjeringen vil ha stor negativ påvirkning på de norske aktørene.

Sett i lys av fire nye år med Høyre-Frp regjeringen og lovnader om ytterligere skattelett, vil de politiske og legale faktorene ha en noe positiv effekt for bransjen over analyseperioden.

### Økonomiske faktorer

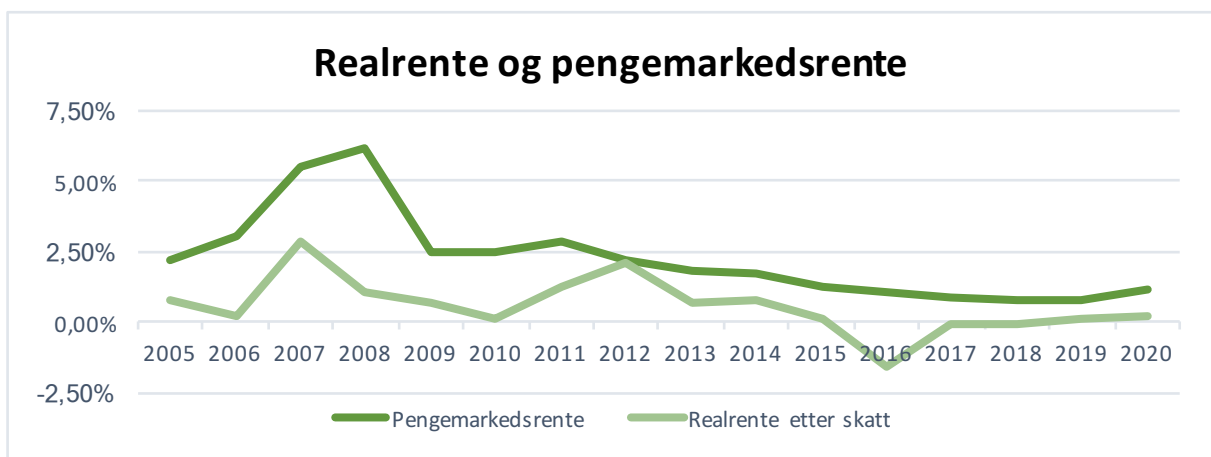
Figur 4.2 viser utviklingen i BNP per innbygger fra år 2000 til 2016. Verdiene er i amerikanske dollar og vises i hele tusen. Bruttonasjonalprodukt (BNP) per innbygger kan si noe om nivået på den materielle velstanden i et land, og måles som total verdiskapning i løpet av et år delt på antall innbyggere i landet (SSB, 2017a). Figur 4.2 viser en nedgang i BNP per innbygger i Norge fra 2013 til 2016. Dette skyldes primært nedgangen i oljenæringen grunnet de lave

oljeprisene. Negative trender i BNP per innbygger kan føre til at konsumet av forbruksvarer reduseres og sportsbransjen vil da kunne rammes. Danmark, Sverige Finland og EU har på sin side hatt en jevn vekst i BNP per innbygger fra 2000 til 2016. Den europeiske økonomien har utviklet seg positivt som følge av lengre perioder med lave renter



Figur 4.2 – BNP per innbygger (The World Bank, 2017)

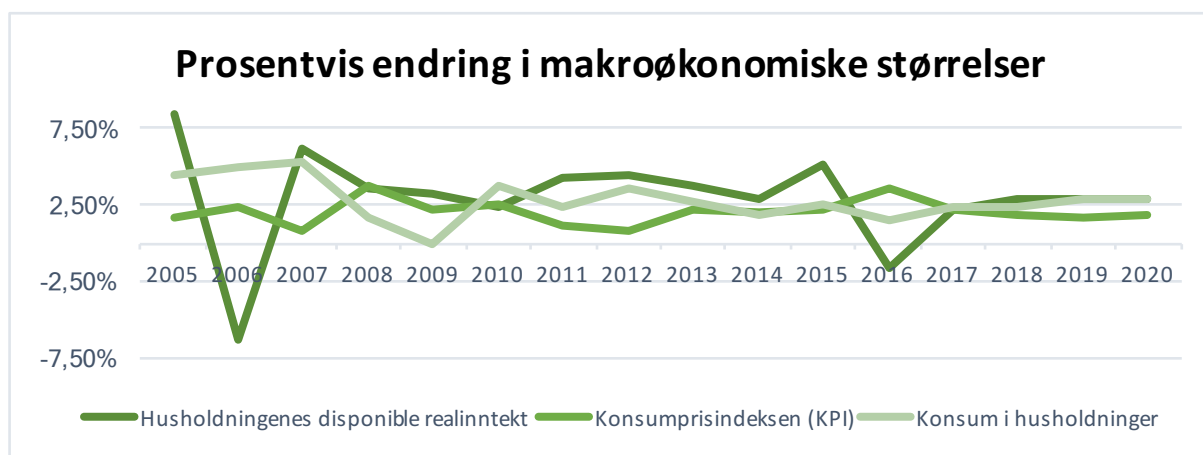
Pengemarkedsrenten viser renten på lån i kapitalmarkedet. Figur 4.3 viser prognoser på at pengemarkedsrenten vil falle ytterligere i Norge fra 2017 til 2019, før den vil øke fra 2019 til 2020. Lav rente stimulerer økonomien og fører til høyere forbruk og mindre sparing (Norges Bank, 2004). Realrenten utgjør differansen mellom nominell rente og forventet inflasjon, og denne vil stige noe de neste årene grunnet lave inflasjonsforventninger. Lav rente kan ha en positiv effekt på sportsbransjen fordi konsumet øker og bedriftenes økonomi styrkes fordi det blir enklere å betjene gjelden.



Figur 4.3 - Realrenten pengemarkedsrenten i Norge fra 2015 til 2020 (SSB, 2017c)

Konsumprisindeksen (KPI) viser prosentvis endring i konsumpriser for tjenester og varer etterspurt av private husholdninger bosatt i Norge (SSB, 2017b). Husholdningenes disponible realinntekt viser prosentvis endring av inntekten, korrigert for utviklingen i priser. Den tilsvarer altså mengden varer og tjenester som konsumentene kan kjøpe for inntekten sin og beskriver dermed konsumentenes faktiske kjøpekraft (SSB, 2017d). Den negative veksten i husholdningenes realinntekt fra 2015 til 2016 skyldes fallet i oljeprisen.

Prognosene videre viser at veksten forventes å stabilisere seg på ca 3% årlig fra 2018. Videre er det verdt å merke seg at konsumet i husholdningene ikke er like utsatt for svingninger som husholdningenes disponible realinntekt. Dette kan tilsi at sportsbransjen rammes betydelig av økonomiske svingninger. Veksten i konsumet stagnerte etter finanskrisen, men veksten har videre holdt seg forholdsvis stabil til tross for fallet i oljenæringen. Konsumet i husholdninger forventes å stabilisere seg på ca 3% vekst fra 2019. Videre spår prognoser fra SSB (2017d) at yrkesandelen og arbeidsledighetsraten vil ligge stabilt i Norge fra dagens nivå og frem til 2020. Dette underbygger at husholdningenes disponible inntekt vil holde seg stabile.

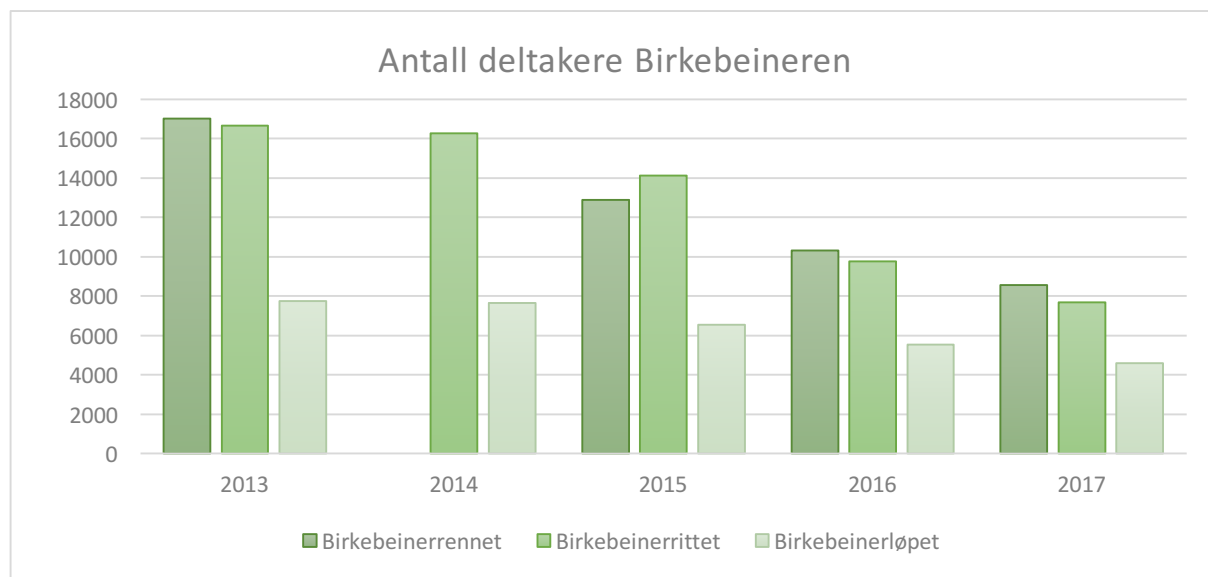


Figur 4.4 - Konsumprisindeksen, konsum i husholdninger og husholdningenes disponible realinntekt i Norge (SSB, 2017c)

SSB og Norges Bank spår at bunnen allerede er nådd i norsk økonomi og at det nå forventes moderat vekst i årene som kommer (SSB, 2017c). Økonomien i Europa for øvrig vil vokse jevnt og som følge av blant annet lave renter. De økonomiske forholdene vurderes derfor å ha en nøytral effekt på bransjen.

## Sosiale faktorer

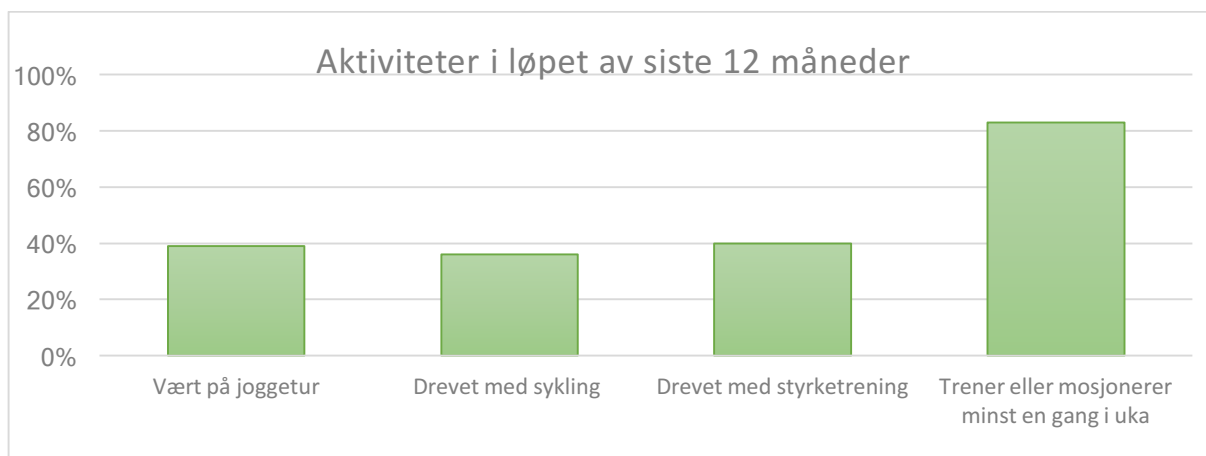
Sosiale faktorer handler omhandler endringer i sosiale verdier, normer, kultur og demografi kan påvirke bransjen i fremtiden (Johnson, et al., 2012).



Figur 4.5 - Antall deltakere i Birkebeineren (Birkebeineren, 2017)

Generelt ser vi tendenser til at interessen for «supermosjonisme» er i ferd med å stagnere, og Birkebeinerens rekordlave deltakerantall understreker dette. Figur 4.5 viser antall deltakere i henholdsvis Birkebeinerrennet, Birkebeinerrittet og Birkebeinerløpet fra 2013 til 2017, og trenden de siste fem årene synes å være klar. Deltakerantallet faller for hvert år som går og dette viser at fokuset blant befolkningen kan være i ferd med å endre seg.

Imidlertid viser figur 4.6 viser at over 80% av et representativt utvalg nordmenn trener eller mosjonerer minst en gang i uken. Behovet for sportsutstyr er derfor fortsatt til stede, men fokuset er dreid vekk fra eliteidretten og over på breddeidretten. Sportsbransjen (2016) skriver i sin bransjeoppdatering for 2016 at fokuset på fysisk aktivitet øker og at det fortsatt er trendy å være sporty.



Figur 4.6 - Fysisk aktivitet i løpet av de siste 12 månedene (SSB, 2016)

Endringen i fokuset fra supermosjonisme og over på mer alminnelig generell fysisk aktivitet vil dermed ikke svekke salget for bransjen som helhet. Butikker innrettet mot eliteutøvere kan derimot få svekket lønnsomhet dersom den negative trenden fortsetter.

Den reduserte interessen for supermosjonisme vil ha en negativ effekt på aktørene i bransjen som satser mot eliten. Interessen for generell aktivitet vil imidlertid fortsette å stige, noe som vil være positivt for bransjen. De sosiale faktorene vil totalt sett ha en positiv effekt på sportsbransjen.

### Teknologiske faktorer

Stadig flere konsumenter har gått over fra tradisjonell handel i butikk til netthandel (SSB, 2017e). Handlemønsteret på nettet vil ofte være ulikt enn i et varehus. I et varehus vil kunden fysisk orientere seg og varene er sortert på en slik måte at kunden skal legge merke til dem og videre kjøpe varer som vedkommende i utgangspunktet ikke hadde en intensjon om å kjøpe. Dette er vanskelig å oppnå på tilsvarende måte i en nettbutikk. Det er nærliggende å forutsette at netthandel vil føre til mer gjennomtenkte kjøp og dermed mindre spontane kjøp. Dette kan ha en noe negativ effekt for sportsbransjen.

Økningen i netthandel har utvilsomt også ført med seg kostnadsbesparelser for bransjen. Med nettbutikker trenger ikke kjeden like mange fysiske utsalgssteder som før slik at kjedene kan rette fokus mot netthandel fremfor å fokusere på å ha varehus på sentrale lokasjoner.

Sportsbransjen er som andre bransjer avhengig av å holde følge med den teknologiske utviklingen, men sammenlignet med annet utstyr for private konsumenter, er ikke sportsutstyr utsatt for så store endringer som følge av teknologi. Det finnes likevel unntak. For eksempel er

den økende interessen for el-sykler noe som tyder på at sportsbransjen også må følge med på den teknologiske utviklingen.

Teknologisk utvikling er noe som ikke kan forutses. Det eneste vi vet er at ny teknologi kan oppstå plutselig og det kan endre mønstrene vi kjenner fra dagens marked. Derfor må også sportsbransjen følge med på hva som skjer i den teknologiske utvikling. Den teknologiske utviklingen byr på utfordringer for bransjen, men de aktørene som henger med på utviklingen vil kunne utnytte den. Samlet sett vil de teknologiske faktorene ha en nøytral effekt på sportsbransjen i årene fremover.

### Miljømessige faktorer

I forbindelse med klimaendringene har stadig flere kunder rettet fokus mot klimanøytrale produkter og bærekraftig produksjon. Dette betyr at bedriftene må tilpasse seg deretter. Dette gjøres blant annet ved å benytte strøm med opprinnelsesgarantier samt unngå salg og produksjon av produkter som inneholder miljøfiendtlige stoffer (DN, 2017c). Fokuset på miljø vil dermed pålegge bransjen en ekstrakostnad som kan virke negativt på lønnsomheten.

I tillegg har den globale oppvarmingen økt risikoen for varme vintre og kalde somre. Dårlige klimatiske sesonger, og da spesielt vintersesongen, har en stor negativ påvirkning på sportsforretningenes omsetning. Basert på de to nevnte momentene vil de miljømessige faktorene ha en negativ påvirkning på bransjen gjennom prognoseperioden.

### Oppsummering PESTEL

Faktorer	Negativ	Noe negativ	Nøytral	Noe positiv	Positiv
Politiske/legale				x	
Økonomiske			x		
Sosiale					x
Teknologiske			x		
Miljømessige		x			

Tabell 4.1 - Oppsummering PESTEL-analyse

PESTEL-analysen har gitt innsikt i hvordan eksterne faktorer har påvirket bransjen og hvordan disse faktorene vil påvirke sportsbransjen fremover i tid.

Bransjen har tidligere nytt godt av interessen rundt supermosjonisme og vokst som følge av dette. Trendene de siste årene viser imidlertid at denne interessen er avtakende, men det betyr ikke at folk er noe mindre aktive. Det er fortsatt trendy å være sporty, men nå er det ikke lenger like viktig å konkurrere i eliteklassen. Fokuset er nå rettet mot en sunn livstil og å holde seg i

generell aktivitet. Markedet har trolig ikke nådd metningspunktet på dette området og det er derfor trolig mer å hente fra aktivitetstrenden gjennom budsjettperioden.

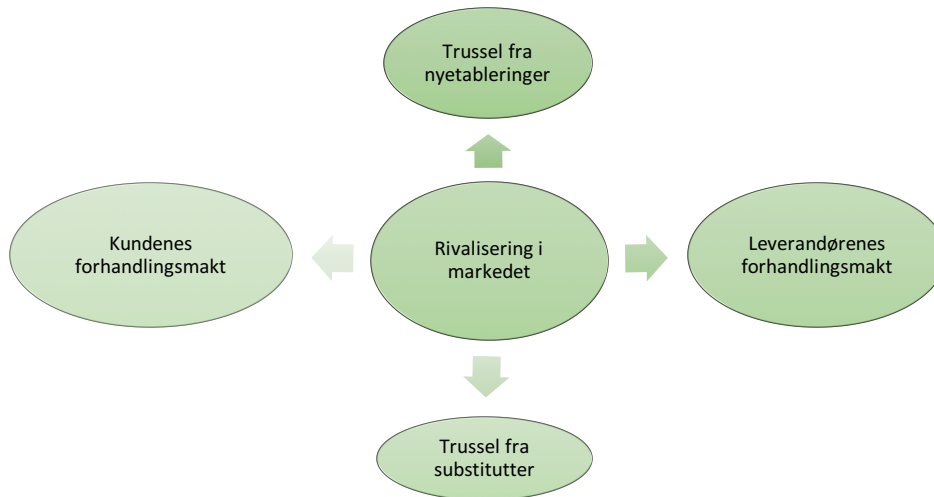
Kjøp av sportsutstyr over nettet har økt kraftig de siste årene, og dette har hatt både positive og negative virkninger på sportsbransjen. En negativ virkning er at kundens handlemønster er ulikt i en nettbutikk enn i et varehus. I et varehus er varene plassert på en slik måte at kunden skal få øye på dem og potensielt kjøpe varer som de i utgangspunktet ikke hadde planlagt å kjøpe. Metoden fungerer ikke i like stor grad i en nettbutikk, hvor kunden selv må oppsøke de varene vedkommende har tenkt til å kjøpe. Netthandel øker også tilgjengeligheten for kunden ved å unngå fysisk handel i et varehus. Netthandling vil trolig øke ytterligere gjennom budsjetteringsperioden og effekten av dette vil trolig være nøytral som et resultat av økt tilgjengelighet, men mindre spontane kjøp.

Kundenes økte fokus på miljø har tilført sportsbransjen en ekstrakostnad. Kundene viker unna produkter som er produsert på en miljøfiendtlig måte eller inneholder miljøfiendtlige stoffer. I tillegg til miljøfokus blant kunder er det et økende problem at vintrene blir varmere og somrene kaldere. Dårlige sesonger har en klar negativ effekt på sportsbransjen og lite tyder på at dette kommer til å bedre seg i årene som kommer. I tillegg predikerer vi at kundenes økte miljøfokus ha en enda større negativ påvirkning på bransjen i årene som kommer.

### **4.1.2 Porter-analyse**

Michael Porter (1998) har formulert et rammeverk for analyse av bransjestruktur. Porter trekker frem fem konkurransekrefter for å belyse konkurranseforholdene i et marked. De fem kreftene er: trussel fra nye aktører, kundenes forhandlingsmakt, leverandørenes forhandlingsmakt, graden av rivalisering og trussel fra substitutter. Hvis alle disse fem kreftene virker sterkt i en bransje, vil bransjen være preget av høy konkurranse og lave marginer. En svak virkning av Porters fem krefter vil motsetningsvis beskrive en bransje med liten grad av frikonkurranse og høye marginer (Porter, 1998). Porteranalysen baserer seg på faktagrunnlaget presentert i kapittel 2.5.





Figur 4.7 - Porters fem konkurransekrefter

### Trussel fra nyetableringer

Nye aktører truer de etablerte aktørene i markedet ved å kapre deres markedsandeler. Flere nye aktører tilsier sterkere konkurranse i markedet (Porter, 1998). Grunnleggende økonomisk teori tilsier at nye aktører vil entre markedet helt til det ikke er merverdi å hente. Trusselen fra nyetableringer avhenger av hvor store etableringsbarrierer det er i markedet.

Den vanligste etableringsbarrieren i et marked er store oppstartsinvesteringer (Porter, 1998). Det krever i utgangspunktet ikke store investeringene for å starte sitt eget utvalg av sportsutstyr. Alt som kreves er et varesortiment, et lokale, et varelager og noen ansatte. Utsalgslokalet kan leies og varesortimentet trenger ikke nødvendigvis å være stort. Dermed kan en starte sin egen sportsforretning uten store initiale investeringer. Dette betyr at det i utgangspunktet er enkelt å etablere seg i markedet og dermed true de allerede etablerte aktørene.

Likevel ser vi at det er vanskelig for nye enkeltaktører å utgjøre en reell trussel mot de etablerte aktørene i markedet. En av de viktigste konkurransefaktorene i sportsbransjen er pris. Stordriftsfordeler i forbindelse med innkjøp fra leverandører gjør det svært vanskelig for nye aktører å drive lønnsomhet med de samme lave prisene som de etablerte aktørene. De siste årene har det blitt stadig færre enkeltstående sportsforretninger ved at store aktører kjøper opp enkeltbutikkene og gjør dem til en del av deres kjede. De etablerte aktørene er få og store, noe som gjør det mulig å presse de mindre nyetableringene ut av markedet.

Basert på disse momentene er konklusjonen at det er store barrierer forbundet med å etablere seg og få fotfeste i markedet. Totalt sett er derfor trusselen fra nyetableringer moderat i markedet for sportsutstyr.

### **Kundenes forhandlingsmakt**

Høy forhandlingsmakt for kundene gir lavere marginer for sportsforretningene. Kundenes forhandlingsmakt beskriver hvorvidt kundene er i stand til å påvirke vareutvalg og prissetting (Porter, 1998). Markedet for sportsutstyr har en stor kundemasse, og et stort antall kunder indikerer derfor at hver enkelt kunde har lite forhandlingsmakt.

Kundemassen kan imidlertid deles inn i ulike kundegrupper som har stor forhandlingsmakt. En stor andel av kundemassen er for eksempel opptatt av pris og denne kundegruppen vil ha stor mulighet til å påvirke prissettingen hos lavpriskjedene. Andre kundegrupper kan være opptatt av kvalitet og denne gruppen vil sammen ha forhandlingsmakt overfor kjedene som opererer i high-end sportssegmentet. Det er enkelt for kundene å undersøke hvilke butikker som tilbyr de produktene, den servicen og den prisen de er ute etter. Kundegruppene har i tillegg lite eller ingen kostnader forbundet med å bytte butikkjede, og dette bidrar til å øke kundenes forhandlingsmakt. Kundenes forhandlingsmakt oppsummeres derfor å være høy for sportsbransjen.

### **Leverandørenes forhandlingsmakt**

Med leverandører menes her leverandører av sportsutstyret som videreselges til kunder. Det sees bort i fra leverandører av økonomiske og administrative tjenester.

Et marked med få leverandører vil gi stor forhandlingsmakt til hver enkelt leverandør (Porter, 1998). Markedet for sportsutstyr er imidlertid preget av mange og store leverandører. Flere leverandører gjør at butikkene selv har flere valgmuligheter og dermed større mulighet til å velge den leverandøren som gir dem de beste innkjøpsavtalene. Basert på dette har leverandørene til sportskjedene lite forhandlingsmakt.

Enkelte leverandører som driver med aktiv merkevarebygging ønsker imidlertid ikke å tilby produktene sine i lavpriskjeders sortiment. Dette skyldes at lavpriskjedene kan ende opp med å selge produktene deres til dumpingpriser og dermed svekke merkevarenavnet. Denne faktoren bidrar til å øke leverandørenes forhandlingsmakt og da spesielt overfor kjedene som opererer i lavprissegmentet.

Trenden de siste årene er at også de store leverandørene selv entrer markedet og selger sine produkter gjennom *brand stores* og nettbutikker. Dersom leverandørenes egne utsalgsteder er svært lønnsomme kan de i ytterste tilfeller velge å kun satse på sine egne eksklusive utsalgsteder og dermed kutte ut levering og videresalg gjennom tradisjonelle sportsbutikker. Enkelte sterke

merkevarer vil i perioder kunne oppnå høyere lønnsomhet med egne *brand stores* enn de vil gjøre gjennom tradisjonelle sportsbutikker, men generelt i markedet vil ikke leverandørene klare seg uten sportsbutikkene.

Leverandørenes forhandlingsmakt overfor kjedebutikkene avhenger også av størrelsen på butikkene. De store varehusene som XXL, Sports Direct og Gresvig er viktige kunder, og leverandørene har derfor mindre spillerom overfor disse aktørene fordi det er viktig for dem å beholde de store kundene. Mindre sportsforretninger vil imidlertid være mer utsatt for maktbruk fra leverandørene fordi de ikke er like avhengig av å beholde disse og dermed har større mulighet til å bruke sin forhandlingsmakt.

Oppsummert er sportsbransjen preget av et stort antall leverandører. Sportskjedene står i utgangspunktet fritt til å velge den leverandøren som gir dem den beste innkjøpsavtalen, men samtidig sitter enkeltleverandører med enerett på merkevarer som kunden etterspør. Slike leverandører kan velge å holde merkevaren sin eksklusiv ved å begrense salget til få kjeder eller kun selge gjennom egne *brand stores*. Disse to faktorene drar i hver sin retning og oppsummert er derfor leverandørenes forhandlingsmakt vurdert til moderat styrke.

### **Trussel fra substitutter**

Det kan være vanskelig å definere hva som faktisk er å anse som et substitutt til en sportsforretning. Som substitutt regnes her butikker som ikke er spesialisert på salg av sportsutstyr, men som selger sportsutstyr som et tillegg i sitt varesortiment. Eksempel på slike substitutter er Europris, Coop og H&M. Videre er det verdt å nevne at de tradisjonelle varehusene kan få stor konkurranse fremover fra spesialiserte nettbutikker.

Butikker som selger sportsutstyr i tillegg til sitt standardsortiment leverer som oftest varer fra egne merker. Disse varene er ofte av en vesentlig lavere kvalitet enn det som selges hos sportsforretningene og prisene er i tillegg relativt like. Disse butikkene utgjør i dag en liten trussel mot de rene sportsforretningene. Det er imidlertid et stort potensiale i denne delen av markedet og kjeder som H&M har trolig muligheter til å stjele markedsandeler fra sportsbutikkene dersom de klarer å videreutvikle konseptet sitt. H&M sitt inntog i markedet er forholdsvis ferskt og deres etablering har trolig allerede hatt negativ påvirkning på marginene i bransjen de siste årene i analyseperioden.

Rene nettbutikker unngår mange kostnader i forbindelse med leie av varehus og ansatte i varehusene. Det virker dermed intuitivt at disse kan utkonkurrere varehusene på pris, men i realiteten har de imidlertid vanskeligheter med å matche prisen til de tradisjonelle kjedene på grunn av stordriftsfordelene som ble drøftet i tidligere avsnitt. Flere av de store varehusene har også en egen nettbutikk i tillegg til varehus, og derfor har de klassiske varehusene enda et fortrinn overfor nettbutikkene. I en nettbutikk kan du ikke prøve produktene før du kjøper dem og du får heller ingen ytterligere service utenom den skriftlige produktbeskrivelsen. Det er riktignok noen nettbutikker som tilbyr hjemsending for prøving, men det kan ikke sammenlignes med prøving i butikk fordi det er mer ressurskrevende for kunden.

Over analyseperioden har substituttene i markedet ikke vært gode nok til å kapre store markedsandeler fra sportskjedene, men inntoget til blant annet H&M har utvilsomt redusert marginene og vil trolig kunne redusere marginene ytterligere i årene som kommer. For hele analyseperioden under ett anses trusselen fra substitutter som moderat i sportsbransjen, men dersom flere lavprisaktører som eksempelvis H&M entrer markedet vil trusselen øke.

### **Rivalisering i markedet**

Antall aktører påvirker graden av rivalisering i et marked, og flere aktører gir ofte sterkere rivalisering fordi det da blir større kamp om markedsandelene (Porter, 1998). Markedet for sportsutstyr består av mange store og forholdsvis like aktører. For å oppnå høy margin må hver enkelt aktør være i stand til å finne sin posisjon ut i fra egen strategi, ressurstilgang og størrelse. Kjeder som XXL ønsker å dekke et bredt prisfokusert publikum og de siste årene ser vi at det er mange aktører som velger å posisjonere seg i samme segment. Rivaliseringen innenfor dette segmentet blir dermed meget høy og det er trolig ikke plass til alle.

Markedet for sportsutstyr er et marked hvor det fortsatt er gode muligheter for ytterligere vekst. Vekst i markedet betyr at aktørene i mindre grad trenger å kapre markedsandeler fra hverandre fordi de vokser som følge av at det totale markedet øker i størrelse. Ytterligere vekst i markedet for sportsutstyr bidrar derfor til å redusere rivaliseringen mellom aktørene.

Evnen til å kapre verdier fra andre konkurrerende bransjer vil redusere rivaliseringen i sportsbransjen. Det er ikke uvanlig at sportsbutikker selger fritidsklær og –sko, og således stjeler markedsandeler utenfor sitt eget marked. Dette øker den totale størrelsen på markedet for sportsutstyr på bekostning av andre markeder og vil således bidra til mindre rivalisering i sportsbransjen.

De siste årene over analyseperioden har det vokst frem en priskonkurranse i det nordiske markedet som har presset marginene ned. Likevel er markedet for sportsutstyr er kontrollert av et fåtall store aktører som opererer med store marginer. Over analyseperioden anses rivaliseringen i sportsbransjen som lav, men de to siste årene av analyseperioden har graden av rivalisering økt betydelig.

### Oppsummering av Porters fem konkurransekrefter

Porters fem konkurransekrefter	Lav	Moderat	Høy
Trussel fra nyetableringer		x	
Trussel fra substitutter		x	
Leverandørenes forhandlingsmakt		x	
Kundenes forhandlingsmakt			x
Rivalisering	x		

Tabell 4.2 - Oppsummering av Porters 5 konkurransekrefter i sportsbransjen.

Porters fem konkurransekrefter forklarer marginene i bransjen, og en sterkere intensitet av konkurransekreftene indikerer lavere marginer i sportsbransjen.

Analysen har vist at sportsbransjen er utsatt for en moderat trussel fra eventuelle nyetableringer i bransjen. Den moderate trusselen skyldes at det eksisterer store barrierer i forbindelse med å etablere seg og få fotfeste i markedet. For å entre markedet kreves det store initiale investeringer og det tar lang tid å opparbeide seg en merkevare som gjør at kunden velger å gå bort i fra de store kjedene de allerede kjenner til. På bakgrunn av dette anses trusselen fra nyetableringer å være moderat i markedet for sportsutstyr.

Trusselen fra substitutter anses som moderat i sportsbransjen, men inntoget til blant annet H&M har de siste årene bidratt til å redusere marginene. I årene som kommer vil trolig andre kjeder som eksempelvis Zara entre markedet og stjele ytterligere markedsandeler på sikt. Substituttene til sportsbransjen har gjennom analyseperioden som helhet utgjort en moderat trussel, men de vil trolig stjele større markedsandeler fra sportsbransjen i årene som kommer.

Leverandørenes forhandlingsmakt anses også som moderat i sportsbransjen. Bransjen kan velge mellom mange store leverandører, noe som taler for lite forhandlingsmakt per enkelt leverandør. Samtidig er det enkelte leverandører som driver merkevarebygging og derfor nekter å selge produktene sine gjennom billigkjedene i fare for å svekke merkevaren. Disse momentene drar i hver sin retning og samlet sett anses derfor leverandørenes forhandlingsmakt som moderat i sportsbransjen.

Kundenes forhandlingsmakt anses å være høy i sportsbransjen. Bransjen er preget av en stor kundemasse hvor kundene kan deles inn i kundegrupper ut i fra preferanser knyttet til pris, kvalitet og service. Hver enkelt kundegruppe har stor forhandlingsmakt overfor bransjen, delvis fordi det ikke er noen kostnader for kunden knyttet til å bytte mellom de ulike kjedene. Sammenligning på nettet gjør det i tillegg enkelt for kundene å velge den butikken som tilbyr den prisen, kvaliteten og servicen som de ønsker.

Sportsbransjen er preget få og store aktører kontrollerer markedet og det blir stadig færre enkeltbutikker uten tilknytning til en kjede. Om noen år vil det kanskje bare de store kjedene igjen noe som vil øke de store aktørenes kontroll over markedet. Markedet har vokst kraftig de siste årene og enkelte forhold tyder på at denne veksten vil fortsette i årene som kommer. Disse momentene har bidratt til lav grad av rivalisering gjennom analyseperioden. Samtidig har prisbevisste kunder tvunget frem en sterkere priskonkurranse mellom aktørene de siste årene og da spesielt i det nordiske markedet.

Den lave graden av rivalisering i markedet og den moderate trusselen fra substitutter og nyetableringer har bidratt til høye marginer i markedet for sportsutstyr, og da spesielt de første årene i analyseperioden. Mot slutten av perioden har imidlertid forholdene tilspisset seg noe med stor grad av priskonkurranse og inntog fra konkurransedyktige substitutter. Bransjen har hatt høye marginer over analyseperioden og det forventes at marginene vil holdes høye, men reduseres noe i årene som kommer.

## 4.2 Intern ressursorientert analyse – VRIO

Utgangspunktet for den interne ressursorienterte analysen er å undersøke om virksomheten har en rentabilitet høyere enn bransjen med grunnlag i særegne interne ressurser (Barney & Hesterly, 2011). Fokuset i den interne ressursanalysen vil derfor være hvordan XXL skiller seg fra de konkurrerende aktører. XXLs ressurser vil analyseres gjennom VRIO-rammeverket.

Rammeverket stiller fire spørsmål om hvorvidt en ressurs er egnet til å gi rentabilitet høyere enn bransjen (Barney & Hesterly, 2011).

1. **Value:** Gir ressursen mulighet for å skape verdi for kundene?
2. **Rarity:** Er det kun et fåtall av aktørene i markedet som er i besittelse av ressursen?
3. **Imitability:** Er ressursen vanskelig å imitere for andre aktører i bransjen?
4. **Organization:** Er bedriften organisert slik at den kan ta i bruk og utnytte verdien av ressursen?

Den interne ressursorienterte analysen baserer seg på faktagrunnlaget presentert i kapittel 2.4

### 4.2.1 Merkevaren XXL

XXLs sterke merkevare skyldes i stor grad deres gode servicekultur. XXL tilbyr blant annet prisgaranti i Norge som betyr at de ikke kan selge en vare til en høyere pris enn hva tilsvarende vare selges for i en annen norsk sportsbutikk. Garantien gjelder også mot nettbutikker og tilbudsvare. Videre bruker XXL store ressurser på opplæring av ansatte, og sørger på den måten for at de ansatte har den kunnskapen som trengs om deres produkter for å ivareta servicekulturen.

For en kunde er en merkevare svært verdifull ettersom merkevaren er noe kunden kan identifisere seg med. Alle aktørene i markedet har en merkevare som er kjent for de fleste, men det er ikke alle merkevarenavnene som er like velrennomerte som XXL. Selskapets merkevare anses av den grunn som sjelden. Det vanskelig å skape seg en merkevare tilsvarende XXL, fordi det tar lang tid å bygge merkevare og godt renommé kommer ikke av seg selv. Det er likevel mulig for andre å oppnå dette, og merkevaren anses derfor som imiterbar.

I 2010 ble XXL Sport og Villmark AS kjøpt opp av XXL ASA. Merprisen XXL ASA betalte utgjør goodwill-posten i balansen og representerer i prinsippet merkevarekapitalen. Merkevarekapitalen er kostbar ettersom den forrenter seg i balansen. Målet er at merprisen som ble betalt ved oppkjøpet skal dekket av omsetningsøkning i fremtiden. Organiseringen av merkevarekapital i form av goodwill har ikke gitt meravkastning i over analyseperioden, men den langsiktige effekten av investeringen vil trolig være positiv. På kort sikt kan derfor ikke

merkevaren sies å være godt organisert, og dette vil gi utslag i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8.

### 4.2.2 Butikkonsept

Butikkonseptet til XXL ble beskrevet i kapittel 2.4.2. Konseptet innebærer å samle et bredt utvalg av merkevarer inn i store varehus og selge varene til lavest mulig pris. De store varehusene er inndelt i 7 avdelinger hvor hver avdeling har tilhørende ekspeditører.



Figur 4.8 – Utforming av et XXL varehus (XXL, 2017a)

Butikkonseptet til XXL er utvilsomt verdifullt for kundene. Få og store varehus er billigere å drive enn mange små. Store varehus krever færre ansatte per kvadratmeter og leiekostnadene per kvadratmeter kan ofte være lavere, og dermed kan XXL selge varene til lavere priser enn konkurrentene. XXL evner å opprettholde den samme produktsammensetningen i hvert varehus gjennom sitt standardiserte produktsortiment. Dette skiller dem fra andre konkurrerende kjeder hvor utvalget ofte varierer mellom hver butikk. Butikkonseptet er dermed verdifullt for kundene fordi kundene kan finne alt de trenger til en billig penge i et enkelt varehus.

Det er få sportsbutikker som kan tilby like lave priser, samme kundeopplevelse og den samme produktsammensetningen som XXL. Andre aktører har varierende utvalg i ulike butikker og andre er i større grad spesialisert i et segment. Det finnes knapt kjeder som kan tilby en så variert produktsammensetning i alle sine varehus i det nordiske markedet. XXL har imidlertid ekspandert til Østerrike med planer om videre ekspansjon i Sør-Tyskland og Sveits. Nedover i Europa hvor XXL nå er i ferd med å åpne flere butikker finnes det allerede lignende butikkonsepter, og XXLs produktsammensetning kan følgelig anses som imiterbar fordi det er enkelte konkurrerende kjeder som allerede har noe tilsvarende.

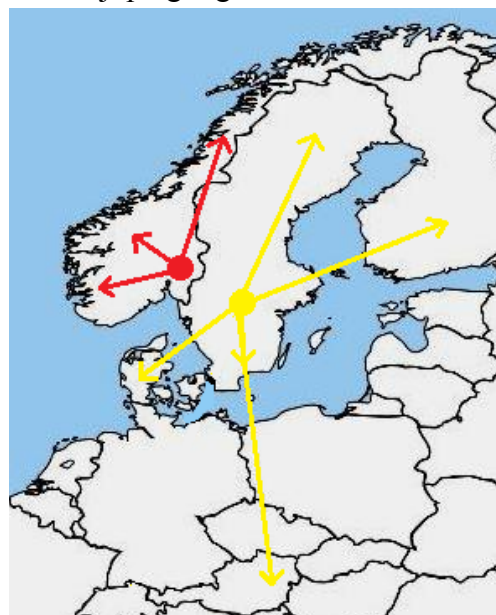


Basert momentene ovenfor er det nærliggende å anse XXLs butikkonsept som godt organisert. XXL har et sentralt lagersystem som drøftes i neste avsnitt og i tillegg er butikkonseptet en sentral del av merkevaren XXL.

### 4.2.3 Lagerstyring

Med lagerstyring menes her all logistikk i forbindelse med varenes verdikjede fra leverandør til den er videresolgt. Lagerstyring inkluderer derfor både innkjøp og logistikk.

XXL har to sentrallager hvor all distribusjon styres fra. Det ene varelageret ligger ved Gardermoen og det andre ligger ved Ørebro i Sverige. Det norske lageret distribuerer varer til det norske markedet mens lageret i Ørebro distribuerer til Sverige, Danmark, Finland og Østerrike. Ved netthandel sendes varene direkte til kunden fra et av hovedlagerene. Store sentrallager betyr at innkjøpene gjøres i store kvantum, og dette sikrer XXL gode innkjøpsavtaler som igjen gir dem mulighet til å utkonkurrere resten av markedet på pris.



Figur 4.9 – XXLs lagerstyring (XXL, 2017a)

Ved hjelp av et egentilvirket lagerstyringssystem kan XXL til enhver tid ha kontroll på hvor mye varer som finnes i hver enkelt butikk slik at de kan optimalisere lagerstyringen i hver enkelt butikk. Butikklagrene har et fastsatt minimums- og maksimumsnivå som er basert på tidligere salg og som er unikt for hver enkelt butikk. Når et lokalt varehuslager når sitt fastsatte minimumsnivå av en gitt vare, vil det automatisk sendes et nytt parti av varen fra hovedlageret til butikken. Varen ankommer butikken innen få dager og dette sikrer en effektiv lagerstyring. XXL har i tillegg lite ukurans på varelageret, og dette skyldes at selskapet selger mange varer til redusert pris etter endt sesong. På den måten unngår de gamle sesongvarer på lager, og de oppnår dermed svært lav ukurans på varelageret samtidig som de opprettholder de store innkjøpene.

Gode innkjøpsavtaler gir lavere innkjøpspriser for selskaper som fører til lavere priser og lagerlogistikken sørger for at kundene får de varene de etterspør. Lagerstyringen til XXL er definitivt verdifull for kundene.

Konkurrenter kan tenkes å ha sentrallager, men lagerstyringen anses likevel å være sjelden på grunn av det egentilvirkede datasystemet. Lagerstyringen vil være vanskelig å imitere ettersom det vil være svært ressurskrevende å skape et lignende logistikksystem. Videre er XXLs lagerstyring godt organisert fordi den sikrer rask leveranse, riktig lagerbeholdning i butikker og lavt svinn.

#### 4.2.4 Oppsummering VRIO-analyse

Ressurser	Verdifull?	Sjelden?	Ikke-imiterbar	Godt organisert?	Super-rentabilitet?
Merkevare	Ja	Ja	Nei	Nei	$ndr < ndr_B$ kort sikt
Butikkonsept	Ja	Nei	Nei	Ja	$ndr = ndr_B$
Lagerstyring	Ja	Ja	Ja	Ja	$ndr > ndr_B$ lang sikt

Tabell 4.3 - Oppsummering av den interne ressursorienterte analysen.

VRIO-analysen har synliggjort hvorvidt XXL besitter ressurser som gir dem en fordel i forhold til sportsbransjen. VRIO-analysen er ikke ment å gi et statisk bilde av XXL, men et dynamisk fremtidsbilde. Det betyr at ressursene som her er trukket fram ikke nødvendigvis gir en ressursfordel i dag, men at de på sikt vil kunne gi XXL en fordel utover bransjesnittet. Det er spesielt tre ressurser som utmerker seg for XXL: merkevaren, butikkonseptet og lagerstyringen.

Lagerstyringen til XXL er en viktig ressurs for å sikre høye marginer fra driften. Gjennom kostnadsbesparende lagerstyring og logistikk sikrer XXL seg lave driftskostnader som bidrar til høyere driftsmargin enn resten av bransjen. Lagerstyringsprosessen er i tillegg vanskelig å imitere og ressursen er derfor egnet til å gi superrentabilitet på lang sikt.

XXL har gjennom analyseperioden opparbeidet seg en sterk merkevare. Merkevaren er verdifull for kundene og sjelden i markedet, men merkevaren utgjør likevel en ressursulempe for XXL på kort sikt. Dette skyldes at merkevaren er kapitalisert i form av goodwill fra oppkjøpet av XXL Sport og Villmark i 2010. For at merkevaren skal regnes som en ressursfordel må meravkastningen den genererer overstige kapitalbindingen i goodwill. Dette har ikke XXL oppnådd over analyseperioden, noe som vil bli kvantifisert gjennom en omløpsulempe i kapittel 8. På lang sikt tror vi imidlertid at XXL vil høste frukter av merkevaren og ressursen vil derfor kunne bidra til å skape en strategisk fordel i fremtiden.

## 4.3 Oppsummering strategisk fordel og risiko

### 4.3.1 Strategisk fordel

	Analyseperiode		Budsjettperiode	
	Før	Nå	Kort sikt	Lang sikt
Bransjefordel	Stor	Negativ	Liten	Liten
+ Ressursfordel	Negativ	Stor	Stor	Liten
<b>= Strategisk fordel</b>	<b>Moderat</b>	<b>Stor</b>	<b>Stor</b>	<b>Moderat</b>

Tabell 4.4 – Strategisk fordel over analyse- og budsjettperioden

#### Analyseperiode

Basert på den strategiske analysen har XXL hatt en moderat strategisk fordel tidlig i analyseperioden som stammer fra en stor bransjefordel og en svak ressursulempe. Den store bransjefordelen tidlig i analyseperioden skyldes lite rivalisering og svake substitutter i markedet. Den svake ressursulempen skyldes en høy kapitalbinding i merkevarekapital som ikke ga meravkastning de første årene.

I dag har den store bransjefordelen reversert mot en svak bransjeulempe grunnet sterkere konkurranse fra substitutter og økt netthandel. XXL har videre høstet frukter av investeringene som er gjort tidlig i analyseperioden og den svake ressursulempen har snudd mot en ressursfordel. Dette gjør at XXL nå har en stor strategisk fordel.

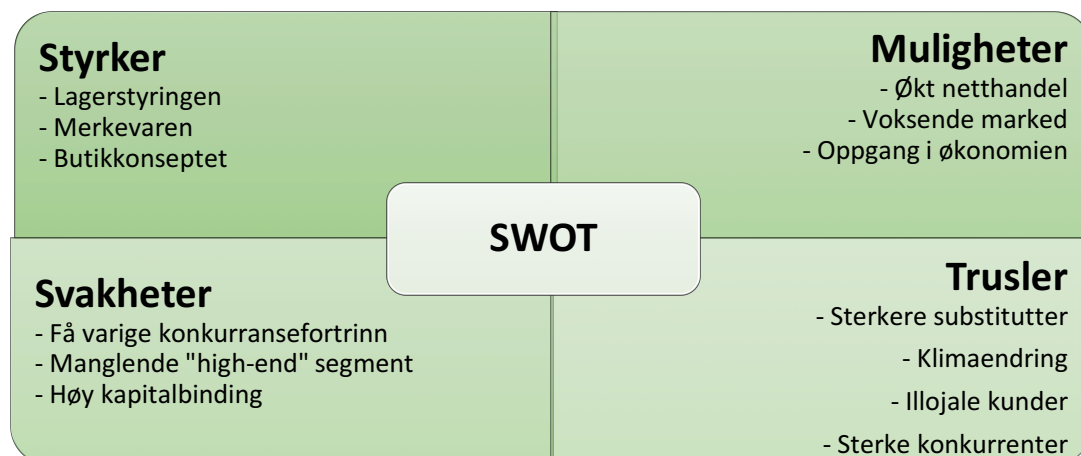
#### Budsjettperiode

På kort sikt vil XXL beholde den store strategiske fordelen. Den svake bransjeulempen reverseres mot null som følge av at bransjen tilpasser seg netthandel-segmentet og den nye konkurransesituasjonen. I tillegg er det ventet svak oppgang i norsk økonomi som kan ha en positiv påvirkning på kundenes kjøpekraft. Ressursfordelen vil holdes stor og XXL ventes å kunne opprettholde høye marginer grunnet god logistikk og lagerstyring som holder nivået på driftskostnadene nede. I tillegg tror vi XXL kan selge varene sine med en høyere margin i Mellom-Europa enn hva de gjør i Norden som følge av en mindre prisfokuset kundemasse.

På lang sikt vil XXL beholde en moderat strategisk fordel. Bransjen vil ha en liten fordel som følge av at få og store aktører har kontroll over markedet som igjen fører til liten grad av rivalisering. XXL vil ha en svak ressursfordel som følge av at de klarer å opprettholde høyere

marginer enn resten av bransjen. Dette skyldes i stor grad XXLs sterke merkevare som vil gjøre dem til den foretrukne sportskjeden, samt at de holder et lavt kostnadsnivå med effektiv lagerstyring.

### 4.3.2 SWOT-analyse



Figur 4.10 - SWOT-matrise, oppsummering av strategisk fordel

Den interne ressursorienterte analysen viser at XXL har forutsetninger for å drive sin virksomhet mer lønnsomt enn bransjen. De har gjort store investeringer over analyseperioden og vil trolig høste frukter av disse i årene som kommer. XXL besitter i tillegg et effektivt logistikksystem som kan gi dem rentabilitet høyere enn bransjen på lang sikt.

Bransjen har flere gode muligheter i årene som kommer. Veksten vil trolig ikke være like høy som tidligere, men markedet har trolig ikke nådd toppunktet helt ennå. Det er fortsatt trendy å være sporty og folk er mer aktive nå enn tidligere. I tillegg virker nedgangskonjunkturen i Norge å være over og norsk økonomi er i ferd med å snu.

Det er knyttet flere risikofaktorer til XXL og bransjens videre utvikling. Den ene risikoen er knyttet til miljøet. Dårlige sesonger har tidligere vist å ha stor negativ påvirkning på omsetningen til sportsbransjen. Mye sportsutstyr er sesongvarer, og da spesielt vintersport. Varme vintre og kalde somre utgjør dermed en stor trussel for bransjen. XXL er i dag en av markedslederne i Norden. Hva vil imidlertid skje dersom konkurransen i Norden tilspisser seg? Det er en risiko for at en av de store internasjonale aktørene entrer Norden og stjeler store markedsandeler fra selskapet. XXL har startet ekspansjonen til Mellom-Europa. Så langt virker dette å være vellykket, men det er knyttet stor risiko rundt ekspansjonen. Den største risikoen er at XXLs butikkonsept ikke vil slå an utenfor Norden og at deres merkevare er ukjent og har liten verdi på kontinentet.

## 5 Regnskapsanalyse

I det foregående kapitlet fikk vi kvalitativ innsikt i XXLs økonomiske situasjon. I dette kapitlet skal vi analysere selskapets regnskaper for å få kvantitativ innsikt i selskapets økonomiske stilling. Både den kvalitative og den kvantitative analysen vil være nødvendige verktøy for å kunne predikere selskapets framtidsutsikter.

### 5.1 Rammeverk og praktiske valg

#### 5.1.1 Analyseperiode

En analyseperiode angir hvor langt bakover i tid vi skal analysere regnskapsdata. Valget av analyseperiode avhenger i prinsippet av hvorvidt fortiden er representativ for selskapets situasjon i dag og videre fremover i tid (Petersen, et al., 2017). Dersom et selskap for eksempel har endret sin kjernevirksomhet, vil det ikke alltid være hensiktsmessig å analysere perioden før endringen av kjernevirksomheten.

XXL åpnet sitt første varehus i 2001, og har siden da opplevd stor vekst (XXL, 2017a). Selskapets ekspansjon, med blant annet åpning av nye butikker i Østerrike, er et signal om at om en fortsatt offensiv vekststrategi. Dette tilsier at regnskapstall langt bak i tid har liten predikasjonsverdi for fremtidsregnskapet, og høy vekst taler således for en kort analyseperiode. Vi har derfor valgt å analysere regnskap fra 2012 til og med vårt *trailing* årsregnskap for 2017. XXLs virksomhet har endret seg lite over analyseperioden. Som følge av dette velger vi å vekte hvert år i analyseperioden likt.

#### 5.1.2 Analyseperspektiv

IFRS-regnskapet er utviklet for å gi en «*faithful representation*» av selskapets økonomiske stilling (Kvifte & Johnsen, 2008). Brukerne av regnskapet er mange, deriblant kreditorer, investorer og selskapets styre. En kreditor vil ha et ulikt perspektiv enn en investor fordi kreditoren ofte er interessert i å analysere evnen til å tilbakebetale gjelden. En investor er på sin side interessert i å beregne selskapets potensielle oppside for å avgjøre om investeringen vil gi tilfredsstillende avkastning. Selskapets styre bruker regnskapet blant annet til å evaluere ledelsens arbeid (Petersen, et al., 2017).

Formålet med denne utredningen er å finne prisen på en XXL aksje, og regnskapsanalysen vil derfor gjennomføres fra et investorperspektiv. Vi vil gjennom analysen benytte konsernregnskapet til XXL fordi det er konsernet som helhet som skal verdsettes og ikke enkeltselskaper innad i konsernet.

### 5.1.3 Komparative selskap

XXLs analyserte regnskapstall må sammenlignes med komparative selskaper for at vi skal kunne si noe om hvordan selskapet står stilt i forhold til bransjen. Vi vil derfor sammenligne XXL med bransjegjennomsnittet av våre komparative selskaper som ble presentert i kapittel 2.5.2.

## 5.2 Presentasjon av regnskapstall og trailing

### 5.2.1 Offentlig regnskapstall

Tabell 5.1, 5.2 og 5.3 viser de rapporterte regnskapstallene for XXL i perioden 2012 til 2016. Dette er de årsregnskapstallene som foreløpig er offentlig tilgjengelig. I vår analyse skal vi også benytte tall fra regnskapsåret 2017 og siden disse ikke er tilgjengelig på verdsettelsestidspunktet må årsregnskapet for 2017 *trailes* basert på halvårsregnskapet fra 2017 og tallene fra 2016. *Trailingen* vil forklares i kapittel 5.2.2

<b>Resultatregnskap</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Driftsinntekter	3 101	4 008	5 212	6 486	7 813
+ Andre driftsinntekter	6	2	3	1	-
<b>= Totale driftsinntekter</b>	<b>3 107</b>	<b>4 010</b>	<b>5 215</b>	<b>6 487</b>	<b>7 813</b>
- Varekostnader	1 883	2 399	3 083	3 908	4 694
- Lønnskostnader	450	606	799	991	1 240
- Av- og nedskrivninger	46	59	80	91	127
- Andre driftskostnader	404	544	732	863	1 055
<b>= Totale driftskostnader</b>	<b>2 783</b>	<b>3 608</b>	<b>4 694</b>	<b>5 853</b>	<b>7 116</b>
<b>= Driftsresultat</b>	<b>324</b>	<b>402</b>	<b>521</b>	<b>634</b>	<b>697</b>
+ Renteinntekter	6	3	8	-	-
+ Andre finansinntekter	5	39	93	141	366
<b>= Totale finansinntekter</b>	<b>11</b>	<b>42</b>	<b>101</b>	<b>141</b>	<b>366</b>
- Rentekostnader	241	249	194	31	27
- Andre finanskostnader	11	18	88	139	394
<b>= Totale finanskostnader</b>	<b>252</b>	<b>267</b>	<b>282</b>	<b>170</b>	<b>421</b>
<b>= Netto finansresultat</b>	<b>- 241</b>	<b>- 225</b>	<b>- 181</b>	<b>- 29</b>	<b>55</b>
<b>= Resultat før skatt</b>	<b>83</b>	<b>177</b>	<b>340</b>	<b>605</b>	<b>642</b>
- Skattekostnad	23	51	77	179	126
<b>= Årsresultat</b>	<b>60</b>	<b>126</b>	<b>263</b>	<b>426</b>	<b>516</b>
+ Valutaendringer		1	-	-	3
<b>= Øvrige resultatetelementer etter skatt</b>	<b>-</b>	<b>1</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>3</b>
<b>= Fullstendig årsresultat</b>	<b>60</b>	<b>127</b>	<b>263</b>	<b>426</b>	<b>519</b>

Tabell 5.1 – Resultatregnskap til XXL i perioden 2012 – 2016

Resultatregnskapet i tabell 5.1 viser en kraftig økning i omsetningen til XXL fra 2012 til 2016. Omsetningsveksten skyldes et økt antall nye butikker samt større markedsandeler. Resultatveksten har videre vært sterk over analyseperioden grunnet økende omsetning og forbedret kostnadskontroll.

<b>Eiendeler</b>	<b>31.12.2011</b>	<b>31.12.2012</b>	<b>31.12.2013</b>	<b>31.12.2014</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>31.12.2016</b>
Goodwill	2 732	2 734	2 734	2 734	2 734	2 734
+ Andre immaterielle eiendeler	213	200	214	221	225	252
+ Varige driftsmidler	230	325	414	473	570	681
+ Finansielle anleggsmidler	6	5	4	-	-	2
<b>= Sum anleggsmidler</b>	<b>3 181</b>	<b>3 264</b>	<b>3 366</b>	<b>3 428</b>	<b>3 529</b>	<b>3 669</b>
Varelager	633	778	1 073	1 397	1 928	2 610
+ Kundefordringer	182	208	152	93	78	186
+ Andre fordringer	3	30	74	192	217	91
+ Kontanter og kontantekvivalenter	128	57	170	222	87	115
<b>= Sum omløpsmidler</b>	<b>946</b>	<b>1 073</b>	<b>1 469</b>	<b>1 904</b>	<b>2 310</b>	<b>3 002</b>
<b>= Sum eiendeler</b>	<b>4 127</b>	<b>4 337</b>	<b>4 835</b>	<b>5 332</b>	<b>5 839</b>	<b>6 671</b>

Tabell 5.2 – Eiendeler til XXL i perioden 2012 – 2016

Egenkapital og gjeld	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
Aksjekapital	110	110	109	55	48	38
+ Overkurs	986	986	986	2 834	2 834	2 834
+ Annen egenkapital	- 108	- 48	78	330	484	735
<b>= Sum egenkapital</b>	<b>988</b>	<b>1 048</b>	<b>1 173</b>	<b>3 219</b>	<b>3 366</b>	<b>3 607</b>
+ Utsatt skattegjeld	40	37	41	52	61	51
+ Annen langsiktig gjeld	1 132	1 118	1 038	1 097	1 116	1 051
+ Lån fra aksjonær	1 379	1 517	1 669	-	-	-
<b>= Sum langsiktig gjeld</b>	<b>2 551</b>	<b>2 672</b>	<b>2 748</b>	<b>1 149</b>	<b>1 177</b>	<b>1 102</b>
Leverandørgjeld	298	268	415	453	578	638
+ Kortsiktig rentebærende gjeld	67	84	143	6	8	563
+ Betalbar skatt	18	25	48	75	193	123
+ Skyldig offentlige avgifter	79	94	120	185	228	255
+ Annen kortsiktig gjeld	126	146	188	245	289	383
<b>= Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>588</b>	<b>617</b>	<b>914</b>	<b>964</b>	<b>1 296</b>	<b>1 962</b>
<b>= Sum gjeld</b>	<b>3 139</b>	<b>3 289</b>	<b>3 662</b>	<b>2 113</b>	<b>2 473</b>	<b>3 064</b>
<b>= Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>4 127</b>	<b>4 337</b>	<b>4 835</b>	<b>5 332</b>	<b>5 839</b>	<b>6 671</b>

Tabell 5.3 – Eiendeler til XXL i perioden 2012 – 2016

Tabell 5.2 og 5.3 viser balansen til XXL ASA for perioden 2012 til 2016. Balansetallene vil kommenteres når de trailede tallene for 2017 er inkludert i neste delkapittel.

### 5.2.2 Trailing

Tallene for 2017 er som nevnt utarbeidet med utgangspunkt i kvartals- og årsrapporter fra 2016 og kvartalsrapportene fra 2017. *Trailing* resultatregnskap for 2017 er presentert i tabell 5.4.. *Trailing* dreier seg om å fullføre et årsregnskap basert på tilgjengelig informasjon for det aktuelle året, i tillegg til å benytte informasjon fra foregående regnskapsår for å si noe om *trailingåret* (Petersen, et al., 2017). *Trailingen* av årsregnskapet følger som hovedregel følgende formel:

$$\text{Trailing} = Q_{1t} + Q_{2t} + (1 + g) * (Q_{3t-1} + Q_{4t-1})$$

Resultatposten er med andre ord gitt ved foreløpig tilgjengelig informasjon fra første og andre kvartal 2017, ( $Q_{1t} + Q_{2t}$ ), pluss tall fra 3. og 4. kvartal 2016 justert med veksten fra i fjor til i år. Vekstfaktoren,  $g$  er gitt ved:

$$g = (Q_{1t} + Q_{2t}) / (Q_{1t-1} + Q_{2t-1}) - 1$$

Veksten er gitt ved forholdet mellom 1. og 2. kvartal i *trailingåret* og 1. og 2. kvartal for 2016.



Trailing resultatregnskap	2017	2016		2017T
	Q1-Q2	Q1-Q2	Q1-Q4	Q1-Q4
Driftsinntekter	3 767	3 581	7 813	8 219
- Varekostnader	2 319	2 175	4 694	5 005
- Lønnskostnader	651	574	1 240	1 406
- Avskrivning	73	54	127	172
- Andre driftskostnader	552	509	1 055	1 144
<b>= Driftsresultat før unormale kostnader</b>	<b>172</b>	<b>269</b>	<b>697</b>	<b>492</b>
+ Unormalt driftresultat	-	-	-	-
<b>= Driftsresultat</b>	<b>172</b>	<b>269</b>	<b>697</b>	<b>492</b>
+ Finansinntekt - normal	-	-	-	-
- Finanskostnad - normal	20	20	45	40
+ Unormalt finansinntekt	11	166	366	11
- Unormal finanskostnad	4	171	376	4
<b>= Resultat før skatt</b>	<b>159</b>	<b>244</b>	<b>642</b>	<b>459</b>
- Skattekostnad	32	54	126	93
<b>= Resultat for perioden</b>	<b>127</b>	<b>190</b>	<b>516</b>	<b>366</b>
+ Andre finansielle resultatelementer	-	8	3	-
<b>= Fullstendig årsresultat</b>	<b>127</b>	<b>198</b>	<b>519</b>	<b>366</b>

Tabell 5.4 – Trailing resultatregnskap for XXL i 2017

Unormale poster i *trailingåret* blir ikke behandlet på tilsvarende måte som de normale postene. Dette skyldes at en ikke kan forutsette at det skal skje mer unormalt i løpet av året og at det derfor vil være unaturlige å tillegge disse postene noe ytterligere verdi. *Trailing* av unormale poster er derfor gitt ved:

$$\text{Trailing unormal post} = Q_{1t} + Q_{2t} + 0$$

For 2017 inneholder imidlertid ikke kvartalsrapportene tilstrekkelig informasjon for å kunne klassifisere unormale poster. Vi velger derfor å vekte andelen av normale og unormale kostnader som gjennomsnittet av fordelingen fra tidligere regnskapsår.

### Trailing av finansposter

Trailing av finansposter byr på spesielle utfordringer. Unormale finansinntekter og -kostnader har blitt framskrevet uten ytterligere behandling slik som tidligere forklart for unormale poster. Når det gjelder normale finansposter beregnes de som hovedregel ved å framskrive en rente fra fjoråret til *trailingåret* og gange den med finansielle eiendeler og -gjeld. Finanskostnaden for *trailingåret* 2017 er dermed beregnet med følgende formel:

$$\text{Finanskostnad } 2017T = \left( \frac{FK_{Q1t+Q2t}}{FG_{2016}} \right) * \frac{4}{2} * FG_{2016}$$

Det første leddet i formelen utgjør den prosentvise renten over to kvartaler beregnet på inngående balanse og det andre leddet fungerer som en enkel justering for å fordele renten ut til hele året.

Når det gjelder *trailing* av finansinntekter følger de som utgangspunkt samme formel som finanskostnader, men det tas da utgangspunkt i inngående beholdning av finansielle eiendeler. Det foreligger ikke noen normale finansinntekter for 1. og 2. kvartal 2017 og derfor er finansinntektene satt til 0 for hele *trailingåret* 2017.

### Trailing skattekostnad

*Trailing* av skattekostnad byr på spesielle utfordringer. For å finne skattekostnaden i *trailingåret*, må en først beregne driftskattesatsen. Driftskattesatsen (*dss*) kan i mange tilfeller avvike fra selskapsskattesatsen (*sss*). Dette kan skyldes særskatter for selskapet, fremførbare underskudd eller store andeler utenlandsskatt (UD, 2009). Driftskattesatsen vil senere benyttes ved fordeling av skattekostnad i det omgrupperte regnskapet i kapittel 5.3

Driftskattesatsen (*dss*) er gitt ved følgende formel:

$$dss = \frac{\text{Normal skattekostnad} - \text{skatt} * \text{finansresultat}}{\text{Driftsresultat}}$$

$$dss_t = \frac{NSK_t - f_{iss} * (FI_t + UFR_t) + f_{kss} * FK_t}{DR_t}$$

dss = Driftskattesats

FI = Finansinntekt

ndss = Normalisert driftskattesats

UFR = Unormalt finansresultat

NSK = Normal skattekostnad

FK = Finanskostnad

f<sub>iss</sub> = Finansinntektskattesats

DR = Driftsresultat

f<sub>kss</sub> = Finanskostnadskattesats

Driftskattesatsen som benyttes i *trailingåret* er 20,74%. Driftskattesatsen vil i neste delkapittel normaliseres og benyttes til omgruppering. Skattekostnaden i *trailingåret* er videre gitt ved følgende formel:

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

### 5.2.3 Fullstendig balanse for analyseperioden

Eiendeler	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017T
Goodwill	2 732	2 734	2 734	2 734	2 734	2 734	2 734
+ Andre immaterielle eiendeler	213	200	214	221	225	252	255
+ Varige driftsmidler	230	325	414	473	570	681	771
+ Finansielle anleggsmidler	6	5	4	-	-	2	4
<b>= Sum anleggsmidler</b>	<b>3 181</b>	<b>3 264</b>	<b>3 366</b>	<b>3 428</b>	<b>3 529</b>	<b>3 669</b>	<b>3 764</b>
Varelager	633	778	1 073	1 397	1 928	2 610	2 925
+ Kundefordringer	182	208	152	93	78	186	189
+ Andre fordringer	3	30	74	192	217	91	93
+ Kontanter og kontantekvivalenter	128	57	170	222	87	115	292
<b>= Sum omløpsmidler</b>	<b>946</b>	<b>1 073</b>	<b>1 469</b>	<b>1 904</b>	<b>2 310</b>	<b>3 002</b>	<b>3 499</b>
<b>= Sum eiendeler</b>	<b>4 127</b>	<b>4 337</b>	<b>4 835</b>	<b>5 332</b>	<b>5 839</b>	<b>6 671</b>	<b>7 263</b>

Tabell 5.5 – Presentasjon av eiendeler i perioden 2012 – 2017T

Egenkapital og gjeld	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017T
Aksjekapital	110	110	109	55	48	38	49
+ Overkurs	986	986	986	2 834	2 834	2 834	2 834
+ Annen egenkapital	-	108	48	78	330	484	576
<b>= Sum egenkapital</b>	<b>988</b>	<b>1 048</b>	<b>1 173</b>	<b>3 219</b>	<b>3 366</b>	<b>3 607</b>	<b>3 459</b>
+ Utsatt skattegjeld	40	37	41	52	61	51	86
+ Annen langsiktig gjeld	1 132	1 118	1 038	1 097	1 116	1 051	1 174
+ Lån fra aksjonær	1 379	1 517	1 669	-	-	-	-
<b>= Sum langsiktig gjeld</b>	<b>2 551</b>	<b>2 672</b>	<b>2 748</b>	<b>1 149</b>	<b>1 177</b>	<b>1 102</b>	<b>1 260</b>
Leverandørgjeld	298	268	415	453	578	638	627
+ Kortsiktig rentebærende gjeld	67	84	143	6	8	563	1 099
+ Betalbar skatt	18	25	48	75	193	123	6
+ Skyldig offentlige avgifter	79	94	120	185	228	255	240
+ Annen kortsiktig gjeld	126	146	188	245	289	383	572
<b>= Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>588</b>	<b>617</b>	<b>914</b>	<b>964</b>	<b>1 296</b>	<b>1 962</b>	<b>2 544</b>
<b>= Sum gjeld</b>	<b>3 139</b>	<b>3 289</b>	<b>3 662</b>	<b>2 113</b>	<b>2 473</b>	<b>3 064</b>	<b>3 804</b>
<b>= Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>4 127</b>	<b>4 337</b>	<b>4 835</b>	<b>5 332</b>	<b>5 839</b>	<b>6 671</b>	<b>7 263</b>

Tabell 5.6 – Presentasjon av egenkapital og gjeld i perioden 2012 – 2017T

Balansen viser en stor økning i egenkapitalen i 2014, og dette skyldes en aksjeemisjon i forbindelse med børsnotering (XXL, 2015). Ved børsnoteringen ble lånene fra aksjonærer innfridd, og selskapets langsiktige gjeld ble derfor redusert. Balansetallene for 2017T viser en egenkapitalandel på 48% av totalkapitalen. Den høye egenkapitalen skyldes dels de gode resultatene, men stammer primært fra store immaterielle eiendeler i balansen. Den største immaterielle eiendelen er goodwill som stammer fra kjøpet av XXL Sport og Villmark AS i 2010 (DNB Markets, 2014). Videre ser vi at verdien av varelageret har økt i takt med omsetningsveksten.

Endring i egenkapital	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Årsresultat	60	126	263	426	516	366
+ Andre driftsrelaterte resultatelementer	-	-	-	-	-	-
+ Andre finansielle resultatelementer	-	1	-	-	3	-
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	-	-	-	-	-	-
+ Finansielt "dirty surplus"	-	-	-	-	-	-
- Netto betalt utbytte	-	2	1 783	279	278	514
<b>= Endring i egenkapital</b>	<b>60</b>	<b>125</b>	<b>2 046</b>	<b>147</b>	<b>241</b>	<b>148</b>

Tabell 5.7 – Endring i egenkapital for XXL ASA 2012 – 2017T

Tabell 5.7 viser endringen i egenkapital for XXL over analyseperioden. Det store negative utbytte i 2014 skrives fra et kapitalinnskudd i forbindelse med børsnoteringen i 2014.

## 5.3 Omgruppering for analyse

Som tidligere nevnt må XXLs IFRS-regnskap omgrupperes til et investorperspektiv. IFRS er et balanseorientert regnskapspråk hvor hovedfokuset ligger eiendelenes likviditet, samt forfallstiden på gjeld, og denne inndelingen er gjort med fokus på kreditorer (Petersen, et al., 2017). Vi ønsker derimot et investororientert perspektiv og må derfor omgruppere regnskapet for vårt analyseformål.

### 5.3.1 Omgruppert resultat

Omgrupperingen av regnskapet gjøres i følgende steg (Damodaran, 2012):

1. Identifisere fullstendig nettoresultat
2. Fordele fullstendig nettoresultat slik at alle kapitaler i balansen får sitt resultat før skatt
3. Identifiser normale og unormale poster i drift, finans og skatt
4. Fordel skattekostnaden på alle resultatene

#### 1) Identifiser fullstendig nettoresultat

Det fullstendige nettoresultatet defineres som:

$$\text{Fullstendig nettoresultat} = \text{Rapportert resultat} + \text{annet fullstendig resultat} + \text{"dirty surplus"}$$

Annet fullstendig resultat er de inntektene og kostnadene som er ekskludert fra resultatregnskapet og ført direkte mot egenkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016). Annet fullstendig resultat er ført etter skatt i regnskapet til XXL.

«Dirty surplus» er inntekter eller kostnader som er ført direkte mot egenkapital uten at de er nevnt i annet fullstendig resultat (Damodaran, 2012). «Dirty surplus» skal i utgangspunktet ikke forekomme i et IFRS-regnskap og det er heller ikke identifisert i regnskapet til XXL. Det fullstendige nettoresultatet til XXL er presentert i tabell 5.8.

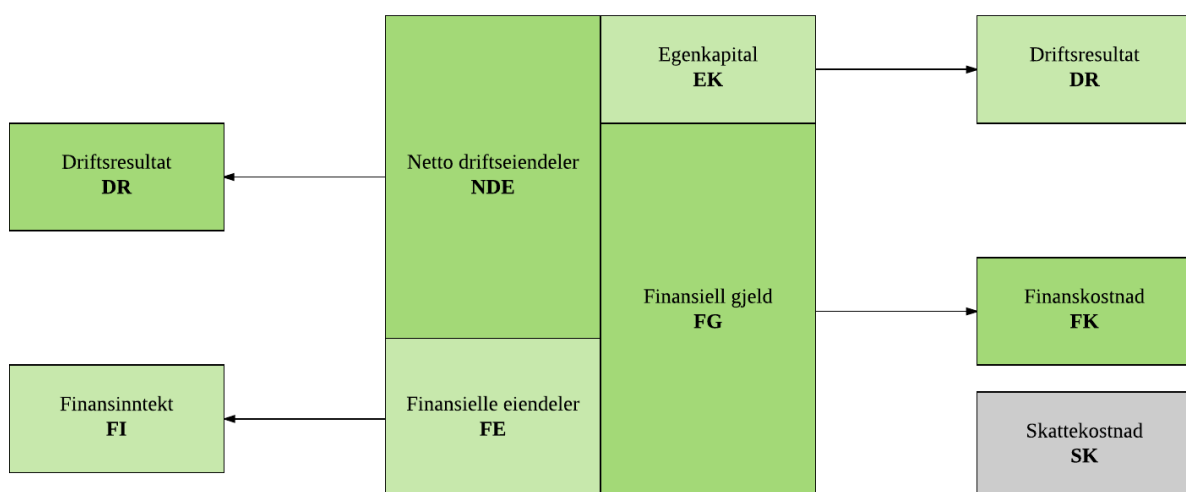
Fullstendig nettoresultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Årsresultat	60	126	263	426	516	366
+ Andre driftsrelaterte resultatelementer	-	-	-	-	-	-
+ Andre finansielle resultatelementer	-	1	-	-	3	-
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	-	-	-	-	-	-
+ Finansielt "dirty surplus"	-	-	-	-	-	-
<b>= Fullstendig nettoresultat</b>	<b>60</b>	<b>127</b>	<b>263</b>	<b>426</b>	<b>519</b>	<b>366</b>

Tabell 5.8 – Fullstendig nettoresultat til XXL i perioden 2012 – 2017T

Resultatelementene som er ført direkte mot egenkapital (OCI) består av valutakursendringer ved omregning gjennom analyseperioden. Vi har valgt å klassifisere dette som *finansielt annet fullstendig resultat* fordi valutagevinster/tap ikke er direkte tilknyttet XXLs drift. Dette er resultatelementer som XXL ikke kan påvirke gjennom sin kjernevirksomhet.

## 2) Fordeling av fullstendig nettoresultat

Det neste steget som må gjennomføres ved en omgruppering er å fordele det fullstendige nettoresultatet slik at alle kapitalene i balansen får beregnet sitt resultat før skatt. Dette gjøres for å synliggjøre kildene til verdiskapningen i selskapet (Petersen, et al., 2017). Det fullstendige resultatet til egenkapital skal fordeles mellom drift, finans og skatt.



Figur 5.1 – Kapitaler i balansen og tilhørende resultat

XXL har allerede oppgitt driftsresultat i sine regnskaper og noteopplysningene underbygger at denne inndelingen kan benyttes videre til det omgrupperte resultatregnskapet. Dette betyr at postene som er klassifisert som driftskostnader og driftsinntekter i det eksterne regnskapet også vil bli klassifisert som dette i det omgrupperte resultatregnskapet.

Annet fullstendig resultat (OCI) består av valutakursendringer over analyseperioden. Det kan argumenteres for at disse kan klassifiseres som *driftsrelatert annet fullstendig resultat* fordi kursene som omregnes stammer fra inntekter fra kjernevirksomheten. Likevel er svingningene i valuta utenfor XXLs kjernevirksomhet og inntektene er derfor blitt klassifisert som *annet finansielt resultat*.

### 3) Identifiser normale og unormale poster i drift, finans og skatt

Unormale poster blir i litteraturen omtalt som «non-recurring items». Hva som er å anse som unormalt eller «non recurring» vil variere mellom ulike bransjer. Som hovedregel kan en si at unormale poster er poster som avviker fra det som er normalt i forhold til bedriftens kjernevirksomhet. Gevinst ved salg av eiendom vil åpenbart ikke være unormalt for et selskap som driver med eiendomsutvikling, men en slik inntekt vil være unormal for en sportsbutikk som selger unna et av lokalene sine med gevinst (Petersen, et al., 2017). For sportsbransjen kan unormale driftsinntekter være salg av eierandel i datterselskap, under forutsetning om at selskapet som selges også driver innenfor sportsbransjen. Unormale driftskostnader kan for eksempel være nedskrivning på inventar i varehusene. Nedskrivning av varelager kan derimot ikke kalles unormal driftskostnad for en stor sportskjede fordi dette er noe som forventes å inntreffe hvert år. Unormale finansinntekter kan være valutagevinster og unormale finanskostnader vil da motsetningsvis være valutatap.

Skillet mellom normale og unormale poster er spesielt viktig når en senere skal utarbeide fremtidsregnskap. Unormale poster må ikke fremskrives i tid og må heller ikke benyttes når en analyserer historien for å kunne predikere fremtiden (Damodaran, 2012).

#### Unormal drift

De unormale driftsinntektene stammer fra posten *andre driftsinntekter*. Noteopplysningene inneholder lite informasjon om hva denne posten inneholder, men posten varierer i størrelse over analyseperioden og den er derfor klassifisert som *unormal driftsinntekt*.

I 2013 og 2014 er det foretatt nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler. Disse nedskrivningene er klassifisert som unormale driftskostnader. Nedskrivning av varelager er klassifisert som

normal driftskostnad. Med store varelager må en som nevnt forvente noe årlig svinn av lagerbeholdningen. Dette kan anses som en del av den normale driften og blir dermed klassifisert som normal driftskostnad. Posten *andre driftskostnader* består av leiekostnader, markedsføringskostnader samt kostnader til IT-utstyr og ulike lisenser. Disse kostnadene holder seg stabile over analyseperioden og må anses som en normal del av driften. Kostnadene er derfor klassifisert som normale driftskostnader.

Unormalt driftsresultat		2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Unormale driftsinntekter	UDI	6	2	3	1	-	-
- Unormale driftskostnader	UDK	-	1	6	-	-	-
<b>= Unormalt driftsresultat før skatt</b>	<b>UDR</b>	<b>6</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Tabell 5.8 – Unormalt driftsresultat til XXL i perioden 2012 – 2017T

### Unormal finans

Kvartalsrapportene for 2017 inneholder ikke tilstrekkelig informasjon til å klassifisere unormale poster for årsregnskapet. Vi har derfor valgt å vekte andelen av normale og unormale kostnader som gjennomsnittet av fordelingen for de tidligere regnskapsårene. I perioden 2012 – 2016 representerer *unormale finansinntekter* urealiserte og realiserte gevinster på valuta og finansielle instrumenter. *Unormale finanskostnader* representerer urealisert og realisert tap på valuta og finansielle instrumenter.

Unormalt finansresultat		2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Unormale finansinntekter	UFI	5	39	89	141	366	11
- Unormale finanskostnader	UFK	9	17	71	118	376	4
<b>= Unormalt finansresultat</b>	<b>UFR</b>	<b>-</b>	<b>4</b>	<b>22</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>7</b>

Tabell 5.9 – Unormalt finansresultat til XXL i perioden 2012 – 2017T

### Unormal skatt

Kvartalsrapportene for 2017 inneholder ikke opplysninger som tilsier at de rapporterte skattekostnadene er unormale. Den rapporterte skattekostnadene til XXL klassifiserer vi derfor som *normal skattekostnad*.

## 4) Fordel skattekostnaden på alle resultatene

Det siste steget i omgrupperingen av resultatet er å fordele den totale skattekostnaden mellom unormal og normal drift, samt finansposter.

### Skatt på driftsresultat

Ved beregning av skatt til unormalt og normalt driftsresultat benyttes den normaliserte driftsskattesatsen. Den normaliserte driftsskattesatsen er presentert i tabell 5.10 og er beregnet som et gjennomsnitt av driftsskattesatsen over analyseperioden. Beregning av driftsskattesats ble forklart i foregående delkapittel.

Skattesatser		2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Selskapsskattesats	<i>sss</i>	28,0 %	28,0 %	27,0 %	27,0 %	25,0 %	24,0 %
Finansinntekstskattesats	<i>fiss</i>	18,7 %	18,7 %	18,0 %	18,0 %	16,7 %	16,0 %
Finanskostnadsskattesats	<i>fkss</i>	28,0 %	28,0 %	27,0 %	27,0 %	25,0 %	24,0 %
Driftsskattesats	<i>dss</i>	28,0 %	28,9 %	24,7 %	29,8 %	19,9 %	20,7 %
<b>Normalisert driftsskattesats</b>	<b><i>ndss</i></b>						<b>25,3 %</b>

Tabell 5.10 – Beregning av driftsskattesats og normalisert driftsskattesats for XXL i perioden 2012 – 2017T

Den normaliserte driftsskattesatsen er beregnet til 25,3% over analyseperioden, og synes rimelig basert på selskapsskattesatsen i Norge over analyseperioden. Denne satsen vil senere benyttes til å beregne driftsrelatert skatt, samt inngå i beregningen av driftsskattesatsavviket.

Den første skatten som skal fordeles er den driftsrelaterte skatten som er den normaliserte driftsskattesatsen multiplisert med det normale driftsresultatet. Tabell 5.11 viser beregningen av driftsrelatert skatt over analyseperioden.

Netto driftsresultat		2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Driftsinntekter	<i>DI</i>	3 101	4 008	5 212	6 486	7 813	8 219
- Driftskostnader	<i>DK</i>	2 783	3 607	4 688	5 853	7 116	7 727
= Driftsresultat	<i>DR</i>	318	401	524	633	697	492
- Driftsrelatert skatt	<i>ndss*DR</i>	81	102	133	160	177	125
= <b>Netto driftsresultat</b>	<b><i>NDR</i></b>	<b>237</b>	<b>299</b>	<b>391</b>	<b>473</b>	<b>520</b>	<b>367</b>

Tabell 5.11 – Netto driftsresultat til XXL i perioden 2012 – 2017T

For å beregne unormalt netto driftsresultat må den unormale driftsskattesatsen beregnes. Denne skattesatsen utgjør differansen mellom den årlige driftsskattesatsen og den normaliserte driftsskattesatsen. Den unormale driftsskattesatsen skal beregnes på det normale driftsresultat. Tabell 5.12 viser beregningen av den unormale driftsskattesatsen.

Unormal driftsskatt		2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Driftsskattesats	<i>dss</i>	28,0 %	28,9 %	24,7 %	29,8 %	19,9 %	20,7 %
- Normalisert driftsskattesats	<i>ndss</i>	25,3 %	25,3 %	25,3 %	25,3 %	25,3 %	25,3 %
= <b>Unormal driftsskatt</b>	<b><i>dss-ndss</i></b>	<b>2,7 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>-0,6 %</b>	<b>4,5 %</b>	<b>-5,4 %</b>	<b>-4,6 %</b>

Tabell 5.12 – Driftsskattesatsavviket til XXL i perioden 2012 – 2017T

Tabell 5.13 presenterer beregningen av unormalt netto driftsresultat. Det unormale driftsresultatet skattlegges med den årlige driftsskattesatsen. Videre er *driftsrelatert annet fullstendig resultat* og *driftsrelatert "dirty surplus"* tillagt for å beregne unormalt netto driftsresultat. Disse er tidligere beregnet til 0 over hele analyseperioden. Den unormale driftsskattesatsen som ble presentert i tabell 5.10 beregnes på det normale driftsresultatet og må trekkes ut for å finne *unormalt netto driftsresultat*. Avslutningsvis må den unormale skatten trekkes ut, men som nevnt er denne også lik 0 over hele analyseperioden.



Unormalt netto driftsresultat		2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Unormale driftsinntekter	UDI	6	2	3	1	-	-
- Unormale driftskostnader	UDK	-	1	6	-	-	-
= Unormalt driftsresultat før skatt	UDR	6	1	3	1	-	-
- Skatt på unormalt driftsresultat	dss*UDR	2	0	1	0	-	-
+ Driftsrelatert annet fullstendig resultat	DAFR	-	-	-	-	-	-
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	DDSP	-	-	-	-	-	-
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	(dss-ndss)*DR	9	14	3	28	38	23
- Unormal skatt på normalt og unormalt driftsresultat	USK	-	-	-	-	-	-
= Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-	4	14	1	28	23

Tabell 5.13 – Unormalt netto driftsresultat til XXL i perioden 2012 -2017T

### Skatt på finansresultat

Skattesatsen for finanskostnadene er lik selskapsskattesatsen. Skattesatsen på finansinntekter som aksjegevinst og -utbytte er fritatt fra beskatning på selskapsnivå i henholdt til skatteloven §2-38. Dette reduserer skattekostnaden på finansinntektene. Den nøyaktige finansinntektsskattesatsen er derfor vanskelig å estimere. Den praktisk beste løsningen er derfor å en tommelfingerregel som tilsier at finansinntektsskattesatsen utgjør 2/3 av selskapsskattesatsen (Damodaran, 2012). Fordelingen av skatt på normale finansinntekter og – kostnader er presentert i tabell 5.14.

Finansskatt		2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Finansinntekter	FI	6	3	12	-	-	-
- Finansinntektsskatt	fiss*FI	1	1	2	-	-	-
= Netto finansinntekter	NFI	5	2	10	-	-	-
Finanskostnader	FK	243	250	211	52	45	40
- Finanskostnadsskatt	fkss*FK	68	70	57	14	11	10
= Netto finanskostnader	NFK	175	180	154	38	34	30
= Netto finansresultat	NFR	-	170	178	144	38	30

Tabell 5.14 – Beregnet skattekostnad på normalt finansresultat til XXL i perioden 2012 – 2017T

Det unormale finansresultatet skattlegges med finansinntektsskattesatsen. Tabell 5.15 presenterer fordelingen av skatt til det unormale finansresultatet. For å beregne det unormale netto finansresultat som skal presenteres i det omgrupperte resultatregnskap må en legge til *finansielt annet fullstendig resultat og finansielt "dirty surplus"*. Skatten fordeles ikke på disse postene ettersom de allerede er oppgitt etter skatt.

Unormalt netto finansresultat		2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Unormale finansinntekter	UFI	5	39	89	141	366	11
- Unormale finanskostnader	UFK	9	17	71	118	376	4
= Unormalt finansresultat	UFR	-	4	22	23	10	7
- Skatt på unormalt finansresultat	fiss*UFR	-	1	4	4	2	1
+ Finansielt annet fullstendig resultat	FARF	-	1	-	-	3	-
+ Finansielt "dirty surplus"	FDSP	-	-	-	-	-	-
= Unormalt netto finansresultat	UNFR	-	3	19	19	5	6

Tabell 5.15 – Unormalt netto finansresultat til XXL i perioden 2012 – 2017T

## Fordeling av skattekostnad

Fordeling av skattekostnad		2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Normal driftsskattekostnad	<i>ndss*DR</i>	81	102	133	160	177	125
+ Skatt på finansinntekt	<i>fiss*FI</i>	1	1	2	-	-	-
- Skatt på finanskostnad	<i>fkss*FK</i>	68	70	57	14	11	10
+ Skatt på unormalt driftsresultat	<i>dss*UDR</i>	2	0	1	0	-	-
+ Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	<i>(dss-ndss)*DR</i>	9	14	3	28	38	23
+ Skatt på unormalt finansresultat	<i>fiss*UFR</i>	-	1	4	3	4	2
+ Unormal skatt	<i>USK</i>	-	-	-	-	-	-
<b>= Rapportert skattekostnad</b>	<b>SK = NSK</b>	<b>24</b>	<b>51</b>	<b>78</b>	<b>179</b>	<b>126</b>	<b>94</b>

Tabell 5.16 – Fordeling av skattekostnad i perioden 2012 – 2017T

Tabell 5.16 presenterer en oppsummering av skattefordelingen mellom de ulike resultatene i perioden 2012 -2017T. Tabellen viser at all den fordelte skatten summeres til den rapporterte skattekostnaden fra de offentlige årsregnskapene.

## Presentasjon av det omgrupperte resultatregnskapet

Omgruppert resultatregnskap, XXL ASA		2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Driftsinntekter	<i>DI</i>	3 101	4 008	5 212	6 486	7 813	8 219
- Driftskostnader	<i>DK</i>	2 783	3 607	4 688	5 853	7 116	7 727
<b>= Driftsresultat</b>	<b>DR</b>	<b>318</b>	<b>401</b>	<b>524</b>	<b>633</b>	<b>697</b>	<b>492</b>
- Driftsrelatert skatt	<i>ndss*DR</i>	80	101	133	160	176	124
<b>= Netto driftsresultat</b>	<b>NDR</b>	<b>238</b>	<b>300</b>	<b>391</b>	<b>473</b>	<b>521</b>	<b>368</b>
+ Netto finansinntekt	<i>NFI</i>	5	2	10	-	-	-
<b>= Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>NRSK</b>	<b>242</b>	<b>302</b>	<b>401</b>	<b>473</b>	<b>521</b>	<b>368</b>
- Netto finanskostnad	<i>NFK</i>	175	180	154	38	34	30
<b>= Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>NREK</b>	<b>67</b>	<b>122</b>	<b>247</b>	<b>435</b>	<b>487</b>	<b>337</b>
+ Unormalt netto driftsresultat	<i>UNDR</i>	-	4	14	28	38	23
+ Unormalt netto finansresultat	<i>UNFR</i>	-	3	19	19	5	6
<b>= Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>FNR</b>	<b>60</b>	<b>127</b>	<b>263</b>	<b>426</b>	<b>519</b>	<b>366</b>
- Netto betalt utbytte	<i>NBU</i>	-	2	1 783	279	278	514
<b>= Endring i egenkapital</b>	<b>ΔEK</b>	<b>60</b>	<b>125</b>	<b>2 046</b>	<b>147</b>	<b>241</b>	<b>148</b>

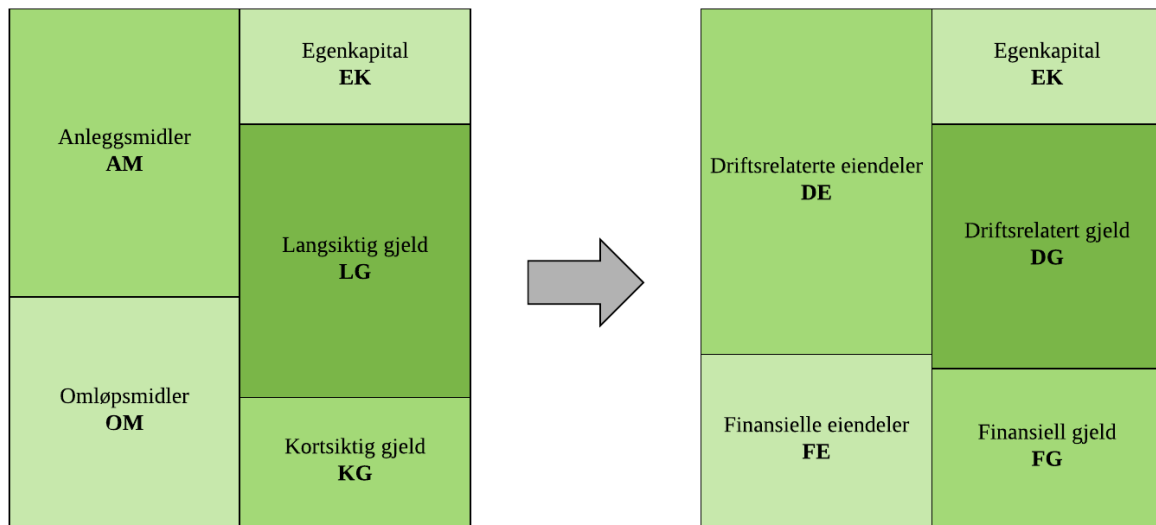
Tabell 5.17 – Omgruppert resultatregnskap til XXL i perioden 2012 – 2017T

Fra det omgrupperte og normaliserte resultatregnskapet ser vi at driftsresultatet har vokst fra 2012 til 2016, men videre falt litt fra 2016 til 2017T. Dette skyldes lavere omsetningsvekst enn forventet i første halvår av 2017. Netto finanskostnad har falt kraftig fra 2014 til 2015 og har holdt seg stabil de påfølgende årene, og dette skyldes at lånene til aksjonærene ble innfridd i 2014. Videre ser vi at det er gjort et stort kapitalinnskudd i forbindelse med børsnoteringen i 2014. Netto betalt utbytte er lik den frie kontantstrømmen til egenkapital og vil benyttes senere til å finne verdien av egenkapitalen.

### 5.3.2 Omgruppert balanse

Etter IFRS deles eiendelene inn etter anleggsmidler og omløpsmidler mens gjelden deles inn i kort- og langsiktig. Denne inndeling er lite hensiktsmessig fra et investorperspektiv, fordi en investor ønsker å skille mellom hvilke eiendeler og gjeldsposter som kan relateres til driften og hvilke eiendeler som kun er av finansiell karakter (Petersen, et al., 2017). Med finansielle eiendeler menes eiendeler som selskapet kan kvitte seg med uten at det påvirker driften

vesentlig. For analyseformål ønsker vi en balanse som skiller mellom eiendeler som benyttes i driften og kapital som finansierer disse driftseiendelene (Petersen, et al., 2017).



Figur 5.2 – Omgruppert balanse

$$\text{Netto driftseiendeler} = \text{Driftsrelaterte eiendeler} - \text{driftsrelatert gjeld}$$

$$\text{Netto driftskapital} = \text{Egenkapital} + \text{netto finansiell gjeld}$$

Omgruppingen gjøres etter følgende steg:

- 1) Eventuelt avsatt utbytte defineres som egenkapital og ikke gjeld
- 2) Redegjør for hva som er drift og finans i totalbalansen.
- 3) Regn om fra totalbalanse til sysselsatt kapital.
- 4) Regn om fra sysselsatt kapital til netto driftskapital.

### 1) Eventuelt avsatt utbytte defineres som egenkapital og ikke gjeld

Etter IFRS føres avsatt, men ikke besluttet utbytte som egenkapital (Fardal, 2007). Dette medfører at eventuelt avsatt utbytte allerede er ført som egenkapital, og vi vil derfor ikke gjøre noen justeringer i dette steget.

## 2) Redegjør for hva som er drift og finans i totalbalansen

Omgruppert balanse, eiendeler	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017T
Goodwill	2 734	2 734	2 734	2 734	2 734	2 734
+ Andre immaterielle eiendeler	200	214	221	225	252	255
+ Varige driftsmidler	325	414	473	570	681	771
= Sum driftsrelaterte anleggsmidler	3 259	3 362	3 428	3 529	3 667	3 760
Varelager	778	1 073	1 397	1 928	2 610	2 925
+ Kundefordringer	208	152	93	78	186	189
+ Andre kortsiktige fordringer	30	74	192	217	91	93
= Sum driftsrelaterte omløpsmidler	1 016	1 299	1 682	2 223	2 887	3 207
= Sum driftsrelaterte eiendeler	4 275	4 661	5 110	5 752	6 554	6 967
Finansielle anleggsmidler	5	4	-	-	2	4
+ Kontanter og kontantekvivalenter	57	170	222	87	115	292
= Sum finansielle eiendeler	62	174	222	87	117	296

Tabell 5.18 – Omgrupperte eiendeler til XXL i perioden 2012 – 2017T

### Anleggsmidler

De immaterielle eiendelene består av programvare, varemerke og goodwill fra oppkjøpet av XXL Sport og Villmark AS i 2010 (DNB Markets, 2014). Disse klassifiseres derfor som driftsrelaterte eiendeler. Goodwillen stammer fra oppkjøpet av XXL Sport og Villmark AS i 2010 og goodwill representerer derfor merprisen som ble betalt utover de identifiserbare verdiene i XXL Sport og Villmark AS. Oppkjøpet er gjort av driftsmessige hensyn og eiendelen blir derfor klassifisert som en driftseiendel. Varemerket og programvaren er også eiendeler som skriver seg fra selskapets drift. De varige driftsmidlene består av inventar i de ulike varehusene, samt kontorlokalet, og inngår derfor som en del av driften.

Finansielle anleggsmidler består av lån til tilknyttede selskaper samt investeringer i andre selskaper. Som hovedregel skal investeringer i andre selskaper regnes som driftsrelatert dersom investeringen er gjort i et selskap med tilnærmet lik drift. Årsrapporten mangler imidlertid inngående informasjon om denne posten. Vi velger derfor å anta at disse eierpostene kan selges uten at det påvirker XXLs kjernevirksomhet, og klassifiserer derfor de finansielle anleggsmidlene som finansielle eiendeler.

### Omløpsmidler

Varelageret og kundefordringene klassifiseres som driftsrelaterte eiendeler ettersom varelageret består av sportsutstyr som selges mens kundefordringer stammer fra kundene som har kjøpt sportsutstyr på kredit. Andre kortsiktige fordringer består av bonuser fra leverandører og andre fordringer som ikke utdypes ytterligere i noteopplysningene. Disse fordringene har også blitt klassifisert som driftsrelaterte.

Den teoretisk riktige behandlingen av kontanter og kontantekvivalenter er å estimere hvor mye kontanter bedriften trenger for å holde den løpende driften i gang og så vil alle kontanter og

kontantekvivalenter utover denne nødvendige mengden være finansielle eiendeler (Petersen, et al., 2017). Den praktisk beste løsningen er imidlertid å klassifisere alle kontanter og kontantekvivalenter som finansielle eiendeler slik som det er gjort i denne analysen.

Omgruppert balanse, egenkapital og gjeld	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017T
Aksjekapital	110	109	55	48	38	49
+ Overkurs	986	986	2 834	2 834	2 834	2 834
+ Annen innskutt egenkapital	-	-	-	4	14	-
+ Annen egenkapital	-	48	78	330	480	576
<b>= Sum egenkapital</b>	<b>1 048</b>	<b>1 173</b>	<b>3 219</b>	<b>3 366</b>	<b>3 607</b>	<b>3 459</b>
Utsatt skatt	37	41	52	61	51	86
+ Leverandørgjeld	268	415	455	578	639	627
+ Kortsiktige lån	72	139	6	8	563	1 099
+ Betalbar skatt	25	48	75	193	123	6
+ Skyldige offentlige avgifter	94	120	185	228	255	240
+ Annen kortsiktig gjeld	146	188	245	289	383	572
<b>= Sum driftsrelatert gjeld</b>	<b>642</b>	<b>951</b>	<b>1 018</b>	<b>1 357</b>	<b>2 014</b>	<b>2 630</b>
Annen langsiktig gjeld	1 117	1 038	1 097	1 116	1 051	1 174
+ Lån fra aksjonær	1 517	1 669	-	-	-	-
+ Derivater	12	4	-	-	-	-
<b>= Sum finansiell gjeld</b>	<b>2 646</b>	<b>2 711</b>	<b>1 097</b>	<b>1 116</b>	<b>1 051</b>	<b>1 174</b>

Tabell 5.19 – Omgruppert egenkapital og gjeld i perioden 2012 – 2017T

### Langsiktig gjeld

Utsatt skatt stammer fra differanser på skattemessig og regnskapsmessig verdi av driftsmidlene, og utsatt skatt blir derfor klassifisert som driftsrelatert. Annen langsiktig gjeld består primært av langsiktige rentebærende banklån, og disse er derfor vurdert som finansiell gjeld. Frem til 2014 hadde også selskapet langsiktige lån fra aksjonærer som vi velger å klassifisere som finansiell gjeld.

Ved en verdsettelse kan det imidlertid argumenteres for at verdien av utsatt skatt skal settes lik null. Dette skyldes at posten holdes relativt ustabil og skyves fremover i evig tid slik at nåverdien av posten i prinsippet blir lik 0 (Petersen, et al., 2017).

### Kortsiktig gjeld

En andel av den betalbare skatten stammer fra de finansielle postene i resultatregnskapet. Den teoretisk riktige løsningen vil derfor være å klassifisere skatten som stammer fra de finansielle postene i resultatregnskapet som finansiell, mens den resterende skatten klassifiseres som driftsrelatert (Petersen, et al., 2017) Det er imidlertid vanskelig å trekke ut denne andelen så den praktisk riktige løsningen vil være å klassifisere hele den betalbare skatten som driftsrelatert gjeld.

### Annen kortsiktig gjeld

Annen kortsiktig gjeld består av påløpt lønn, bonus og feriepenger samt kreditnotaer. Posten er derfor klassifisert som driftsrelatert i sin helhet.

### 3) Regn om fra totalbalanse til sysselsatt kapital

Sysselsatt kapital er den kapitalen som er skutt inn i selskapet og dermed sysselsatt av investorene og finansielle långivere (Knivsfå, 2017b).

Totalbalanse til sysselsatt kapital		2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	3 259	3 362	3 429	3 529	3 667	3 760
+ Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	374	348	664	866	873	577
= Netto driftseiendeler	NDE	3 633	3 710	4 093	4 395	4 540	4 337
+ Finansielle eiendeler	FE	62	174	222	87	117	296
= Sysselsatte eiendeler	SSE	3 695	3 884	4 315	4 482	4 657	4 633
Egenkapital	EK	1 048	1 173	3 219	3 366	3 607	3 459
+ Finansiell gjeld	FG	2 647	2 711	1 096	1 116	1 050	1 174
= Sysselsatt kapital	SSK	3 695	3 884	4 315	4 482	4 657	4 633

Tabell 5.20 – Omgruppert balanse fra total til sysselsatt kapital i perioden 2012 – 2017T

### 4) Omgruppering fra sysselsatt til netto driftskapital

Ved å se på netto driftseiendeler får man et bilde på hvor stor andel av eiendelene som benyttes til driftsrelaterte aktiviteter. Netto driftseiendeler er finansiert med netto driftskapital, og beregnes med følgende formel:

$$\text{Netto driftseiendeler} = \text{Netto anleggsmidler} + \text{driftsrelatert arbeidskapital}$$

Netto anleggsmidler representerer nettoinvesteringer i driftsrelatert infrastruktur, mens driftsrelatert arbeidskapital tilsvarer nettoinvestering i driftssyklusen. Disse beregnes på følgende måte:

$$\text{Netto anleggsmidler} = \text{Driftsrelaterte anleggsmidler} - \text{langsiktig driftsrelatert gjeld}$$

$$\text{Driftsrelatert arbeidskapital} = \text{Driftsrelaterte omløpsmidler} - \text{kortsiktig driftsrelatert gjeld}$$

Netto driftskapital viser kapitalen som er investert i drift og ikke i finansielle eiendeler, og beregnes på følgende måte (Knivsfå, 2017b):

$$\text{Netto driftskapital} = \text{Egenkapital} + \text{netto finansiell gjeld}$$

der:

$$\text{Netto finansiell gjeld} = \text{Finansiell gjeld} - \text{finansielle eiendeler}$$

Ved å se på netto finansiell gjeld får en et bedre bilde på hvor mye gjeld selskapet har etter at de likvide finansielle eiendelene er realisert. Netto finansiell gjeld viser dermed den gjelden finansielle gjelden som ikke kan gjøres opp for ved å benytte de finansielle eiendelene.

Netto driftskapital er den kapitalen som er investert direkte i driften mens netto driftseiendeler er netto eiendeler som benyttes i driftssyklusen.

Sysselsatt kapital til netto driftskapital		2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	3 259	3 362	3 429	3 529	3 667	3 760
+ Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	374	348	664	866	873	577
<b>= Netto driftseiendeler</b>	<b>NDE</b>	<b>3 633</b>	<b>3 710</b>	<b>4 093</b>	<b>4 395</b>	<b>4 540</b>	<b>4 337</b>
Egenkapital	EK	1 048	1 173	3 219	3 366	3 607	3 459
+ Netto finansiell gjeld	NFG	2 585	2 537	874	1 029	933	878
<b>= Netto driftskapital</b>	<b>NDK</b>	<b>3 633</b>	<b>3 710</b>	<b>4 093</b>	<b>4 395</b>	<b>4 540</b>	<b>4 337</b>

Tabell 5.21 – Omgruppert balanse fra sysselsatt kapital til netto driftskapital i perioden 2012 – 2017T

## 5.4 Analyse av målefeil og justering

### 5.4.1 Om målefeil

Målefeil er differansen mellom den rapporterte verdien i regnskapet og den virkelige økonomiske verdien (Knivsflå, 2017c). Hensikten med å identifisere eventuelle målefeil er å justere regnskapet for eventuelle målemetoder og regnskapsprinsipper som ikke gir et rettmessig bilde på selskapets faktiske økonomiske stilling.

$$\text{Målefeil} = \text{rapportert verdi} - \text{virkelig verdi}$$

Knivsflå (2017c) skiller mellom 3 typer målefeil:

#### Type 1-feil «The good»

$$MF1 = SF = ekr^* - ekk$$

$SF$  = strategisk fordel

$ekr^*$  = egenkapitalrentabiliteten med «riktig» måling

$ekk$  = egenkapitalkravet

Målefeil av type 1 er interessant fra et verdsettelsesperspektiv fordi målefeilen gir uttrykk for selskapets strategiske fordel (Knivsflå, 2017c). En strategisk fordel oppstår når egenkapitalrentabiliteten er høyere enn egenkapitalkravet. Målefeil av type 1 kan for eksempel oppstå når poster i regnskapet er ført til historisk kost, selv om de burde vært ført til virkelig verdi. Konsernregnskapet til XXL er utarbeidet i henhold til IFRS (International Financial

Reporting Standards). IFRS tilrettelegger i større grad for bruk av virkelig verdi på eiendel- og gjeldsposter enn hva som er tilfelle etter God Norsk Regnskapsskikk (Fardal, 2007). Et regnskap ført etter IFRS vil derfor ha færre målefeil av type 1 enn hva en vil finne i et regnskap som er ført etter God Norsk Regnskapsskikk.

### **Type 2-feil «the bad»**

$$MF2 = ekr_{IFRS} - ekr^*$$

$ekr_{IFRS}$  = egenkapitalrentabiliteten etter *International Financial Reporting Standards (IFRS)*

$ekr^*$  = egenkapitalrentabilitet med «riktig» måling

Målefeil av type to måler differansen mellom egenkapitalrentabiliteten målt ved det regnskapsspråket som er benyttet i regnskapet og rentabiliteten med «riktig» måling. Ethvert regnskapsspråk har spesielle regler som ikke nødvendigvis gjenspeiler selskapets økonomiske stilling på riktig måte. Eksempler på dette er biologiske eiendeler som måles til en fiktiv antatt salgspris fratrukket prodkost før de faktisk har en reell verdi (Kaldestad & Møller, 2016). Etter IAS 38 er det bare utvikling som kan aktiveres i balansen, mens forskning må kostnadsføres direkte (Kvifte & Johnsen, 2008). Slike tilfeller kan føre til at det oppstår en målefeil av type 2 fordi selskapet har kostnadsført for mye og dermed har for lite eiendeler i balansen i forhold til deres riktige økonomiske stilling. Målefeil av type 2 kan også oppstå som følge av fleksibiliteten som regnskapsreglene åpner for. Et eksempel på dette er hvorvidt et kontorbygg er først til etter verdimodellen eller en historisk kost-modell (Picker, 2016).

### **Type 3-feil «The ugly»**

$$MF3 = ekr - ekr_{IFRS}$$

Målefeil av type 3 er målefeil som oppstår på grunn av kreativ regnskapsføring av selskapet. MF3 impliserer derfor at selskapet rapporterer noe annet enn hva det skulle gjort etter IFRS. Regnskapet til XXL er revidert av PwC og revisor har gitt normal beretning de siste årene. Det er derfor rimelig å anta at regnskapet ikke inneholder MF3. Eventuell kreativ regnskapsføring vil bli avdekket av revisor før det eksterne regnskapet publiseres.



### 5.4.2 Målefeil i XXLs regnskap

#### Justering av leieavtaler

IAS 17 er nå den gjeldende regnskapsstandarden for leieavtaler, og skiller ikke distinkt mellom operasjonell og finansiell leasing. Finansiell leasing innebærer at verdien av bruksretten må balanseføres som en eiendel med tilsvarende gjeldspost leieforpliktelse. Operasjonell leasing trenger derimot ikke å balanseføres og det vil derfor ha stor betydning om en leieavtale behandles som operasjonell eller finansiell leasing. I praksis er IAS 17 utformet på en slik måte at de fleste selskaper unngår å føre leieavtalene sine inn i balansen (Petersen, et al., 2017). Dette er et eksempel på målefeil 2 fordi egenkapitalrentabiliteten målt etter IFRS blir ulik egenkapitalrentabiliteten med «riktig» måling. Dette skal justeres for i følgende underkapittel.

Det er imidlertid opprettet en ny standard for leieavtaler som trer i kraft fra regnskapsåret 2019. Etter den nye standarden, IFRS 16, må leietaker balanseføre nesten alle leieavtaler. Det vil si at verdien av leieforpliktelsen og tilsvarende verdien av bruksretten må vises i balansen. Dette vil gi et mer korrekt bilde av den økonomiske stillingen til leietaker (EY, 2016)

Målet med den regnskapsmessige justeringen av XXLs leasingavtaler er å altså balanseføre den operasjonelle leasingen som tidligere har blitt kostnadsført og holdt utenfor balansen. Dette bidrar til at XXLs regnskap vil gi et mer rettmessig bilde på deres økonomiske stilling. Års- og kvartalsrapportene til XXL inneholder ikke informasjon om leasingkostnad, men dette er funnet ved å benytte leiekostnad for 2013 og 2016 og multiplisert med invers kostnadsvekst for 2012-2013 og kostnadsvekst fra 2016-2017

For å beregne hvor mye av leasingkostnadene gjennom analyseperioden, benyttes følgende formel (Damodaran, 2012):

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

$r$  = Rente på leiekraft

$T$  = Leiens varighet

$$r = \frac{FK}{FG} = \frac{NFK/(1 - sss)}{FG}$$

$FK$  = Finanskostnad

$FG$  = Finansiell gjeld

$sss$  = Selskapsskattesats

Leiekontraktens levetid 5 år, men det er opplyst i notene om kontrakter med levetid 5-10 år. Vi har valgt en levetid på 5 år for å unngå en overestimert effekt på balansen ved justering av målefeilen.

$$\text{Kapital} = \text{gjennomsnittlig leie} * \text{invers annuitet}$$

Selskapets gjennomsnittlige leie er 370 og den inverse annuitet er beregnet til 4,147. Den årlige verdien som skal balanseføres er dermed  $370 * 4,147 = 1\,534$ . Følgende tabeller viser hvilken effekt dette vil ha på resultatet og balansen for XXL.

Resultateffekt leasing	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Tilbakeføring av leie	200	269	325	405	491	529
- Avskrivning av leierett	52	124	206	332	429	471
- Endring utsatt skatt	37	37	30	18	16	15
= Virkning på netto driftresultat	110	108	89	54	46	44
- Rentekostnad på leie	148	145	119	73	62	58
+ Endring utsatt skatt	37	37	30	18	16	15
= Virkning nettoresultat til egenkapital	-	-	-	-	-	-

Tabell 5.22 – Resultateffekt leasing i perioden 2012 – 2017T

Som vi ser av tabell 5.22 så vil balanseføringen ha størst effekt på *fullstendig netto driftsresultat* i 2012, for deretter å avta frem mot 2017T. *Nettoresultatet til EK* vil være uforandret alle årene fordi økningen i netto driftsresultat tilsvarer økningen i netto finanskostnad.

Balanseeffekt leasing	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
<b>Inngående leierett</b>	<b>1 534</b>	<b>1 534</b>	<b>1 534</b>	<b>1 534</b>	<b>1 534</b>	<b>1 534</b>
Leieutgift	200	269	325	405	491	529
- Rentekostnad	148	145	119	73	62	58
= Ny leie	52	124	206	332	429	471
- Avskrivning	52	124	206	332	429	471
= <b>Utgående leierett</b>	<b>1 534</b>	<b>1 534</b>	<b>1 534</b>	<b>1 534</b>	<b>1 534</b>	<b>1 534</b>
Driftseiendeler	1 534	1 534	1 534	1 534	1 534	1 534
- Utsatt skatt	389	389	389	389	389	389
= <b>Netto driftseiendeler</b>	<b>1 145</b>	<b>1 145</b>	<b>1 145</b>	<b>1 145</b>	<b>1 145</b>	<b>1 145</b>
Egenkapital	-	-	-	-	-	-
+ Kortsiktig netto finansiell gjeld	39	93	153	248	320	352
+ Langsiktig netto finansiell gjeld	1 106	1 052	992	897	825	793
= <b>Totaleffekt netto finansiell gjeld</b>	<b>1 145</b>	<b>1 145</b>	<b>1 145</b>	<b>1 145</b>	<b>1 145</b>	<b>1 145</b>

Tabell 5.23 – Balanseeffekt leasing i perioden 2012 – 2017T

Balanseeffekt, justering av målefeil 2	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Virking balanseføring operasjonell leie	1 534	1 534	1 534	1 534	1 534	1 534
= Virkning på driftseiendeler	1 534	1 534	1 534	1 534	1 534	1 534
- Utsatt skatt ved balanseføring av leie	389	389	389	389	389	389
= Virkning netto driftseiendeler	1 145	1 145	1 145	1 145	1 145	1 145
= <b>Virking sysselsatte eiendeler</b>	<b>1 145</b>	<b>1 145</b>	<b>1 145</b>	<b>1 145</b>	<b>1 145</b>	<b>1 145</b>
Virking på egenkapital	-	-	-	-	-	-
+ Virkning netto finansiell gjeld	1 145	1 145	1 145	1 145	1 145	1 145
= <b>Virking på sysselsatt kapital</b>	<b>1 145</b>	<b>1 145</b>	<b>1 145</b>	<b>1 145</b>	<b>1 145</b>	<b>1 145</b>

Tabell 5.24 – Balanseeffekt, justering av målefeil 2 i perioden 2012 – 2017T

Figur 5.23 presenterer balanseføring av leiekontrakten som en eiendel til 1 534. Motposten vil være utsatt skatt på 389 samt en gjeldspost på 1 145. Dette betyr at økningen i netto driftseiendeler gjennom analyseperioden tilsvarer økningen i netto finansiell gjeld over analyseperioden. Effekten på netto driftseiendeler, sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital vil dermed også være 1 145 slik som illustrert i tabell 5.24

### 5.4.3 Presentasjon av justert og omgruppert regnskap

Justert og omgruppert resultatregnskap		2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Driftsinntekter	DI	3 101	4 008	5 212	6 486	7 813	8 219
- Driftskostnader	DK	2 635	3 462	4 569	5 780	7 054	7 669
<b>= Driftsresultat</b>	<b>DR</b>	<b>466</b>	<b>546</b>	<b>643</b>	<b>706</b>	<b>759</b>	<b>550</b>
- Driftsrelatert skatt	ndss*DR	118	138	163	179	192	139
<b>= Netto driftsresultat</b>	<b>NDR</b>	<b>348</b>	<b>408</b>	<b>480</b>	<b>527</b>	<b>567</b>	<b>411</b>
+ Netto finansinntekt	NFI	5	2	10	-	-	-
<b>= Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>NRSK</b>	<b>353</b>	<b>410</b>	<b>490</b>	<b>527</b>	<b>567</b>	<b>411</b>
- Netto finanskostnad	NFK	285	288	243	92	80	74
<b>= Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>NREK</b>	<b>67</b>	<b>122</b>	<b>247</b>	<b>435</b>	<b>487</b>	<b>337</b>
+ Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-	4	14	1	27	24
+ Unormalt netto finansresultat	UNFR	-	3	19	19	5	6
<b>= Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>FNR</b>	<b>60</b>	<b>127</b>	<b>263</b>	<b>426</b>	<b>519</b>	<b>366</b>
- Netto betalt utbytte	NBU	-	2	1 783	279	278	514
<b>= Endring i egenkapital</b>	<b>ΔEK</b>	<b>60</b>	<b>125</b>	<b>2 046</b>	<b>147</b>	<b>241</b>	<b>148</b>

Tabell 5.25 – Justert og omgruppert resultatregnskap i perioden 2012 – 2017T

Justert NDE og NDK		2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	4 793	4 896	4 962	5 063	5 201	5 294
+ Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-	15	41	275	484	188
<b>= Netto driftseiendeler</b>	<b>NDE</b>	<b>4 778</b>	<b>4 855</b>	<b>5 237</b>	<b>5 540</b>	<b>5 685</b>	<b>5 482</b>
Egenkapital	EK	1 049	1 173	3 217	3 366	3 606	3 459
+ Netto finansiell gjeld	NFG	3 729	3 682	2 020	2 174	2 079	2 023
<b>= Netto driftskapital</b>	<b>NDK</b>	<b>4 778</b>	<b>4 855</b>	<b>5 237</b>	<b>5 540</b>	<b>5 685</b>	<b>5 482</b>

Tabell 5.26 – Justert netto driftseiendeler og driftskapital i perioden 2012 – 2017T

Tabell 5.25 og 5.26 viser det justerte og omgrupperte resultatregnskapet for XXL gjennom analyseperioden. Nettoresultat til egenkapital, fullstendig nettoresultat til egenkapital er uendret som følge av justeringen av målefeilen. Følgelig er også egenkapitalen i seg selv uforandret. Justeringens effekt på netto driftsresultat ble tidligere forklart i tabell 5.22. De justerte og omgrupperte regnskapstallene vil benyttes videre i utredningen.

## 6 Analyse av risiko

Avkastningskravet til en virksomhet spiller en sentral rolle i fundamental verdsettelse. Dette skyldes blant annet at avkastningskravet brukes for å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer, og er således vesentlig for et korrekt verdiestimat. En virksomhets avkastningskrav avhenger hovedsakelig av tre faktorer: risikofri rente, markedsrisiko (systematisk risiko) og selskapsspesifikk risiko (usystematisk risiko) (Kaldestad & Møller, 2016).

En investor vil i utgangspunktet stå overfor både systematisk og usystematisk risiko. Gjennom diversifisering av investeringsobjekter kan investoren redusere den selskapsspesifikke risikoen, og en kan derfor anse selskapsspesifikk risiko som irrelevant sammenlignet med markedsrisikoen. Denne tilnærmingen gjelder hovedsakelig for investorer med store investeringsporteføljer fordi mindre investorer har ikke muligheten til å differensiere seg i like stor grad som store investorer ettersom kapitaltilgangen antas å være for liten (Døskeland, 2014).

Industrielle investorer har mulighet til å diversifisere bort usystematisk risiko på lik linje som finansielle investorer. Slike investorer kan derimot ha et ønske om å ikke diversifisere bort usystematisk risiko ettersom de i større grad kan være objektsspesifikke enn finansielle investorer. Industrielle investorer foretar derfor en kjøpsvurdering for hver enkelt investering, og vurderer den spesifikke risikoen tilknyttet investeringen. Den usystematiske risikoen kan således være relevant for store investorer, selv om finansteorien tilsier at denne typen risiko kan diversifiseres bort (Damodaran, 2012).

På den annen side vil kredittrisikoen være relevant for en kreditor ettersom den knytter seg til sannsynligheten for mislighold av gjeld. Slik risiko kan ikke diversifiseres bort, selv om kreditorer har mulighet til å tapssikre låneporteføljen blant annet gjennom derivater. Kreditorer har dermed ikke samme mulighet til å diversifisere bort den usystematiske risikoen. Til forskjell fra investorene har ikke kreditorer en oppside fordi de ikke vil motta mer enn låneavtalen tilsier. Risikoen vil derfor kun omhandle tapsrisikoen, og således vil investorer tåle en større investeringsrisiko enn kreditorer (Petersen, et al., 2017).

Kreditrisikopremien avhenger av sannsynligheten for konkurs og tapsprosenten. Dermed er analyse av selskapsspesifikk risiko relevant for kredittvurdering (Petersen, et al., 2017). Den

selskapsspesifikke risikoen vil estimeres på bakgrunn av forholdstallanalyser, og analysene vil videre danne grunnlag for XXLs syntetiske rating som benyttes for å fastsette kredittrisikoen til selskapet. Sammen med dagens rentenivå brukes kredittrisikoen av långivere for å fastsette lånerentene og derfor er kredittrisikoen en viktig del av avkastningskravet til selskapets finansielle gjeld (Petersen, et al., 2017).

I den følgende analysen vil vi benytte normaliserte regnskapstall, da disse vil gi bedre informasjonsgrunnlag for videre analyse. Normaliserte tall er i tillegg mest hensiktsmessig ved konkursprediksjon og for prognoseformål (Petersen, et al., 2017). De normaliserte regnskapstallene fant vi i kapittel 5. For bransjen har vi ikke regnskapstall lenger enn til og med 2016. Tallene for 2017T er derfor beregnet med utgangspunkt i samme vekst som XXL har hatt i de ulike balansepostene.

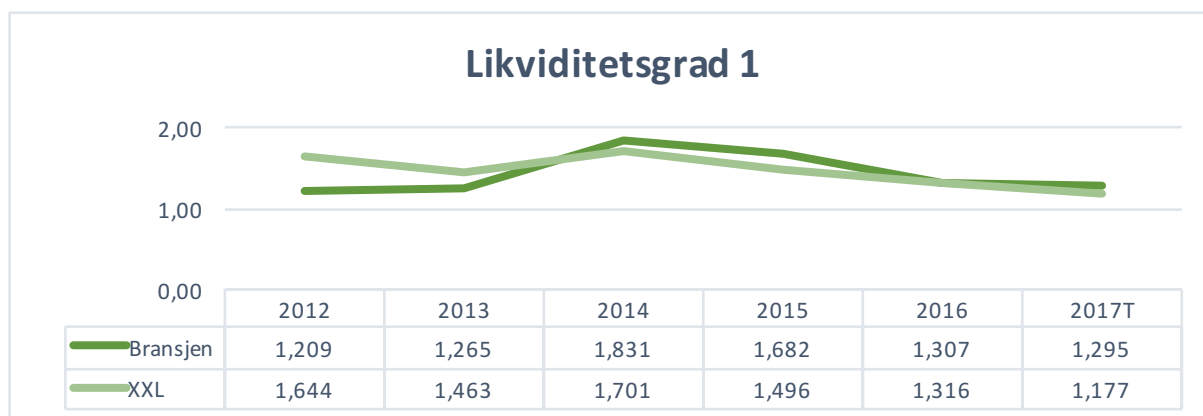
## 6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse

Hensikten med likviditetsanalyser er å vurdere selskapets evne til å betjene sine løpende gjeldsforpliktelsener. Fokuset er derfor på om driften er tilstrekkelig for å dekke de løpende forpliktelsene etter hvert som de forfaller, slik at risikoen for en eventuell konkurs reduseres (Petersen, et al., 2017). Nøkkeltallene vi benytter vil gi innsikt i XXLs gjeldsdekning, og vil danne grunnlag for den syntetiske ratingen i kapittel 6.3 og finansielle gjeldskrav i kapittel 7.3.

### 6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 definerer forholdet mellom virksomhetens omløpsmidler og kortsiktig gjeld (Damodaran, 2012). Nøkkeltallet gir informasjon om selskapets mest likvide eiendeler dekker forpliktelsene med forfall innen ett år. Et høyt forholdstall vil indikere at selskapet har god tilgang på omløpsmidler som kan benyttes til å nedbetale kortsiktig gjeld. Nøkkeltallet er et relativt mål, men en god tommelfingerregel er at forholdstallet bør være over 2 (Damodaran, 2012). Det må likevel sees i sammenheng med tilhørende bransjesnitt.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$



Figur 6.1 – Likviditetsgrad 1 over analyseperioden

Som det fremkommer av figur 6.1, har XXL jevnt over en lavere likviditetsgrad 1 enn bransjen over analyseperioden. Isolert sett tyder dette på at XXL har en likviditetsulempe sammenlignet med bransjen. De senere årene av analyseperioden har selskapet hatt en relativt lik utvikling som bransjesnittet, med avtakende likviditetsgrad 1. For bransjen ligger nøkkeltallet under 2, hvilket indikerer svak likviditet.

Nøkkeltallet er et mye brukt forholdstall, men forholdstallet kan likevel gi et noe feilaktig bilde for enkelte bransjer. Dette skyldes at utregningene tar utgangspunkt i alle omløpsmidlene til selskapet, og dermed hensyntar en ikke omløpsmidlene som ikke nødvendigvis er veldig likvide (Petersen, et al., 2017).

Det kan blant annet være store variasjoner mellom bransjer hvis en ser på den kortsiktige likviditeten til varelageret. Sportsbransjen vil være preget av høy omløpshastighet på varelageret, mens eksempelvis en bilprodusent vil ha lav omløpshastighet fordi det tar lenger tid å produsere en bil. Dette innebærer dermed at det er store forskjeller på hvor lett omløpsmidlene lar seg realisere på kort sikt for å innfri den kortsiktige gjelden. Nøkkeltallet egner seg derfor best hvis omløpshastigheten for omløpsmidler og kortsiktig gjeld samsvarer.

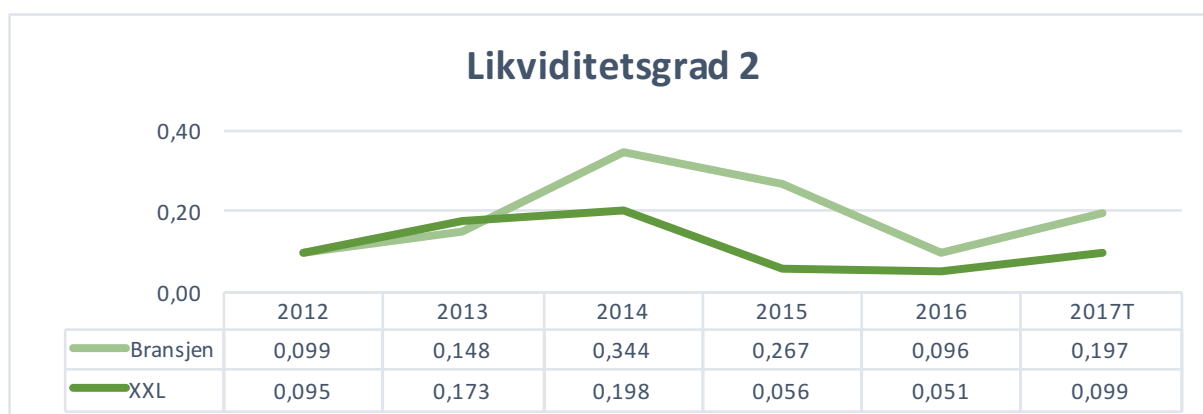
### 6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 tilsvarer forholdet mellom finansielle omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Forholdstallet tar utgangspunkt i finansielle omløpsmidler, som anses som de mest likvide omløpsmidlene. En tommelfingerregel er at nøkkeltallet bør være høyere enn 1, men som tidligere nevnt bør man likevel sammenligne med tilhørende bransjesnitt (Damodaran, 2012).

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Figur 6.2 presenterer utviklingen av likvidtetsgrad 2 for XXL og bransjen over analyseperioden. Over analyseperioden har XXL hatt en likvidtetsgrad 2 som ligger under bransjen, hvilket kan indikere en likviditetsulempe. Sammenlignet med tommelfingerregelen, synes ikke nøkkeltallet å være positivt for verken XXL eller sportsbransjen.

Det lave forholdstallet kan skyldes XXLs lave verdier i finansielle omløpsmidler. Dette gjenspeiler karakteristikene ved XXL at de har hovedfokus på rendyrket drift gjennom varelager og driftsrelaterte omløpsmidler.



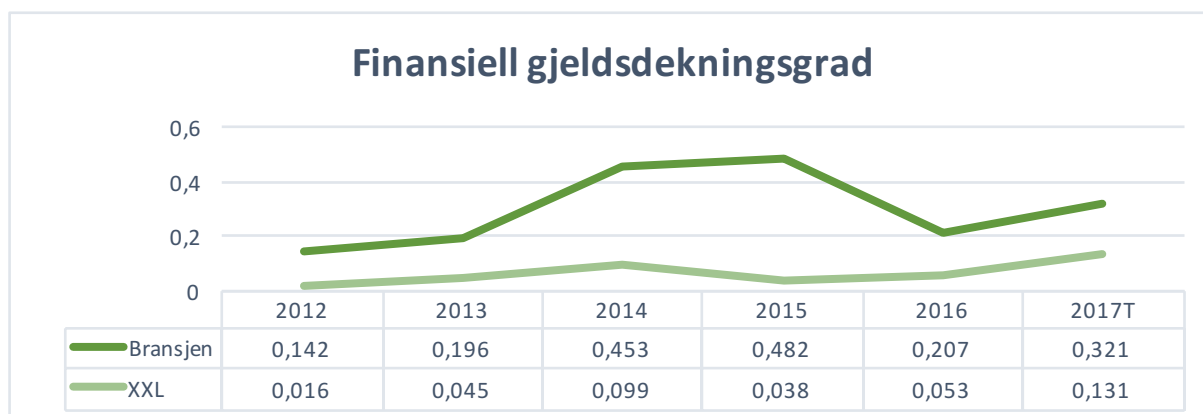
Figur 6.2 – Likvidtetsgrad 2 over analyseperioden

### 6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad reflekterer virksomhetens finansielle eiendeler i forhold til finansiell gjeld. En finansiell gjeldsdekningsgrad større enn 1 innebærer at selskapet har nok finansielle eiendeler til å dekke den finansielle gjelden. Dette vil redusere sannsynligheten for likviditetskrise (Petersen, et al., 2017).

$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$

Figur 6.3 presenterer finansiell gjeldsgrad over analyseperioden. Vi ser av figuren at XXL har en betydelig lavere finansiell gjeldsdekningsgrad enn bransjen over hele analyseperioden. Dette skyldes at XXL har svært få finansielle eiendeler i forhold til bransjen. I tillegg er XXL i en vekstfase som krever store driftsrelaterte investeringer.



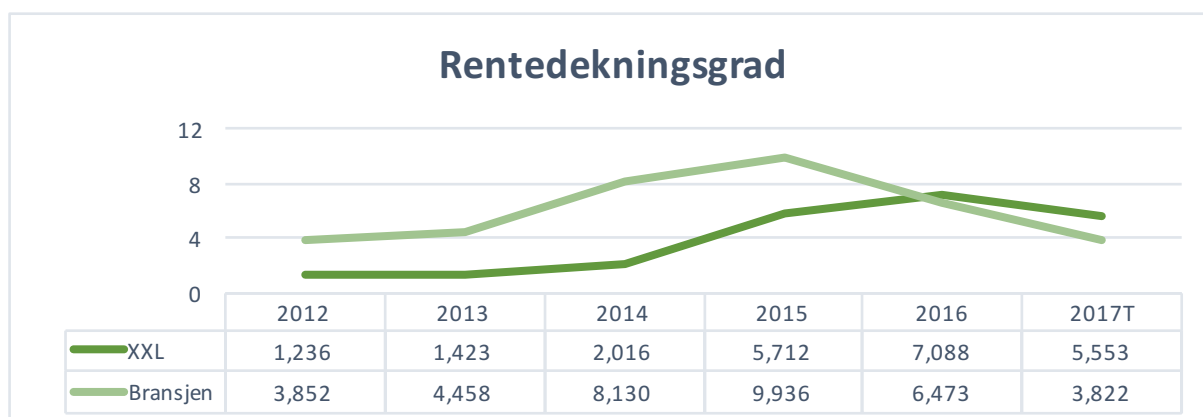
Figur 6.3 – Finansiell gjeldsdekningsgrad over analyseperioden

### 6.1.4 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad defineres som virksomhetens nettoresultat fra sysselsatt kapital sammenlignet med netto finanskostnader (Damodaran, 2012). Forholdstallet reflekterer dermed selskapets evne til å dekke finanskostnader gjennom nettoresultatet som selskapet har tilgjengelig.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat fra sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnader}} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{netto finansinntekter}}{\text{Netto finanskostnader}}$$

Av figur 6.4 ser vi at både XXL og bransjen har hatt en positiv utvikling i rentedekningsgraden over analyseperioden. Netto finanskostnader har vært relativt stabile for både bransjen og XXL, hvilket betyr at utviklingen skyldes endringer i driftsresultatet. De senere årene har XXL hatt en positiv utvikling i forhold til bransjen, hvilket er tilfredsstillende for selskapet.



Figur 6.4 – Rentedekningsgrad over analyseperioden



### 6.1.5 Oppsummering av likviditetsrisiko

XXLs likviditetsgrad 1 er svak sammenlignet med tommelfingerregelen, og har stort sett vært lavere enn bransjesnittet over analyseperioden. Likviditetsgrad 2 har også vært betydelig svakere enn bransjen over analyseperioden. Samlet sett synes likviditeten derfor å være relativt presset. I tillegg har gjeldsdekningsgraden til XXL vært betydelig lavere enn bransjesnittet over analyseperioden hvilket underbygger den pressede likviditetssituasjonen. På den annen side har XXL hatt en sterkere utvikling i rentedeknings- og gjeldsdekningsgraden enn bransjesnittet mot slutten av analyseperioden.

## 6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse

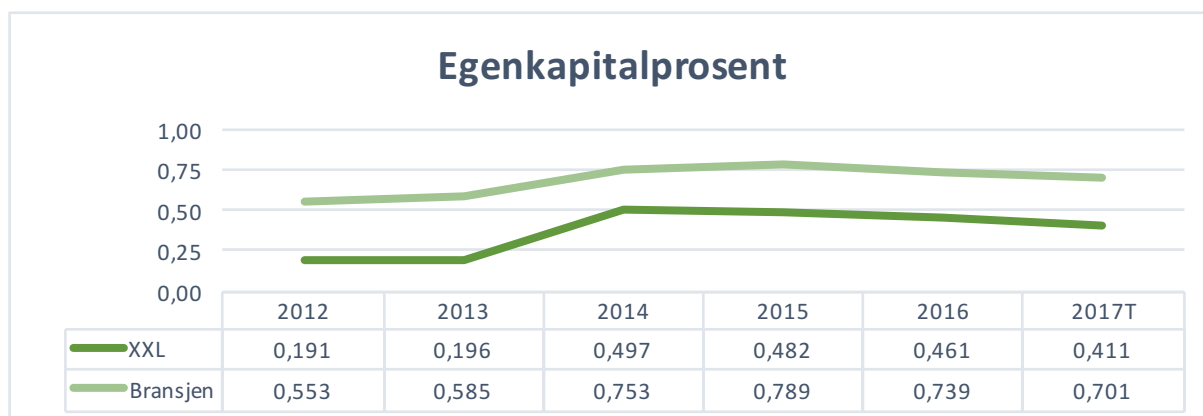
Hensikten med soliditetsanalysen er å kartlegge hvorvidt selskapet har store nok økonomiske ressurser til å stå i mot en lengre periode med fremtidige tap (Petersen, et al., 2017). Egenkapitalen vil derfor være sentral ettersom den utgjør en buffer mot fremtidige tap og dermed reduserer risikoen for konkurs i dårlige tider. I den videre analyse vil vi se nærmere på egenkapitalprosent, kapitalstruktur og netto driftsrentabilitet.

### 6.2.1 Analyse av egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten anses å være et svært viktig forholdstall ved soliditetsanalysen av selskapet. En høyere egenkapitalprosent tilsier en bedre evne til å tåle fremtidige perioder med tap, og derfor vil en høyere egenkapitalprosent medføre en lavere kredittrisiko. Nøkkeltallet er også viktig for långivere da det ofte stilles krav til egenkapitalprosenten gjennom covenantskrav (Petersen, et al., 2017)

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Av figur 6.5 ser vi at XXL har hatt en lavere egenkapitalprosent enn bransjesnittet over analyseperioden, hvilket indikerer en svakere evne til å tåle fremtidige tap. Utviklingen synes å være lik mellom bransjen og XXL, med avtakende egenkapitalprosent de senere årene. XXLs egenkapitalprosent har videre stabilisert seg siden 2014, altså samme år som selskapet ble børsnotert.



Figur 6.5 – Egenkapitalprosent over analyseperioden

Fra et risikoperspektiv er det viktig å forstå hva eiendelene, og dermed egenkapitalen består av. XXL har store immaterielle eiendeler som skriver seg fra goodwill. Verdien av goodwill forutsetter fortsatt drift, og kan være verdiløs ved konkurs fordi goodwill ikke er en omsettelig eiendel. Vi mener derfor at egenkapitalprosenten til XXL ikke reflekterer sikre verdier, og kan representere et problem tilknyttet selskapets langsiktige risiko.

## 6.2.2 Analyse av kapitalstruktur

En analyse av kapitalstruktur gjøres ved en statisk finansieringsanalyse, og analyseverktøyet kartlegger hvordan virksomheten er finansiert per 31.12.2016. I en finanseringsmatrise er det ønskelig at langsiktige anleggsmidler finansieres av langsiktig kapital. Det er dermed fordelaktig med egenkapitalfinansiering, ettersom egenkapital er den minst risikable finansieringskilden. Videre er det foretrukket at den langsiktige kapitalen finansieres med langsiktig driftsrelatert gjeld fremfor langsiktig finansiell gjeld, fordi dette er en rimeligere finansieringskilde. Det er ønskelig at matrisen når "bunnen" raskest mulig, fordi dette indikerer en mindre risikabel finansieringsstruktur (Knivsflå, 2017d).

Tabell 6.1 presenterer finansieringsmatrisen til XXL. Her fremkommer det at XXL sine anleggsmidler er langsiktig finansiert, hovedsakelig av egenkapital. Som tidligere nevnt er dette en ønskelig situasjon med langsiktig finansiering av anleggsmidler. De driftsrelaterte omløpsmidlene er både kort- og langsiktig finansiert. Videre er XXLs finansielle omløpsmidler kortsiktig finansiert i sin helhet. Basert på denne matrisen synes kapitalstrukturen til selskapet å være solid.

XXL	Langsiktig		Langsiktig		Kortsiktig		Totale eiendeler
	Egenkapital	driftsrelatert gjeld	finansiell gjeld	driftsrelatert gjeld	finansiell		
DAM	69,35 %	0,98 %	29,67 %	0,00 %	0,00 %	63,38 %	
FAM	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0,00 %	
DOM	0,00 %	0,00 %	11,53 %	81,47 %	7,00 %	35,18 %	
FOM	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	100,00 %	1,43 %	
TK	43,96 %	0,62 %	22,86 %	28,66 %	3,90 %	100,00 %	

Tabell 6.1 – Finansieringsstruktur XXL

Tabell 6.2 viser finansieringsstrukturen til bransjen. Kapitalstrukturen til XXL er litt ulik fra bransjen, da bransjen har betydelig mer langsiktig driftsrelatert gjeld sammenlignet med XXL. Ellers er det stort sett de samme finansieringskildene som dekker de totale eiendelene. Basert på matrisen kan det se ut til at XXL har en dårligere finansieringsstruktur enn bransjen, ettersom bransjen dekker en større andel av driftsrelaterte anleggsmidler med egenkapital. Dette er likevel marginalt forskjellig.

Bransjen	Langsiktig		Langsiktig		Kortsiktig		Totale eiendeler
	Egenkapital	driftsrelatert gjeld	finansiell gjeld	driftsrelatert gjeld	finansiell		
DAM	100,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	44,77 %	
FAM	100,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,35 %	
DOM	7,44 %	9,59 %	8,79 %	54,64 %	19,55 %	50,78 %	
FOM	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	100,00 %	4,10 %	
TK	48,90 %	4,87 %	4,46 %	27,75 %	14,02 %	100,00 %	

Tabell 6.2 – Finansieringsstruktur sportsbransjen

Bransjen synes å ha en mer solid finansieringsstruktur enn XXL fordi egenkapitalen dekker anleggsmidlene i sin helhet. Likevel anser vi finansieringsstrukturen til XXL for å være god nok til å takle vekstsituasjonen de står overfor.

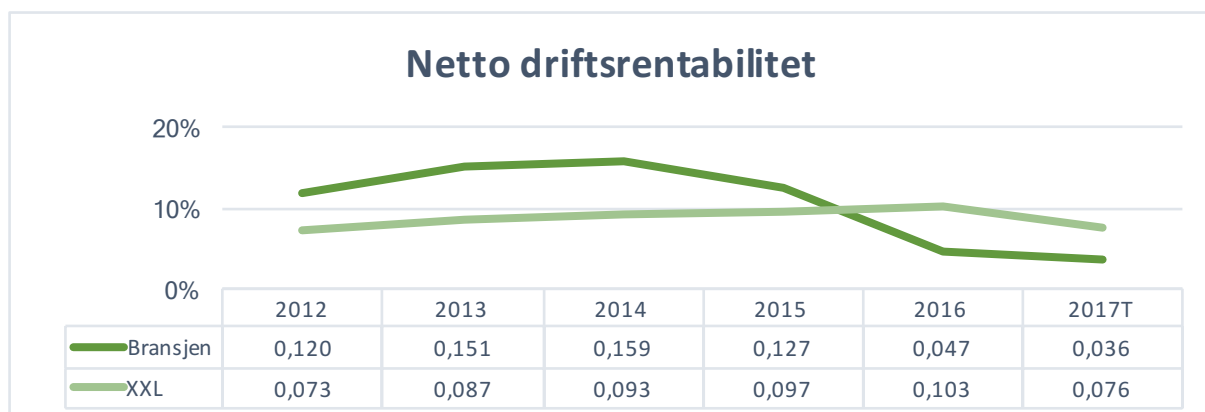
### 6.2.3 Analyse av netto driftsrentabilitet

Analyse av netto driftsrentabilitet er et mål på lønnsomhet i soliditetsanalysen. Dette skyldes at svak lønnsomhet vil kunne redusere egenkapital-bufferen. Netto driftsrentabilitet defineres som netto driftsresultat sammenlignet med gjennomsnittlig netto driftseiendeler. Netto driftsrentabilitet viser således avkastningen til netto driftseiendeler (Petersen, et al., 2017).

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftseiendeler}_{IB} + \frac{\Delta NDE - \text{Netto driftsresultat}}{2}}$$

Sportsbransjen er preget av sterk priskonkurranse, hvilket kommer tydelig frem av figur 6.6. Reduksjonen i netto driftsrentabiliteten de senere årene henger godt sammen med den økende konkurransesituasjon som ble forklart i delkapittel 4.1.2. Av figuren ser vi at XXL har hatt en

lavere netto driftsrentabilitet enn bransjen i store deler av analyseperioden. Dette samsvarer med prisstrategien til XXL hvor de skal ta markedsandeler ved hjelp av lave priser.



Figur 6.6 – Netto driftsrentabilitet over analyseperioden

### 6.3 Oppsummering – syntetisk rating

Den kortsiktige likvidtetsanalysen og langsiktige soliditetsanalysen danner sammen grunnlag for en syntetisk rating. Knivsflå sin ratingmodell, presentert i tabell 6.3, tar utgangspunkt i ”Standard & Poor’s” sitt system, og danner grunnlaget for XXLs syntetiske rating. Modellen benytter kun fire nøkkeltall; likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet.

Rating	Likviditets- grad 1	Rentedeknings- grad	Egenkapital- prosent	Netto drifts- rentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Tabell 6.3 – Syntetisk rating basert på nøkkeltall (Knivsflå, 2017d)

Den syntetiske ratingen reflekterer sannsynligheten for at virksomheten vil gå konkurs i løpet av det neste året. Ratingen får betydning for fastsettelsen av kredittrisikopremien og det finansielle gjeldskravet. Modellen kan være noe enkel ettersom den kun baserer seg på fire nøkkeltall. Vi vil derfor foreta en helhetsvurdering med eventuelle justeringer fra modellen.

Det første anslaget på XXLs syntetiske rating er presentert i tabell 6.4. Her presenteres en syntetisk rating for hvert av de seks årene i analyseperioden, i tillegg til et gjennomsnitt for analyseperioden. XXLs gjennomsnittlige syntetiske rating over analyseperioden er BBB, og dette tilsier en konkurssansynlighet på 0,18% (Petersen, et al., 2017). Den syntetiske ratingen har stabilisert seg de siste årene i analyseperioden, hvilket samsvarer med den positive veksten XXL har opplevd.

XXL	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Gjennomsnitt
Likviditetsgrad	1,644	1,463	1,701	1,496	1,316	1,177	1,466
<i>Rating</i>	<i>BBB</i>	<i>BBB</i>	<i>BBB+</i>	<i>BBB</i>	<i>BBB-</i>	<i>BB</i>	<i>BBB-</i>
Rentedekningsgrad	1,236	1,423	2,016	5,712	7,088	5,553	3,838
<i>Rating</i>	<i>BB+</i>	<i>BB+</i>	<i>BBB</i>	<i>AA</i>	<i>AA+</i>	<i>AA</i>	<i>A+</i>
Egenkapitalandel	0,191	0,196	0,497	0,482	0,461	0,411	0,373
<i>Rating</i>	<i>B</i>	<i>B</i>	<i>BBB+</i>	<i>BBB+</i>	<i>BBB+</i>	<i>BBB</i>	<i>BBB-</i>
Netto driftsrentabilitet	0,073	0,087	0,093	0,097	0,103	0,076	0,088
<i>Rating</i>	<i>BB+</i>	<i>BBB</i>	<i>BBB</i>	<i>BBB+</i>	<i>BBB+</i>	<i>BBB-</i>	<i>BBB</i>
<b>Sum</b>	<b>BB</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>BBB</b>

Tabell 6.4 – Syntetisk rating over analyseperioden

Bransjens syntetiske rating er presentert i tabell 6.5. Over analyseperioden har bransjesnittet vært høyere enn XXLs syntetiske rating. Dette skyldes blant annet en svært god rentedekningsgrad og egenkapitalandel. De senere årene kan vi se at XXL har en høyere netto driftsrentabilitet sammenlignet med bransjesnittet, hvilket er positivt for den syntetiske ratingen til selskapet.

Bransjen	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Gjennomsnitt
Likviditetsgrad	1,209	1,265	1,831	1,682	1,307	1,295	1,432
Rating	BB+	BB+	BBB+	BBB	BB+	BB+	BBB-
Rentedekningsgrad	4,859	5,486	10,641	12,044	8,034	6,645	7,951
Rating	AA	AA	AAA-	AAA	AA+	AA+	AA+
Egenkapitalandel	0,602	0,629	0,796	0,824	0,774	0,690	0,719
Rating	A	A	AA	AA	AA-	A+	AA-
Netto driftsrentabilitet	0,123	0,152	0,159	0,127	0,047	0,036	0,107
Rating	A	A	A	A-	BB-	B	BBB+
<b>Sum</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>AA</b>	<b>A</b>	<b>BBB</b>	<b>A</b>

Tabell 6.5 – Bransjens syntetiske rating over analyseperioden

### 6.3.1 Helhetsvurdering av den syntetiske ratingen

Den aktuelle ratingmodellen er tilbakeskuende, og derfor vil ikke ratingen nødvendigvis representere den fremtidige kredittsituasjonen til XXL eller sportsbransjen. Den syntetiske ratingen vil likevel fungere som en indikator på XXLs kredittverdighet for fremtidsanalysen.

Modellen baserer seg som nevnt på fire nøkkeltall, to for soliditet og to for likviditet. Dersom ett eller flere av nøkkeltallene inneholder store feilkilder kan dette gi feil indikasjon på selskapets eller bransjens kredittverdighet. Vi mener det kan være skjulte risikofaktorer tilknyttet XXL, spesielt ettersom store verdier er bundet opp i goodwill som ikke er realiserbar. Videre i utredningen kommer vi derfor til å overstyre den beregnede syntetiske ratingen og benytte følgende syntetisk rating.

Syntetisk rating	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Gjennomsnitt
Syntetisk rating	B	B	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 6.6 – Justert syntetisk rating over analyseperiode

## 7 Historisk avkastningskrav

I dette kapittelet vil vi beregne det historiske avkastningskravet, som benyttes i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8. Avkastningskravet reflekterer den avkastningen som kreves av investorene ved en tilsvarende investering med samme risiko. Avkastningen skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko (Kaldestad & Møller, 2016). Avkastningskravet blir brukt på to måter: målestokk for rentabilitet og diskonteringsrente for verdi (Petersen, et al., 2017).

I det følgende vil vi presentere avkastningskrav for XXL over analyseperioden. Disse knytter seg i hovedsak til egenkapital, netto finansiell gjeld og netto driftskapital. XXL har ingen minoritetsinteresser og vi inkluderer derfor ikke denne faktoren i beregningene eller i den videre analysen.

### 7.1 Avkastningskravteori

#### Faktormodellen

Det er kun de systematiske risikofaktorene som er relevante, og følgelig er det bare systematisk risiko som kan gi avkastning i likevekt (Damodaran, 2012). Dette gjør at den alternative avkastningen kan uttrykkes som

$$k = r_f + \beta * (r_F - r_f)$$

Denne modellen blir generelt kalt faktormodellen, og uttrykker hva en investor minst må kreve ved en investering. I modellen er  $r_f$  risikofri rente,  $\beta$  er sensitiviteten til avkastningen overfor risikofaktoren og  $(r_F - r_f)$  er faktorrisikopremien, altså premien til en investering med sensitivitet lik 1 (Kaldestad & Møller, 2016).

#### Kapitalverdimodellen – CAPM

Det finnes et spesialtilfelle av faktormodellen som kan benyttes under forutsetning om at kapitalmarkedet er perfekt. Investorene vil i denne modellen kun få betalt for den systematiske markedsrisikoen ved at investorene diversifiserer bort den usystematiske risikoen. Modellen kalles for kapitalverdimodellen (CAPM), og inneholder risikofri rente, tillagt en premie for systematisk risiko (Kaldestad & Møller, 2016)

$$ekk = r_f + \beta_{EK} * (r_M - r_f)$$

$r_f$  representerer risikofri rente og  $(r_M - r_f)$  er markedsrisikopremien.  $\beta_{EK}$  er et relativt mål på den systematiske risikoen ved å investere i egenkapitalen til selskapet. Egenkapitalbetaen defineres som samvariasjonen mellom avkastningen til selskapet ( $r$ ) og markedsindeksen ( $r_m$ ) multiplisert med den relative risikoen. Den relative risikoen er altså et mål på volatiliteten til selskapet sammenlignet med aksjemarkedet. Dette vil innebære  $\beta=1$  for børsindeksen, og  $\beta=0$  for risikofri avkastning (Petersen, et al., 2017).

## 7.2 Krav til egenkapital

For den videre analysen er det hensiktsmessig å se på CAPM etter skatt, tillagt en eventuell illikviditetspremie ( $ilp$ ). Dette skyldes at egenkapitalrentabiliteten ( $ekr$ ) er et nøkkeltall etter skatt, og således må sammenligningsgrunnlaget, egenkapitalkravet ( $ekk$ ), være etter skatt (Petersen, et al., 2017).  $ilp$  vil bli tillagt dersom det er risiko for at investor kan bli innelåst med en illikvid aksje. Kaldestad og Møller (2016) hevder at det i praksis sjelden trekkes skatt fra den risikofrie renten, men i denne analysen velger vi å gjøre det fordi kontantstrømmene vi benytter i den videre analysen er etter skatt. Den justerte CAPM blir dermed:

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

### 7.2.1 Risikofri rente

Risikofri rente er en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller investering som ikke har verken konkurs- eller misligholdsrisiko. Kaldestad og Møller (2016) presiserer at det nærmeste en kommer en slik avkastning er statsobligasjoner og pengemarkedsrenten mellom bankene (NIBOR). En viktig problemstilling er hvilken rente en skal ta utgangspunkt i; en kort eller lang rente.

I den videre analysen kan en ikke benytte NIBOR direkte ettersom det foreligger en risikopremie for at bankene kan gå konkurs. Risikopremien må derfor trekkes ut slik at vi ender opp med en risikofri rente før skatt. Vi velger å benytte en 3 måneders NIBOR fordi renten på kort sikt verken er påvirket av likviditetspremie eller en risikopremie knyttet til inflasjonsrisiko. Ulempen med en kort rente er at denne svinger mye mer enn en lang rente og dette kan medføre at avkastningskravet blir mer ustabilit (Kaldestad & Møller, 2016). Vi mener likevel at en kort rente vil gi et mest presist estimat fordi vi har en relativt kort analyseperiode. Tabell 7.1 viser beregningen av den risikofrie renten som vil benyttes videre i analysen.



Risikofri rente	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
NIBOR 3 mnd	0,021	0,018	0,017	0,014	0,013	0,009	0,015
- Kredittrisikopremie bank (AA)	0,006	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
<b>= Risikofri rente før skatt</b>	<b>0,015</b>	<b>0,012</b>	<b>0,012</b>	<b>0,009</b>	<b>0,008</b>	<b>0,004</b>	<b>0,010</b>
- Skatt	0,004	0,003	0,003	0,002	0,002	0,001	0,003
<b>= Risikofri rente etter skatt</b>	<b>0,011</b>	<b>0,009</b>	<b>0,009</b>	<b>0,007</b>	<b>0,006</b>	<b>0,003</b>	<b>0,007</b>

Tabell 7.1 - Risikofri rente i perioden 2012 - 2017T (Oslo Børs, 2017a)

Et annet alternativ ved beregning av den risikofrie renten er å ta utgangspunkt i statsobligasjoner. Som med banker er det en sannsynlighet for at en stat kan gå konkurs, men det vil være store variasjoner fra stat til stat (Damodaran, 2012). Eksempelvis vil det være svært liten sannsynlighet for at den norske stat vil misligholde gjelden sin. I praksis synes mange å legge statsobligasjoner til grunn for beregning av risikofri rente, og fordelen med dette er en jevnere rente og dermed et mer stabilt avkastningskrav. På den annen side kan statsobligasjoner være innbakt både en likviditetspremie og en premie for inflasjonsrisiko. Dermed vil statsobligasjonene strengt tatt ikke være risikofrie (Kaldestad & Møller, 2016).

## 7.2.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen investorer forventer å få sammenlignet med den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2016). Dette vil altså være differansen mellom markedets forventede avkastning og den risikofrie renten. For å estimere risikopremien for hvert enkelt år i analyseperioden kan en bruke historiske risikopremier. Dette er også den mest brukte metoden i praksis (Kaldestad & Møller, 2016). Vi benytter oss av både kort- og langsiktige historiske data, og vektet disse. For 2017T har vi forutsatt at markedsrisikopremien er lik som i 2016. PwC (2016) fant i sin undersøkelse at den gjennomsnittlige markedsrisikopremie var 4,9% i 2016, hvilket er sammenfallende med vårt estimat. Tabell 7.2 viser den beregnede markedsrisikoen i analyseperioden etter skatt.

Markedets risikopremie	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Korsiktig perspektiv	0,039	0,041	0,040	0,041	0,041	0,041	0,041
* Vekt	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250
+ Langsiktig perspektiv	0,051	0,051	0,051	0,052	0,052	0,052	0,052
* Vekt	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750
<b>= Løpende markedsrisikopremie</b>	<b>0,048</b>	<b>0,049</b>	<b>0,048</b>	<b>0,049</b>	<b>0,049</b>	<b>0,049</b>	<b>0,049</b>

Tabell 7.2 - Markedsrisikopremie for 2012 - 2017T

### 7.2.3 Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden

Egenkapitalbeta er et mål på aksjens risiko relativt til aksjemarkedet. Videre sier egenkapitalbetaen noe om hvor eksponert aksjen er for den generelle markedsrisikoen (Kaldestad & Møller, 2016). Dersom  $\beta=1$  innebærer dette at en aksje svinger i takt med aksjemarkedet. Egenkapitalbetaen kan estimeres basert på historiske kursdata og ved å sammenligne XXL med markedet. Et sentralt problem i dette tilfellet er den skjeve vektingen mot oljerelatert industri på Oslo Børs. Vi velger likevel å estimere egenkapitalbetaen basert på historiske kursdata og sammenligne med betaen som er estimert av andre analytikere.

XXL ble børsnotert 3. oktober 2014, hvilket betyr at det ikke finnes kursdata lenger tilbake i tid enn dette tidspunktet. På grunn av den korte analyseperioden baserer vi vårt estimat på daglige kursdata for å få et mest mulig presist estimat. Estimaten blir beregnet med en regresjon mellom avkastningen til hovedindeksen på Oslo Børs, OSEBX, og aksjeavkastningen til XXL. Historiske kursdata er hentet fra Oslo Børs (2017b).

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,309721537
R-kvadrat	0,09592743
Justert R-kvadrat	0,094712279
Standardfeil	0,016091271
Observasjoner	746

Variansanalyse					
	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,020440576	0,020440576	78,94278695	4,75705E-18
Residualer	744	0,19264317	0,000258929		
Totalt	745	0,213083747			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%		
Skjæringspunkt	0,0000	0,0006	0,0793	0,9368	-	0,0011	0,0012	-	0,0011	0,0012
Avkastning OSEBX	0,4705	0,0530	8,8850	0,0000	0,3666	0,5745	0,3666	0,5745		

Tabell 7.3 – Utskrift fra regresjonsanalyse

Av tabell 7.3 ser vi at egenkapitalbetaen til XXL er 0,4705, hvilket innebærer at XXL har vært mindre volatil enn Oslo Børs over analyseperioden. Betaverdien indikerer at 1% økning i hovedindeksen på Oslo Børs medfører at verdien på XXL øker med 0,471%. Som tidligere nevnt kan dette skyldes den skjeve vektingen mot oljesektoren på Oslo Børs. Dagens Næringsliv (2017a) har egne estimater på betaverdier, og per 15. oktober 2017 er estimatet på XXLs egenkapitalbeta lik 0,650. Teorien sier videre at betaverdiene på lang sikt vil gå mot én (Damodaran, 2012). Denne antagelsen tar vi høyde for ved å normalisere egenkapitalbetaen ( $\beta^*$ ). Den justerte egenkapitalbetaen er sammenfallende med DNs estimat.

		Beta	
$\beta^* = \beta_{EK} * \frac{2}{3} + 1 * \frac{1}{3}$	Ujustert $\beta$		0,471
	Justert $\beta$		0,647

Tabell 7.4 – Justert  $\beta$ -estimat

Ettersom våre komparative selskaper ikke er notert på Oslo Børs kan vi ikke sammenligne med deres betaer. Vi benytter derimot Damodarans (2017) estimat på bransjebeta. For 2016 (oppdatert 05.01.2017) var bransjebetaen til sportsmarkedet 0,92. Dette er snitt av europeiske selskaper som opererer i kategorien ”Retail (Special Lines)”. Avviket kan skyldes forskjeller i blant annet marked, geografi og finansieringsstruktur.

### 7.2.4 Illikviditetspremie

Illikviditetspremien er et påslag som tillegges egenkapitalkravet, og avhenger av tre faktorer: 1) grad av markedssvikt, 2) grad av innlåsing av aksjen og 3) den selskapsspesifikke risikoen knyttet til den aktuelle virksomheten (Kaldestad & Møller, 2016). Det er altså en kompensasjon for kostnaden forbundet med å eie en aksje. Kaldestad og Møller fastslår videre at ettersom det ikke finnes noen enkel teori bak en slik fastsettelse, benyttes beste grad av skjønn.

XXL ASA er børsnotert på Oslo Børs, og aksjene vil derfor i utgangspunktet være lett omsettelige. XXL har relativt høy eierspredning, der Dolphin Management AS er den desidert største aksjonæren med 24,2% eierskap (XXL, 2017a). De 10 største aksjonærene kontrollerer kun 45% av aksjene, hvilket innebærer mange små aksjonærer. Disse aksjonærene har dermed begrenset innflytelse over selskapet. Dette kan tilsi at eierpostene i XXL har en høy turnover og vil være mer likvide enn selskaper med konsentrert eierskap. XXL er ikke blant de selskapene det omsettes flest aksjer av på Oslo Børs, men omsetningen er likevel relativt høy. Vi velger derfor å tillegge en illikviditetspremie på 0,5%.

### 7.2.5 Årlig egenkapitalbeta

I delkapittel 7.2.3 presenterte vi en egenkapitalbeta på 0,647. Denne egenkapitalbetaen utgjør kun et gjennomsnitt for analyseperioden. Videre ønsker vi å finne den årlige egenkapitalbetaen, som beregnes ved å estimere netto driftsbeta og benytte Miller & Modiglianis første teorem (*MMI*). *MMI* fastslår at verdien på et selskap vil være uavhengig av kapitalstruktur, forutsatt at selskapet ikke har krisekostnader. Basert på dette vil også netto driftsbeta ( $\beta_{NDK}$ ) være konstant over analyseperioden og i fremtiden (Brealey, Myers, & Marcus, 2012). Netto driftsbeta fastsettes gjennom vekting, som vist i følgende formel:

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

Med dette kan en residualt estimere den årlige egenkapitalbetaen ( $\beta_{EK}$ ), da vi allerede har estimert netto finansiell gjeldsbeta ( $\beta_{NFG}$ ) som blir presentert i delkapittel 7.3.3. Netto driftsbeta ( $\beta_{NDK}$ ) beregnes ved vekting av de gjennomsnittlige betaverdiene (Damodaran, 2012). Tallene og estimatene av de årlige egenkapitalbetaene er illustrert i tabellen under.

Netto driftsbeta		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Egenkapitalbeta	$\beta_{EK}$	1,380	1,255	0,525	0,531	0,509	0,512	0,647
* Egenkapitalvekt	$EK/NDK$	0,220	0,242	0,614	0,608	0,634	0,631	0,491
+ Netto finansiell gjeldsbeta	$\beta_{NFG}$	0,030	0,030	0,010	0,009	0,009	0,009	0,016
* Netto finansiell gjeldsvekt	$NFG/NDK$	0,780	0,758	0,386	0,392	0,366	0,369	0,509
= Netto driftsbeta	$\beta_{NDK}$	0,326	0,326	0,326	0,326	0,326	0,326	0,326

Tabell 7.5 – Beregning av netto driftsbeta i perioden 2012 – 2017T

## 7.2.6 Egenkapitalkrav

MMI slår fast at virksomhetens verdi er uavhengig av kapitalstruktur. Følgelig vil kapitalkostnadene til de ulike kapitalene, og dermed kapitalkravet variere avhengig av hvordan virksomheten er finansiert. Dette følger av Miller & Modiglianis andre teorem (*MMII*). *MMII* innebærer at en høyere finansiell gearing vil medføre høyere finansiell risiko og dermed høyere egenkapitalbeta og –krav (Brealey, et al., 2012). I henhold til *MMII* vil dermed et selskap som kun er finansiert gjennom egenkapital ha et lavere egenkapitalkrav enn et selskap som har en høy gjeldsgrad. Den direkte sammenhengen mellom betaen og kravet til egenkapitalen er presentert i formelen under.

$$ekk = r_f + \beta_{EK} * mrp + ilp$$

Egenkapitalkrav		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Risikofri rente etter skatt	$r_f$	0,011	0,009	0,009	0,007	0,006	0,003	0,007
+ Justert EK-beta	$\beta_{EK}$	1,380	1,255	0,525	0,531	0,509	0,512	0,785
* Markedsrisikopremie	$mrp$	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,049	0,049
+ Illikviditetspremie	$ilp$	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Egenkapitalkrav	$ekk$	0,077	0,070	0,034	0,033	0,031	0,028	0,045

Tabell 7.6 - Egenkapitalkrav til XXL i perioden 2012 - 2017T

Egenkapitalkravet er fallende over analyseperioden. Dette skyldes i hovedsak lav rente, mindre eksponering for markedsrisiko og høyere egenkapitalandel.

## 7.3 Finansielle krav

En investor vil ha både gevinst- og tapsrisiko, mens en långiver kun har tapsrisiko (Petersen, et al., 2017). Dette gjør at långiver vil kreve et risikopåslag utover den risikofrie renten. Påslaget vil ha en tilknytning til konkurserisikoen i virksomheten, da dette vil reflektere långiverens tapsrisiko. Størrelsen på risikopåslaget vil følgelig variere med virksomhetens kredittrisiko. I det følgende vil vi beregne de finansielle kravene med påfølgende betaer til XXL for finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld.

### 7.3.1 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet ( $fgk$ ) er summen av risikofri rente og XXLs kredittrisiko-premie. Sammenhengen er presentert i formelen under. I det følgende må vi dermed fastslå kredittrisiko-premien ( $krp$ ).

$$fgk = r_f + krp$$

Vi velger å benytte den langsiktige kredittrisiko-premien til XXL. Dette finner vi ved å benytte tabell 7.6, som tar utgangspunkt i XXLs syntetiske rating som vi fant i delkapittel 6.3. Årsaken til at vi ønsker å benytte den lange kredittrisiko-premien er at den finansielle gjelden i stor grad består av langsiktig gjeld. Etersom langsiktig risiko er høyere enn kortsiktig risiko, tillegges et påslag utover den kortsiktige kredittrisiko-premien.

Rating	Kort KRP etter skatt	Lang tillegg etter skatt	Lang KRP etter skatt
AAA	0,002	0,004	0,006
AA	0,004	0,004	0,008
A	0,006	0,004	0,010
BBB	0,010	0,004	0,014
BB	0,027	0,004	0,031
B	0,040	0,004	0,044
CCC	0,079	0,004	0,083
CC	0,145	0,004	0,149
C	0,210	0,004	0,214
D	0,276	0,004	0,280

Tabell 7.7 - Kredittrisiko-premie basert på syntetisk rating (Knivsfå, 2017e)

Ved å benytte tabellen kan en til slutt estimere det finansielle gjeldskravet ( $fgk$ ), og dette er presentert i tabell 7.8. Det gjennomsnittlige finansielle gjeldskravet etter skatt er på 3,1% over analyseperioden, mens det estimerte kravet er 1,7% i 2017T. Estimater indikerer at XXL kan

låne penger til 1,7% i markedet, hvilket synes noe lavt. I kapittel 8 vil vi derfor foreta en vurdering om dette er et reelt estimat, og gjøre eventuelle justeringer.

Krav til finansiell gjeld		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Syntetisk rating		B	B	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	$r_f$	0,011	0,009	0,009	0,007	0,006	0,003	0,007
+ Kredittrisikopremie	$krp$	0,044	0,044	0,014	0,014	0,014	0,014	0,024
<b>= Finansielt gjeldskrav etter skatt</b>	<b><math>fgk</math></b>	<b>0,055</b>	<b>0,053</b>	<b>0,023</b>	<b>0,021</b>	<b>0,020</b>	<b>0,017</b>	<b>0,031</b>

Tabell 7.8 - Finansielt gjeldskrav til XXL i perioden 2012 - 2017T

Vi kan videre implisitt beregne XXLs finansielle gjeldsbeta basert på formelen under, og den videre beregningen er presentert i tabell 7.9. Markedsrisikodelen til den finansielle gjelden er beregnet basert på forklaringsgraden i regresjonsanalysen justert med 1/3 (Knivsflå, 2017e).

$$\beta_{FG} = \frac{krp * mrd_{FG}}{mrp}$$

Finansiell gjeldsbeta		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Syntetisk rating		B	B	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Lang kredittrisikopremie	$krp$	0,044	0,044	0,014	0,014	0,014	0,014	0,024
/ Markedsrisikopremien	$mrp$	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,049	0,049
<b>= Finansiell gjeldsbeta når <math>mrd = 1</math></b>	<b><math>krp/mrp</math></b>	<b>0,917</b>	<b>0,907</b>	<b>0,290</b>	<b>0,284</b>	<b>0,284</b>	<b>0,284</b>	<b>0,494</b>
Markedsrisikodel EK	$mrd_{EK}$	0,096	0,096	0,096	0,096	0,096	0,096	0,096
* Justeringsfaktor til gjeld	$faktor$	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
<b>= Markedsrisikodel FG</b>	<b><math>mrd_{FG}</math></b>	<b>0,032</b>	<b>0,032</b>	<b>0,032</b>	<b>0,032</b>	<b>0,032</b>	<b>0,032</b>	<b>0,032</b>
<b>= Finansiell gjeldsbeta</b>	<b><math>\beta_{FG}</math></b>	<b>0,029</b>	<b>0,029</b>	<b>0,009</b>	<b>0,009</b>	<b>0,009</b>	<b>0,009</b>	<b>0,016</b>

Tabell 7.9 - Finansiell gjeldsbeta til XXL i perioden 2012 - 2017T

### 7.3.2 Finansielt eiendelskrav

Neste steg er å finne kravet til finansielle eiendeler ved hjelp av formelen under. Kravet beregnes ved å vekte til henholdsvis fordringer, investeringer og kontanter.

$$fek = kk * \frac{KON}{FE} + fk * \frac{FOR}{FE} + ik * \frac{INV}{FE}$$

der

$$kk = r_f * (1 - s)$$

$KON$  = kontanter og kontantekvivalenter

$$fk = r_f * (1 - s) + krp_{FOR}$$

$FOR$  = finansielle fordringer

$$ik = r_f * (1 - s) + \beta_{INV} * mrp + ilp_{INV}$$

$INV$  = finansielle investeringer

Kontantkravet settes til risikofri rente etter skatt. Fordringskravet settes til risikofri rente etter skatt tillagt en kredittrisikopremie for fordringene. Det forutsettes da at fordringene har kredittrating BBB, og gjennomsnittlig kort kredittrisiko. Investeringskravet er risikofri rente etter skatt tillagt markedsrisikopremien. Det forutsettes at betaen til investeringer er lik én og at illikviditetspremien er lik null. Beregningene og vektningene er presentert i tabell 7.10.

Krav til finansielle eiendeler		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Kontantkrav	<i>kk</i>	0,011	0,009	0,009	0,007	0,006	0,003	0,007
* Kontantvekt	<i>KON/FE</i>	0,919	0,977	1,000	1,000	0,983	0,993	0,979
+ Fordringskrav	<i>fk</i>	0,021	0,019	0,019	0,017	0,016	0,013	0,017
* Fordringsvekt	<i>FOR/FE</i>	0,081	0,023	-	-	-	-	0,017
+ Investeringskrav	<i>ik</i>	0,059	0,057	0,057	0,056	0,055	0,052	0,056
* Investeringsvekt	<i>INV/FE</i>	-	-	-	-	0,017	0,007	0,004
<b>= Finansielt eiendelskrav</b>	<b><i>fek</i></b>	<b>0,012</b>	<b>0,009</b>	<b>0,009</b>	<b>0,007</b>	<b>0,007</b>	<b>0,003</b>	<b>0,008</b>

Tabell 7.10 - Finansielt eiendelskrav til XXL i perioden 2012 - 2017T

Videre kan vi da estimere den finansielle eiendelsbetaen ved hjelp av formelen under. Vi beholder forutsetningen om at  $\beta_{INV} = 1$  og at fordringene har kredittrating BBB. Vi vurderer at kontanter er tilnærmet risikofrie slik at  $\beta_{KON} = 0$ . Vi trenger dermed kun fordringsbetaen for å kunne beregne den finansielle eiendelsbetaen. Utregningene er presentert i tabell 7.11.

$$\beta_{FE} = \beta_{FOR} * \frac{FOR}{FE} + \beta_{INV} * \frac{INV}{FE} + \beta_{KON} * \frac{KON}{FE}$$

$$\beta_{FOR} = \frac{krp * mrd}{mrp}$$

Finansiell eiendelsbeta		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Syntetisk rating		BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Lang kredittrisikopremie	<i>krp-lang</i>	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
- Langtillegget	<i>lang</i>	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
<b>= Kort kredittrisikopremie</b>	<b><i>krp-kort</i></b>	<b>0,010</b>	<b>0,010</b>	<b>0,010</b>	<b>0,010</b>	<b>0,010</b>	<b>0,010</b>	<b>0,011</b>
/ Markedsrisikopremien	<i>mrp</i>	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,049	0,049
<b>= Fordringsbeta når mrd = 1</b>	<b><i>krp/mrp</i></b>	<b>0,208</b>	<b>0,206</b>	<b>0,207</b>	<b>0,203</b>	<b>0,203</b>	<b>0,203</b>	<b>0,205</b>
* Markedsrisikokodel	<i>mrd</i>	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032
<b>= Fordringsbeta</b>	<b><i>\beta_{FOR}</i></b>	<b>0,007</b>	<b>0,007</b>	<b>0,007</b>	<b>0,006</b>	<b>0,006</b>	<b>0,006</b>	<b>0,007</b>
<b>Kontantbeta</b>	<b><i>\beta_{KON}</i></b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
* Kontantvekt	<i>KON/FE</i>	0,919	0,977	1,000	1,000	0,983	0,993	0,979
<b>+ Fordringsbeta</b>	<b><i>\beta_{FOR}</i></b>	<b>0,007</b>	<b>0,007</b>	<b>0,007</b>	<b>0,004</b>	<b>0,004</b>	<b>0,004</b>	<b>0,007</b>
* Fordringsvekt	<i>FOR/FE</i>	0,081	0,023	-	-	-	-	0,017
<b>+ Investeringsbeta</b>	<b><i>\beta_{INV}</i></b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>
* Investeringsvekt	<i>INV/FE</i>	-	-	-	-	0,017	0,007	0,004
<b>= Finansiell eiendelsbeta</b>	<b><i>\beta_{FE}</i></b>	<b>0,001</b>	<b>0,000</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0,017</b>	<b>0,007</b>	<b>0,004</b>

Tabell 7.11 - Finansiell eiendelsbeta til XXL i perioden 2012 – 2017T

### 7.3.3 Netto finansielt gjeldskrav

Kravet til netto finansiell gjeld er estimert basert på formelen under og presentert i tabell 7.12.

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

Krav til netto finansiell gjeld		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Finansielt gjeldskrav etter skatt	$fgk$	0,055	0,053	0,023	0,021	0,020	0,017	0,031
* Finansiell gjeld/netto finansiell gjeld	$FG/NFG$	1,017	1,047	1,110	1,040	1,056	1,146	1,069
- Finansielt eiendelskrav	$fek$	0,012	0,009	0,009	0,007	0,007	0,003	0,008
* Finansielle eiendeler/netto finansiell gjeld	$FE/NFG$	0,017	0,047	0,110	0,040	0,056	0,146	0,069
<b>= Netto finansielt gjeldskrav</b>	<b><math>nfgk</math></b>	<b>0,056</b>	<b>0,055</b>	<b>0,024</b>	<b>0,021</b>	<b>0,021</b>	<b>0,019</b>	<b>0,033</b>

Tabell 7.12 - Netto finansielt gjeldskrav til XXL i perioden 2012 - 2017T

Netto finansiell gjeldsbeta er beregnet ut fra formelen under og presentert i tabell 7.13.

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

Netto finansiell gjeldsbeta		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	$\beta_{FG}$	0,029	0,029	0,009	0,009	0,009	0,009	0,016
* Finansiell gjeldsvekt	$FG/NFG$	1,017	1,047	1,110	1,040	1,056	1,146	1,069
- Finansiell eiendelsbeta	$\beta_{FE}$	0,001	0,000	-	-	0,017	0,007	0,004
* Finansiell eiendelsvekt	$FE/NFG$	0,017	0,047	0,110	0,040	0,056	0,146	0,069
<b>= Netto finansiell gjeldsbeta</b>	<b><math>\beta_{NFG}</math></b>	<b>0,030</b>	<b>0,030</b>	<b>0,010</b>	<b>0,009</b>	<b>0,009</b>	<b>0,009</b>	<b>0,016</b>

Tabell 7.13 – Netto finansiell gjeldsbeta i perioden 2012 – 2017T

### 7.4 Netto driftskrav

Netto driftskrav beregnes ved å vekte avkastningskravene til netto driftskapital (WACC). Dette kravet omtales ofte som total kapitalavkastningskravet. WACC er selskapets vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnad (Kaldestad & Møller, 2016). Ved å vekte de ulike finansieringskildene basert på deres verdi og forventede avkastning, kan vi beregne selskapets total kapitalavkastningskrav.

Kravet beregnes altså ved å vekte kravet til egenkapital og netto finansiell gjeld. Utregningene er basert på formelen under, og beregningene er presentert i tabell 7.14.

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



Netto driftskrav		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,077	0,070	0,034	0,033	0,031	0,028	0,045
* Egenkapitalvekt	<i>EK/NDK</i>	0,220	0,242	0,614	0,608	0,634	0,631	0,491
+ Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,056	0,055	0,024	0,021	0,021	0,019	0,033
* Netto finansiell gjeldsvekt	<i>NFG/NDK</i>	0,780	0,758	0,386	0,392	0,366	0,369	0,509
= Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,060	0,058	0,030	0,028	0,027	0,025	0,038

Tabell 7.14 - Netto driftskrav til XXL i perioden 2012 - 2017T

## 7.5 Oppsummering – avkastningskrav

XXL		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Egenkapitalkrav	<i>ekk<sub>XXL</sub></i>	0,077	0,070	0,034	0,033	0,031	0,028	0,045
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk<sub>XXL</sub></i>	0,056	0,055	0,024	0,021	0,021	0,019	0,033
Netto driftskrav	<i>ndk<sub>XXL</sub></i>	0,060	0,058	0,030	0,028	0,027	0,025	0,038
Bransje								
Egenkapitalkrav	<i>ekk<sub>B</sub></i>	0,061	0,055	0,055	0,054	0,054	0,055	0,056
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk<sub>B</sub></i>	0,023	0,013	- 0,030	- 0,037	0,018	0,011	- 0,000
Netto driftskrav	<i>ndk<sub>B</sub></i>	0,049	0,045	0,046	0,045	0,046	0,046	0,046

Tabell 7.15 – Oversikt over avkastningskravene til XXL og sportsbransjen i perioden 2012 – 2017T

Av tabell 7.15 kan vi se at XXL har et høyere egenkapitalkrav enn bransjen i starten av analyseperioden. Som følge av en forbedring i kredittrisiko reduseres egenkapitalkravet over analyseperioden. Resultatet av dette er at også netto driftskrav reduseres som følge av det vektete avkastningskravet. Videre reduseres også kravet til netto finansiell gjeld fordi det finansielle gjeldskravet reduseres når selskapets kredittrisiko bedres.

I kapittel 8 benyttes kapitalkravene som målestokk for å analysere XXLs rentabilitet og lønnsomhet.

## 8 Analyse av lønnsomhet

Rentabilitet er et nøkkeltall for den prosentvise avkastningen på investert kapital. Ved å måle rentabiliteten vil en kunne analysere en virksomhets lønnsomhet over en periode og sammenligne med andre selskaper (Damodaran, 2012). Videre vil dette være et sammenligningsgrunnlag for avkastningskravet, og således kan en vurdere om selskapets drift er lønnsom. Dersom egenkapitalrentabiliteten (*ekr*) er større enn egenkapitalkravet vil selskapet oppnå en superrentabilitet, hvilket indikerer en strategisk fordel for selskapet (Petersen, et al., 2017). Rentabilitet er generelt gitt ved:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultat til kapitalen}}{\text{Kapitalen}}$$

I denne analysen velger vi å benytte normaliserte regnskapstall og etterskuddsrentabilitet. Kapitalen justeres da for den opptjente kapitalen i perioden, og denne etterskuddsrentabiliteten må videre sammenlignes med et etterskuddskrav. Etterskuddsrentabilitet er gitt ved:

$$\text{Etterskuddsrentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat}}{IB + \frac{\Delta\text{Kapital} - \text{Normalisert nettoresultat}}{2}}$$

Dette kapitlet vil ta for seg XXLs rentabilitet, og sammenligne med sportsbransjen. Forholdstallene vi benytter i den følgende analysen vil dekomponeres i henholdsvis drift og finansering for å få avdekke hvor selskapets eventuelle strategiske stammer fra.

Som følge av manglende regnskapsinformasjon bransjetallene for 2017T beregnet med utgangspunkt i samme vekst som XXL. En annen forutsetning for den påfølgende analysen er at de ulike kapitalkravene for bransjen i 2017T er satt tilnærmet lik 2016. Avvikene skyldes justering av risikofri rente og skattesats.

### 8.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet er et nøkkeltall for avkastningen på selskapets egenkapital. Sammenligningsgrunnlaget til dette nøkkeltallet er XXLs og sportsbransjens krav til avkastning på egenkapital.

$$ekr = \frac{NRE}{EK_{IB} + \frac{(\Delta EK - NRE)}{2}}$$

Utviklingen i XXLs egenkapitalrentabilitet er presentert i tabell 8.1. XXL har hatt en positiv egenkapitalrentabilitet over hele analyseperioden. I 2017T er egenkapitalrentabiliteten lavere enn gjennomsnittet over analyseperioden. Dette kan tilskrives et unormalt svakt resultat i første halvår av 2017 som *trailingen* tar utgangspunkt i.

Egenkapitalrentabilitet		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Nettoresultat til egenkapital	<i>NRE</i>	67	122	247	435	487	337	282
/ Justert egenkapital	<i>EK*</i>	985	1 050	2 071	3 074	3 243	3 364	2 298
= Egenkapitalrentabilitet	<i>ekr</i>	<b>0,068</b>	<b>0,116</b>	<b>0,119</b>	<b>0,141</b>	<b>0,150</b>	<b>0,100</b>	<b>0,116</b>

Tabell 8.1 – Egenkapitalrentabilitet til XXL i perioden 2012 – 2017T

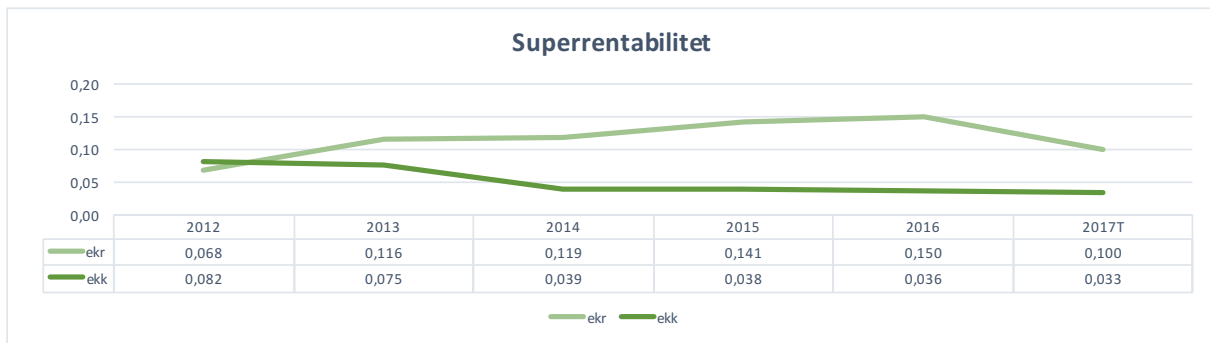
### 8.1.1 Superrentabilitet

Videre i analysen vil det være fordelaktig å sammenligne egenkapitalrentabiliteten med en relevant målestokk. Egenkapitalrentabiliteten er et lite formålstjenlig nøkkeltall dersom en ikke har et sammenligningsgrunnlag, og vi vil derfor benytte egenkapitalkravet som målestokk. Dette gjør at vi kan beregne XXLs superrentabilitet over analyseperioden. Egenkapitalkravet vi beregnet i delkapittel 7.2.6 er imidlertid justert for en overstyring av det finansielle gjeldskravet. Overstyringen av det finansielle gjeldskrav vil vi utdype nærmere i delkapittel 8.7.1.

Tabell 8.2 og figur 8.1 presenterer superrentabiliteten over analyseperioden. XXL har hatt en positiv superrentabilitet over analyseperioden, med unntak av 2012. Superrentabiliteten indikerer at selskapet har vært lønnsomt for eierne i denne perioden. Egenkapitalkravet har blitt lavere de siste årene, hvilket samsvarer med et lavere rentenivå og en lavere kredittrisiko tilknyttet virksomheten. Tabellen viser at egenkapitalrentabiliteten var relativt lav i 2012. Egenkapitalkravet var i tillegg høyt på grunn av en lav egenkapitalandel, og den totale effekten i 2012 var derfor en negativ superrentabilitet.

Superrentabilitet		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Egenkapitalrentabilitet	<i>ekr</i>	0,068	0,116	0,119	0,141	0,150	0,100	0,116
- Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,082	0,075	0,039	0,038	0,036	0,033	0,050
= Superrentabilitet	$\pi$	- <b>0,014</b>	<b>0,042</b>	<b>0,080</b>	<b>0,104</b>	<b>0,114</b>	<b>0,067</b>	<b>0,065</b>

Tabell 8.2 – Superrentabilitet til XXL i perioden 2012 – 2017T



Figur 8.1 – Superrentabilitet til XXL i perioden 2012 – 2017T

Superrentabiliteten kan videre dekomponeres i tre deler. Dette gjøres for å analysere de underliggende årsakene til XXLs strategiske fordel. På denne måten kan vi fastslå om superrentabiliteten skriver seg fra interne eller eksterne forhold. Dekomponeringen gjøres basert på følgende formel (Knivsflå, 2017f):

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

### 8.1.2 Ekstern bransjefordel

Den eksterne bransjefordelen avgjør i hvilken grad sportsbransjen oppnår superrentabilitet som følge av rentabilitet høyere egenkapitalkravet. Superrentabiliteten i bransjen beregnes på tilsvarende måte som for XXL, og fordelene vil være felles for selskapene i sportsbransjen. Tabell 8.3 presenterer bransjens superrentabilitet.

Superrentabilitet i bransjen		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Egenkapitalrentabilitet i bransjen	$ekr_b$	0,224	0,231	0,225	0,145	0,039	0,026	0,148
- Egenkapitalkrav i bransjen	$ekkk_b$	0,061	0,055	0,055	0,054	0,054	0,055	0,056
<b>= Superrentabilitet i bransjen</b>	<b><math>\pi_b</math></b>	<b>0,163</b>	<b>0,175</b>	<b>0,170</b>	<b>0,090</b>	<b>0,015</b>	<b>0,028</b>	<b>0,093</b>

Tabell 8.3 – Superrentabilitet i sportsbransjen i perioden 2012 – 2017T

Sportsbransjen har i likhet med XXL hatt en positiv superrentabilitet over analyseperioden. Superrentabiliteten har en negativ utvikling over analyseperioden, og mot slutten av perioden har sportsbransjen en negativ superrentabilitet. Som vi avdekket i den strategiske analysen i kapittel 4 kan dette skyldes sterkere konkurranseforhold.

### 8.1.3 Intern ressursfordel

Den interne ressursfordelen er sammensatt av de to siste leddene i formelen ovenfor. Ressursfordelen avhenger følgelig av om XXL har en superrentabilitet relativt til bransjen, og om selskapet har en egenkapitalkravfordel sammenlignet med bransjen. Den totale interne

ressursfordelen gir dermed uttrykk for om XXL har en høyere avkastning per investert egenkapitalkrone. Den interne ressursfordelen er presentert i tabell 8.4.

Intern ressursfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Egenkapitalrentabilitet XXL	$ekr$	0,068	0,116	0,119	0,141	0,150	0,100	0,116
- Egenkapitalrentabilitet i bransjen	$ekr_b$	0,224	0,231	0,225	0,145	0,039	0,026	0,148
<b>= Intern ressursfordel</b>	$ekr - ekr_b$	<b>- 0,156</b>	<b>- 0,115</b>	<b>- 0,106</b>	<b>- 0,003</b>	<b>0,111</b>	<b>0,074</b>	<b>- 0,032</b>

Tabell 8.4 – Intern ressursfordel til XXL i perioden 2012 – 2017T

XXL oppnår en dårligere egenkapitalrentabilitet enn bransjen i store deler av analyseperioden, med unntak av i 2016 og 2017T og selskapet har dermed en gjennomsnittlig intern ressursulempe relativt til bransjen. Som vi argumenterte for i kapittel 2 har flere av aktørene vært i en moden vekstfase. Fokuset har derfor vært å øke inntjeningen i motsetning til XXL som har hatt et stort vekstfokus. Mot slutten av analyseperioden er imidlertid ulempen blitt til en fordel som skyldes en egenkapitalrentabilitet høyere enn bransjen.

Egenkapitalkravfordelen uttrykker om XXL har et lavere egenkapitalkrav enn sportsbransjen, og dermed i hvilken grad finansielle investorer anser investeringsrisikoen i XXL for å være lavere enn ellers i sportsbransjen. Egenkapitalkravfordelen er presentert i tabell 8.5.

Egenkapitalkravfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Egenkapitalkrav i bransjen	$ekk_b$	0,061	0,055	0,055	0,054	0,054	0,055	0,056
- Egenkapitalkrav XXL	$ekk$	0,082	0,075	0,039	0,038	0,036	0,033	0,050
<b>= Egenkapitalkravfordel</b>	$ekk_b - ekk$	<b>- 0,021</b>	<b>- 0,019</b>	<b>0,016</b>	<b>0,016</b>	<b>0,018</b>	<b>0,021</b>	<b>0,005</b>

Tabell 8.5 – Egenkapitalkravfordel til XXL i perioden 2012 – 2017T

Som vi ser av tabell 8.5 har XXL hatt en egenkapitalkravulempe i starten av analyseperioden, men dette har utviklet seg til å bli en fordel. Resultatet av dette er en positiv gjennomsnittlig egenkapitalkravfordel over analyseperioden. Årsaken til dette er at egenkapitalandelen til XXL har bedret seg over analyseperioden, og således har kravene til egenkapitalen blitt lavere sammenlignet med kravet i bransjen.

Den gjennomsnittlige egenkapitalkravfordelen indikerer som nevnt at investorer anser XXL for å være en mindre risikabel investering sammenlignet med andre aktører i bransjen.

#### 8.1.4 Oppsummering – strategisk fordel

XXLs strategiske fordel over analyseperioden er oppsummert i tabell 8.6. Av tabellen kan vi se at det hovedsakelig er bransjefordelen som er årsaken til XXLs strategiske fordel. Utviklingen tyder likevel på at XXL har en økende intern ressursfordel, og således en strategisk fordel. I

snitt har selskapet en strategisk fordel. Fordelen kan i stor grad tilskrives en høy bransjefordel ettersom XXL har hatt en gjennomsnittlig ressursulempe.

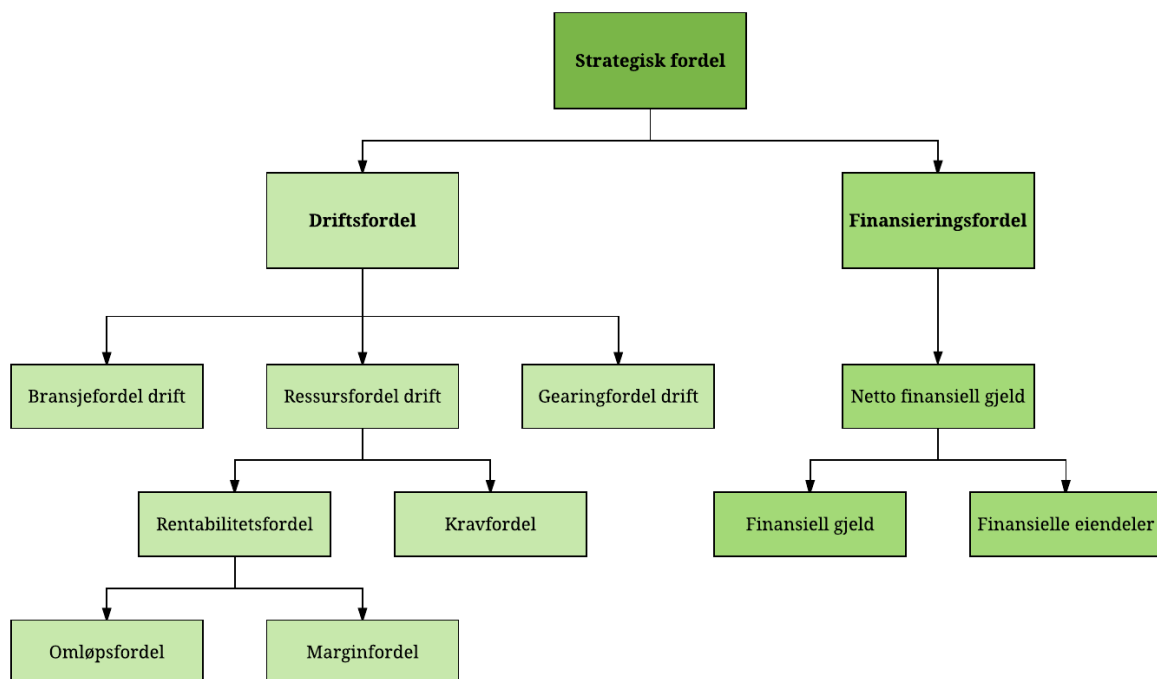
Bransjefordelen blir imidlertid til en ulempe i 2016 og 2017T, mens ressursulempen blir til en fordel i samme periode. Bransjeulempen skyldes sterkere substitutter og økt priskonkurranse, mens ressursfordelen kan tilskrives høye marginer som følge av god lagerstyring. Ressursfordelen vil dekomponeres ytterligere i delkapittel 8.4.2.

Strategisk fordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Bransjefordel	0,163	0,175	0,170	0,090	- 0,015	- 0,028	0,093
+ Intern ressursfordel	- 0,156	- 0,115	- 0,106	- 0,003	0,111	0,074	- 0,032
+ Egenkapitalkravfordel	- 0,021	- 0,019	0,016	0,016	0,018	0,021	0,005
<b>= Strategisk fordel</b>	<b>- 0,014</b>	<b>0,042</b>	<b>0,080</b>	<b>0,104</b>	<b>0,114</b>	<b>0,067</b>	<b>0,065</b>

Tabell 8.6 – Strategisk fordel til XXL i perioden 2012 – 2017T

## 8.2 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse

I delkapittel 8.1 fant vi at XXL har en gjennomsnittlig strategisk fordel på 6,5% over analyseperioden. Vi skal videre dekomponere denne fordelen som vist i figur 8.2. Ved å gjøre dette vil det være mulig å analysere hvor XXLs strategiske fordel stammer fra, og om selskapet har en relativ fordel eller ulempe i de ulike komponentene. Den strategiske fordelen kan grovt deles i to kategorier; drifts- og finansieringsfordel, som vist i figur 8.2.



Figur 8.2 – Dekomponering av strategisk fordel

### 8.3 Driftsfordel

Fordelen som skapes gjennom driften til selskapet er ofte den primære kilden til strategisk fordel fordi en finansieringsfordel er vanskelig å opprettholde over tid. Finansieringsmarkedet består av mange aktører og en betydelig finansieringsfordel vil derfor begrenses av konkurransesituasjonen blant finansaktørene. Driftsfordelen omfatter to hovedkategorier; strategisk driftsfordel og gearingfordel drift. Den strategiske driftsfordelen omtales som en ”ren” driftsfordel, mens gearingfordelen skapes gjennom skalering av selskapets strategiske fordel (Petersen, et al., 2017).

Den rene driftsfordelen kan dekomponeres ytterligere i henholdsvis bransje- og ressursfordel, hvor ressursfordelen igjen kan deles i rentabilitets- og kravfordel.

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

### 8.4 Ren driftsfordel

Differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav er den rene driftsfordelen, og denne fordelten vil derfor kun omfatte XXL.

XXLs rene driftsfordel er presentert i tabell 8.7, og er i gjennomsnitt 4,4% over analyseperioden. Over analyseperioden har selskapet hatt en netto driftsrentabilitet høyere enn kravet hvert år med en økende netto driftsrentabilitet. Utviklingen i netto driftsrentabilitet antas å skyldes XXLs vekst og økende markedsandeler. Bakgrunnen for avviket fra 2016 til 2017T er som tidligere nevnt et svakt halvårsresultat for 2017. Dette påvirker *trailingen* for året da halvårsresultatet er utgangspunktet for estimeringen. Vi vil i det følgende dekomponere denne rene driftsfordelen.

Ren driftsfordel XXL		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Netto driftsrentabilitet	<i>ndr</i>	0,078	0,088	0,100	0,103	0,106	0,076	0,092
- Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,073	0,071	0,040	0,035	0,034	0,032	0,048
= Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	<b>0,004</b>	<b>0,017</b>	<b>0,060</b>	<b>0,067</b>	<b>0,072</b>	<b>0,044</b>	<b>0,044</b>

Tabell 8.7 – Ren driftsfordel til XXL i perioden 2012 – 2017T

### 8.4.1 Bransjefordel drift

Dersom bransjen har en høyere netto driftsrentabilitet enn netto driftskrav innebærer dette en bransjefordel drift. Av tabell 8.8 kan vi se at sportsbransjen har hatt en gjennomsnittlig bransjefordel drift på 6,8% over analyseperioden, altså en høyere fordel enn XXL har hatt. Bransjefordelen er avtakende, spesielt fra 2015-2016, hvilket samsvarer med sterkere trussel fra substitutter som vi avdekket i den strategiske analysen i kapittel 4. Den strategiske analysen fremhevet i tillegg frem trusselen fra substitutter, og effekten av denne trusselen reflekteres i avtakende bransjefordel i drift.

Bransjefordel drift		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Netto driftsrentabilitet bransje	$ndr_b$	0,129	0,185	0,185	0,139	0,028	0,020	0,115
- Netto driftskrav bransje	$ndk_b$	0,049	0,045	0,046	0,045	0,046	0,046	0,046
= Bransjefordel drift	<b>BFD</b>	<b>0,080</b>	<b>0,140</b>	<b>0,139</b>	<b>0,094</b>	<b>- 0,018</b>	<b>- 0,026</b>	<b>0,068</b>

Tabell 8.8 – Bransjefordel drift til XXL i perioden 2012 – 2017T

### 8.4.2 Ressursfordel drift

En ressursfordel drift innebærer at XXL har unike ressurser som utnyttes effektivt, og på denne måten oppnår en effektivitetsfordel relativt til sportsbransjen. En slik fordel kan oppnås på to måter; gjennom rentabilitets- eller kravfordel. Ved en rentabilitetsfordel har XXL høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen, mens ved en kravfordel har XXL et lavere netto driftskrav i forhold til sportsbransjen.

Tabell 8.9 presenterer XXLs rentabilitetsfordel drift. Over analyseperioden har XXL en rentabilitetsulempe, med unntak av 2016 og 2017T. Selskapet har likevel en gjennomsnittlig rentabilitetsulempe tilknyttet drift. Dette indikerer altså at XXL har utnyttet sine ressurser svakere enn resten av bransjen, men mot slutten av analyseperioden har ulempen blitt til en rentabilitetsfordel. Årsaken til dette er at selskapet drar nytte sin sterke merkevare og kostnadseffektiv lagerstyring. Videre i kapittelet vil denne gjennomsnittlige ulempen dekomponeres ytterligere.

Rentabilitetsfordel drift		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Netto driftsrentabilitet	$ndr$	0,078	0,088	0,100	0,103	0,106	0,076	0,092
- Netto driftsrentabilitet bransje	$ndr_b$	0,129	0,185	0,185	0,139	0,028	0,020	0,115
= Rentabilitetsfordel drift	<b>RF</b>	<b>- 0,051</b>	<b>- 0,097</b>	<b>- 0,085</b>	<b>- 0,036</b>	<b>0,078</b>	<b>0,056</b>	<b>- 0,023</b>

Tabell 8.9 – Rentabilitetsfordel til XXL i perioden 2012 – 2017T

Av tabell 8.10 kan vi se at XXL har en gjennomsnittlig netto driftskrav ulempe på 0,01% over analyseperioden. XXL har høyere netto driftskrav enn bransjen i starten av analyseperioden og følgelig derfor en netto driftskravulempe. Årsaken til at XXL oppnår en driftskravfordel mot



slutten av analyseperioden er en kraftig forbedring i egenkapitalandelen fra 2014. Som vi presenterte i kapittel 2 ble XXL børsnotert i 2014, og endringen i egenkapital kan derfor i stor grad tilskrives aksjeemisjonen dette året.

Netto driftskrav fordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Netto driftskrav bransje	$ndk_b$	0,049	0,045	0,046	0,045	0,046	0,046	0,046
- Netto driftskrav	$ndk$	0,073	0,071	0,040	0,035	0,034	0,032	0,048
<b>= Netto driftskravfordel</b>	<b>KR</b>	<b>- 0,024</b>	<b>- 0,026</b>	<b>0,007</b>	<b>0,010</b>	<b>0,012</b>	<b>0,014</b>	<b>- 0,001</b>

Tabell 8.10 – Netto driftskravfordel til XXL i perioden 2012 – 2017T

I henhold til Miller og Modiglianis første teorem kan det argumenteres for at det ikke eksisterer noen netto driftskravfordel. Årsaken til dette er at driften er tilnærmet lik og bør derfor ha tilnærmet like driftskrav (Brealey, et al., 2012). Vi har likevel valgt å beregne sportsbransjens netto driftskrav fordi XXL har opplevd stor vekst over analyseperiode, og beregningen av bransjens krav gjør derfor analysen grundigere. Over analyseperioden er den gjennomsnittlige netto driftskravfordelen likevel tilnærmet null. Dette kan indikere at det er hold i Miller og Modiglianis første teorem.

### 8.4.3 Margin- og omløpsfordel

Som presentert i tabell 8.9 har XXL en gjennomsnittlig rentabilitetsulempe på 2,3% sammenlignet med bransjen over analyseperioden. Ulempen skriver seg fra en margin- og/eller omløpsulempe relativt til sportsbransjen. Vi vil derfor dekomponere rentabilitetsulempen i henholdsvis margin og omløp for å oppnå ytterligere innsikt i årsaken til rentabilitetsulempen.

$$ndr = ndm * onde$$

$$\begin{aligned} ndr - ndr_B &= (ndm - ndm_B) * onde + (onde - onde_B) * ndm_B \\ &= \text{Marginfordel} + \text{Omløpsfordel} \end{aligned}$$

#### Marginfordel

Marginfordel ( $MF$ ) vil innebære at selskapet har en høyere driftsmargin enn bransjen, altså lavere driftskostnader per driftsinntektskrone. Marginfordelen er differansen mellom XXLs og bransjens netto driftsmargin, vektet med omløpet til XXLs netto driftseiendeler. Videre er netto driftsmargin gitt som forholdet mellom netto driftsresultat og driftsinntekter.

XXLs marginfordel er presentert i tabell 8.11. XXL har hatt en uvektet marginfordel over hele analyseperioden, med et gjennomsnitt på 4,6%. Dette innebærer at XXL har lavere driftskostnader per driftsinntektskrone sammenlignet med bransjen, og er således en fordel for

selskapet. Av tabellen kan vi også se at XXL har hatt en relativt stabil netto driftsmargin, mens bransjen har opplevd et stort fall mellom 2015 og 2016. Marginfordelen til selskapet skyldes god lagerstyring som vi i kapittel 4 avdekket som en av XXLs viktigste ressurser.

Marginfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Netto driftsmargin	<i>ndm</i>	0,112	0,102	0,092	0,081	0,073	0,050	0,085
- Netto driftsmargin bransjen	<i>ndm<sub>b</sub></i>	0,050	0,052	0,059	0,051	0,012	0,008	0,039
<b>= Uvektet marginfordel</b>	<b><i>MF<sub>u</sub></i></b>	<b>0,062</b>	<b>0,049</b>	<b>0,033</b>	<b>0,030</b>	<b>0,060</b>	<b>0,042</b>	<b>0,046</b>
* Omløpet til NDE XXL	<i>onde</i>	0,693	0,869	1,084	1,266	1,466	1,528	1,151
<b>= Vektet marginfordel</b>	<b><i>MF<sub>v</sub></i></b>	<b>0,043</b>	<b>0,043</b>	<b>0,036</b>	<b>0,038</b>	<b>0,089</b>	<b>0,064</b>	<b>0,052</b>

Tabell 8.11 – Vektet marginfordel til XXL i perioden 2012 – 2017T

### Common-size analyse

Marginfordelen til XXL kan dekomponeres ytterligere ved hjelp av en common-size analyse. Dette vil gi innsikt i hvilke kostnadsposter som er årsaken til XXLs marginfordel. XXL har en kostnadsulempe knyttet til varekostnader, avskrivninger og driftsrelatert skattekostnad. Hovedårsaken til XXLs marginfordel synes å være ”andre driftskostnader” som er en samlepost med direkte tilknytning til drift (XXL, 2017a).

Common-size XXL	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt XXL	Snitt bransje	Avvik
Driftsinntekter	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	0,00 %
- Varekostnader	60,72 %	59,86 %	59,15 %	60,24 %	60,08 %	60,89 %	60,16 %	59,33 %	-0,83 %
- Lønns- og pensjonskostnader	14,51 %	15,12 %	15,33 %	15,28 %	15,87 %	17,11 %	15,54 %	16,70 %	1,17 %
- Andre driftskostnader	13,03 %	13,57 %	14,04 %	13,30 %	13,50 %	13,92 %	13,56 %	17,63 %	4,07 %
- Avskrivninger	1,48 %	1,47 %	1,53 %	1,40 %	1,63 %	2,09 %	1,60 %	0,32 %	-1,28 %
<b>= Driftsresultat</b>	<b>10,25 %</b>	<b>9,98 %</b>	<b>9,94 %</b>	<b>9,77 %</b>	<b>8,92 %</b>	<b>5,98 %</b>	<b>9,14 %</b>	<b>6,01 %</b>	<b>3,13 %</b>
- Driftsrelatert skattekostnad	2,64 %	2,57 %	2,56 %	2,52 %	2,30 %	1,54 %	2,51 %	1,51 %	-1,00 %
<b>= Netto driftsresultat</b>	<b>7,62 %</b>	<b>7,41 %</b>	<b>7,38 %</b>	<b>7,26 %</b>	<b>6,62 %</b>	<b>4,68 %</b>	<b>6,83 %</b>	<b>3,89 %</b>	<b>2,94 %</b>

Tabell 8.12 – Common-size analyse i perioden 2012 – 2017T

### Omløpsfordel

En omløpsfordel (*OF*) vil innebære at selskapet har høyere driftsinntekt per investert krone eller lavere bundet kapital per krone relativt til bransjen. Således vil dette være et mål på selskapets effektivitet. Omløpsfordelen er gitt ved differansen mellom omløpet til netto driftseiendeler for XXL og bransjen, vektet med bransjens netto driftsmargin.

Av tabell 8.13 kan vi se at XXL har en gjennomsnittlig omløpsulempe på -7,5% over analyseperiode. Utviklingen har imidlertid vært positiv de siste årene, og i 2017T er ulempen marginal. Tabellen indikerer derfor at XXL har dårligere effektivitet per krone investert enn bransjen, men at forskjellen minker og er marginal mot slutten av analyseperioden. XXLs høye kapitalbinding i goodwill er trolig bakgrunnen for den gjennomgående omløpsulempen.

Omløpsfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Omløpet til NDE XXL	<i>onde</i>	0,693	0,869	1,084	1,266	1,466	1,528	1,151
- Omløpet til NDE bransjen	<i>onde<sub>b</sub></i>	2,557	3,530	3,138	2,727	2,347	2,446	2,791
<b>= Uvektet omløpsfordel</b>	<b><i>OF<sub>u</sub></i></b>	<b>- 1,864</b>	<b>- 2,661</b>	<b>- 2,054</b>	<b>- 1,461</b>	<b>- 0,881</b>	<b>- 0,918</b>	<b>- 1,640</b>
* Netto driftsmargin bransjen	<i>ndm<sub>b</sub></i>	0,050	0,052	0,059	0,051	0,012	0,008	0,039
<b>= Vektet omløpsfordel</b>	<b><i>OF<sub>v</sub></i></b>	<b>- 0,094</b>	<b>- 0,140</b>	<b>- 0,121</b>	<b>- 0,075</b>	<b>- 0,011</b>	<b>- 0,008</b>	<b>- 0,075</b>

Tabell 8.13 – Vektet omløpsfordel til XXL i perioden 2012 – 2017T

#### 8.4.4 Oppsummering – driftsfordel

XXL har en gjennomsnittlig ren driftsfordel på 4,4% over analyseperioden, og av tabell 8.14 kan vi se at dette hovedsakelig skyldes bransjefordel drift på 6,8%. Rentabilitets- og ressursulempen XXL har hatt i store deler av analyseperioden er i 2016 blitt til fordeler. Dette indikerer at XXL gjør det stadig bedre enn bransjesnittet. Virksomheten oppnår altså en gjennomsnittlig rentabilitet høyere enn kravet til avkastning på netto driftseiendeler.

Oppsummering ren driftsfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
<b>Bransjefordel drift</b>	<b><i>BFD</i></b>	<b>0,080</b>	<b>0,140</b>	<b>0,139</b>	<b>0,094</b>	<b>- 0,018</b>	<b>- 0,026</b>	<b>0,068</b>
Marginfordel drift	<i>MF</i>	0,043	0,043	0,036	0,038	0,089	0,064	0,052
+ Omløpsfordel drift	<i>OF</i>	- 0,094	- 0,140	- 0,121	- 0,075	- 0,011	- 0,008	- 0,075
<b>= Rentabilitetsfordel drift</b>	<b><i>RF</i></b>	<b>- 0,051</b>	<b>- 0,097</b>	<b>- 0,085</b>	<b>- 0,036</b>	<b>0,078</b>	<b>0,056</b>	<b>- 0,023</b>
+ Kravfordel drift	<i>KR</i>	- 0,024	- 0,026	0,007	0,010	0,012	0,014	- 0,001
<b>= Ressursfordel drift</b>	<b><i>RFD</i></b>	<b>- 0,075</b>	<b>- 0,123</b>	<b>- 0,079</b>	<b>- 0,026</b>	<b>0,090</b>	<b>0,070</b>	<b>- 0,024</b>
<b>= Ren driftsfordel</b>	<b><i>RDF</i></b>	<b>0,004</b>	<b>0,017</b>	<b>0,060</b>	<b>0,067</b>	<b>0,072</b>	<b>0,044</b>	<b>0,044</b>

Tabell 8.14 – Ren driftsfordel til XXL i perioden 2012 – 2017T

### 8.5 Gearingfordel drift

Gearingfordel i drift vil være differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav vektet med en gearingeffekt. En gearingfordel vil derfor være noe en virksomhet kan oppnå ved å finansiere driften med fremmedkapital (Kaldestad & Møller, 2016). I tilfeller ved positiv ren driftsfordel vil denne rene driftsfordelen øke med skaleringen som gearingen gir. Verdien av virksomheten vil likevel ikke øke ettersom gearing medfører høyere risiko og følgelig høyere avkastningskrav.

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

$$\text{der } \text{nfgg} = \frac{\text{NFG}}{\text{EK}}$$

Tabell 8.15 presenterer XXLs gearingfordel drift over analyseperioden. Den gjennomsnittlige gearingfordelen er 4,5%, som skyldes at XXL har hatt en positiv ren driftsfordel over hele analyseperioden. I en slik situasjon vil det derfor være fordelaktig å geare driften med belånte midler fordi en da kan skalere opp driftsfordelen. På den annen side vil dette medføre en økt

risiko, som igjen vil føre til økte avkastningskrav fra eierne. Dersom vi antar *MMI*, som vi introduserte i kapittel 7.2.5, vil verdien av selskapet være uavhengig av finansieringen. En høy gearingfordel vil trolig derfor ikke gi merverdi til aksjonærene. Dette underbygges av *MMII* som fremhever at økt gjeldsgad fører til økte avkastningskrav (Brealey, et al., 2012).

Gearingfordel drift		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	0,004	0,017	0,060	0,067	0,072	0,044	0,044
* Netto finansiell gjeldsgrad	<i>nfgg</i>	3,540	3,391	1,315	0,667	0,644	0,599	1,693
<b>= Gearingfordel drift</b>	<b><i>GFD</i></b>	<b>0,016</b>	<b>0,057</b>	<b>0,079</b>	<b>0,045</b>	<b>0,046</b>	<b>0,026</b>	<b>0,045</b>

Tabell 8.15 – Gearinfordel drift til XXL i perioden 2012 – 2017T

## 8.6 Oppsummering – samlet driftsfordel

XXLs samlede driftsfordel er oppsummert i tabell 8.16. Den rene driftsfordelen på 4,4% blir gearret opp slik at XXL har en gjennomsnittlig samlet driftsfordel på 8,9% over analyseperioden. Den rene driftsfordelen skriver seg hovedsakelig fra bransjefordel drift. Følgelig vil hele bransjen nyte godt av denne fordelene, ikke bare XXL. Virksomheten har en positiv gearingeffekt som skalerer opp den rene driftsfordelen, og følgelig øker den samlede driftsfordelen.

Samlet driftsfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Bransjefordel drift	<i>BFD</i>	0,080	0,140	0,139	0,094	0,018	0,026	0,068
+ Ressursfordel drift	<i>RFD</i>	- 0,075	- 0,123	- 0,079	- 0,026	0,090	0,070	- 0,024
<b>= Ren driftsfordel</b>	<b><i>RDF</i></b>	<b>0,004</b>	<b>0,017</b>	<b>0,060</b>	<b>0,067</b>	<b>0,072</b>	<b>0,044</b>	<b>0,044</b>
+ Gearingfordel drift	<i>GFD</i>	0,016	0,057	0,079	0,045	0,046	0,026	0,045
<b>= Samlet driftsfordel</b>	<b><i>DF</i></b>	<b>0,020</b>	<b>0,074</b>	<b>0,139</b>	<b>0,113</b>	<b>0,118</b>	<b>0,071</b>	<b>0,089</b>

Tabell 8.16 – Samlet driftsfordel til XXL i perioden 2012 – 2017T

## 8.7 Finansieringsfordel

Driftsfordelen vil være hovedårsaken og den mest bærekraftige kilden til en strategisk fordel, men finansiering kan forsterke denne fordelene (Damodaran, 2012). I vårt tilfelle vil XXL ha en finansieringsfordel dersom kravet til netto finansiell gjeld er høyere enn rentabiliteten til netto finansiell gjeld, som illustrert i formelen under.

$$\text{Finansieringsfordel} = (nfgk - nfggr) * nfgg$$

der  $nfgk = \text{netto finansielt gjeldskrav}$

$nfggr = \text{netto finansiell gjeldsrentabilitet}$

$nfgg = \text{netto finansiell gjeldsgrad}$

Selskapet kan ha en finansieringsfordel dersom de oppnår en meravkastning høyere enn kravet for finansielle eiendeler, eller dersom de betaler en lavere rente enn gjeldskravet tilsier. I dette kapittelet vil vi ta for oss finansieringsfordelen tilknyttet netto finansiell gjeld, som kan dekomponeres i finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

### 8.7.1 Finansieringsfordel – finansiell gjeld

Finansieringsfordelen fra finansiell gjeld er avviket mellom finansielt gjeldskrav og finansiell gjeldsrente, vektet med finansiell gjeldsgrad. Det vil derfor være fordelaktig for XXL å finansiere selskapet med finansiell gjeld dersom den finansielle gjeldsrenten er lavere enn det finansielle gjeldskravet.

$$\text{Finansieringsfordel finansiell gjeld} = (fgk - fgr) * fgg$$

Tabell 8.17 viser at XXL har en finansieringsulempe tilknyttet finansiell gjeld over analyseperioden. Den gjennomsnittlige finansielle gjeldsrenteulempen er -1,5%, men blir ytterligere forsterket av den finansielle gjeldsgraden. Det finansielle gjeldskravet vi beregnet i kapittel 7.3.1 syntes å være noe lavt. Vi har derfor oppjustert kravet med 1,5% som tilsvarer marginen kreditorene tillegger når de beregner XXLs lånerente (XXL, 2017a). Denne justeringen gjør at den finansieringsulempen blir mindre.

Finansieringsfordel finansiell gjeld		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Finansielt gjeldskrav	<i>fgk</i>	0,070	0,068	0,038	0,031	0,030	0,027	0,044
- Finansiell gjeldsrente	<i>fgr</i>	0,080	0,078	0,083	0,042	0,037	0,033	0,059
= Finansiell gjeldsrentefordel	<i>fgk - fgr</i>	- 0,010	- 0,011	- 0,045	- 0,011	- 0,007	- 0,006	- 0,015
* Finansiell gjeldsgrad	<i>fgg</i>	3,642	3,504	1,413	0,717	0,675	0,660	1,769
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	<i>FFFG</i>	- 0,034	- 0,033	- 0,063	- 0,009	- 0,004	- 0,004	- 0,025

Tabell 8.17 – Finansieringsfordel FG til XXL i perioden 2012 – 2017T

### 8.7.2 Finansieringsfordel – finansielle eiendeler

Finansieringsfordelen tilknyttet finansielle eiendeler er avviket mellom finansiell eiendelsrentabilitet og finansielt eiendelskrav, vektet med finansiell eiendelsgrad. For XXL vil det derfor være en fordel å besitte finansielle eiendeler dersom avkastningen er høyere enn kravet.

$$\text{Finansieringsfordel} = (fer - fek) * feg$$

Tabell 8.18 presenterer XXLs finansieringsfordel tilknyttet finansielle eiendeler over analyseperioden. Av tabellen ser vi at selskapet har en gjennomsnittlig finansieringsfordel på 0,1%. Dette skyldes at XXL har svært få finansielle eiendeler, og minimalt med inntekter

tilknyttet disse eiendelene. De finansielle eiendelene består hovedsakelig av kontanter som har lav avkastning. Finansieringsfordelen må derfor anses å være ubetydelig for XXL.

Finansieringsfordel finansielle eiendeler		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	<i>fer</i>	0,051	0,021	0,051	-	-	-	0,020
- Finansielt eiendelskrav	<i>fek</i>	0,012	0,009	0,009	0,007	0,007	0,003	0,008
<b>= Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel</b>	<b><i>fer-fek</i></b>	<b>0,039</b>	<b>0,012</b>	<b>0,042</b>	<b>- 0,007</b>	<b>- 0,007</b>	<b>- 0,003</b>	<b>0,013</b>
* Finansiell eiendelsgrad	<i>feg</i>	0,097	0,111	0,093	0,050	0,031	0,061	0,074
<b>= Finansieringsfordel finansielle eiendeler</b>	<b><i>FFFE</i></b>	<b>0,001</b>	<b>0,001</b>	<b>0,004</b>	<b>- 0,000</b>	<b>- 0,000</b>	<b>- 0,000</b>	<b>0,001</b>

Tabell 8.18 – Finansieringsfordel FE til XXL i perioden 2012 – 2017T

### 8.7.4 Finansieringsfordel – oppsummering

XXLs finansieringsulempe er oppsummert i tabell 8.19. Vi ser at den gjennomsnittlige finansieringsulempen er -2,4% som i hovedsak skyldes finansieringsulempen tilknyttet finansiell gjeld. Som tidligere nevnt er ikke finansiering en kilde til varig strategisk fordel, da det forventes at finansieringsfordelen går mot null. Dette er også tilfelle i denne analysen hvor finansieringsulempen gradvis blir mindre mot slutten av analyseperioden, og er -0,4% i 2017T hvilket tilsvarer en ubetydelig ulempe.

Finansieringsfordel netto finansiell gjeld		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Netto finansiell gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,071	0,070	0,041	0,032	0,031	0,031	0,046
- Netto finansiell gjeldsrentabilitet	<i>nfgr</i>	0,080	0,080	0,086	0,045	0,038	0,037	0,061
<b>= Netto finansiell gjeldsfordel</b>	<b><i>nfgk - nfgr</i></b>	<b>- 0,010</b>	<b>- 0,010</b>	<b>- 0,045</b>	<b>- 0,013</b>	<b>- 0,007</b>	<b>- 0,006</b>	<b>- 0,015</b>
* Netto finansiell gjeldsgrad	<i>nfgg</i>	3,540	3,291	1,315	0,667	0,644	0,599	1,676
<b>= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld</b>	<b><i>FFNFG</i></b>	<b>- 0,034</b>	<b>- 0,032</b>	<b>- 0,059</b>	<b>- 0,009</b>	<b>- 0,005</b>	<b>- 0,004</b>	<b>- 0,024</b>

Tabell 8.19 – Finansieringsfordel NFG til XXL i perioden 2012 – 2017T

## 8.8 Oppsummering – strategisk fordel

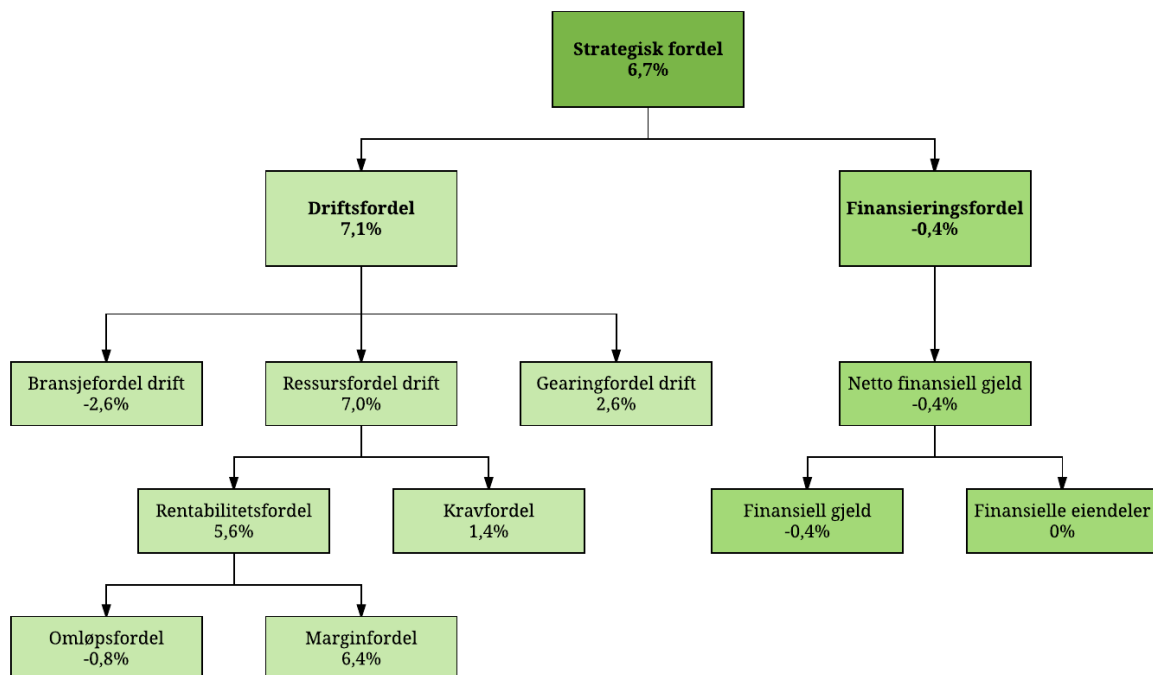
I dette kapittelet har vi dekomponert XXLs strategiske fordel i henholdsvis drifts- og finansieringsfordel, og dette er oppsummert i tabell 8.20 og figur 8.3. I kapittel 8.1.1 fant vi at XXLs gjennomsnittlige strategiske fordel er 6,5%. Den største årsaken til den strategiske fordel er driftsfordelen, hvor bransjefordel drift er den største komponenten. Som tidligere nevnt kommer denne fordel hele bransjen til gode, hvilket ikke er optimalt for selskapet. På den annen side har XXL forbedret ressursfordelen kraftig mot slutten av analyseperioden, og komponenten er endret fra en ressursulempe til en ressursfordel.

Strategisk fordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Bransjefordel drift	BFD	0,080	0,140	0,139	0,094	- 0,018	- 0,026	0,068
+ Ressursfordel drift	RFD	- 0,075	- 0,123	- 0,079	- 0,026	0,090	0,070	- 0,024
+ Gearingfordel drift	GFD	0,016	0,057	0,079	0,045	0,046	0,026	0,045
= Driftsfordel	DF	<b>0,020</b>	<b>0,074</b>	<b>0,139</b>	<b>0,113</b>	<b>0,118</b>	<b>0,071</b>	<b>0,089</b>
+ Finansieringsfordel	FF	- 0,034	- 0,032	- 0,059	- 0,009	- 0,005	- 0,004	- 0,024
= Strategisk fordel	SF	- <b>0,014</b>	<b>0,042</b>	<b>0,080</b>	<b>0,104</b>	<b>0,114</b>	<b>0,067</b>	<b>0,065</b>

Tabell 8.20 – Strategisk fordel til XXL i perioden 2012 – 2017T

Over analyseperioden har bransjefordel drift vært utsatt for store svingninger, og årsaken til dette er den økende graden av rivalisering og priskonkurranse som vi avdekket i den strategiske analysen. I tillegg påvirkes bransjen av trusselen fra nye substitutter som bidrar til å redusere bransjefordelen i drift. XXL har hatt en gjennomsnittlig ressursulempetilknyttet drift, og bakgrunnen for dette kan i stor grad forklares av omløpsulempen selskapet har hatt. Omløpsulempen har vært betydelig og stammer fra høy kapitalbinding i goodwill. Mot slutten av analyseperioden har ressursulempen blitt til en ressursfordel grunnet høye marginer som følge av sterk merkevare og effektiv lagerstyring.

Figur 8.3 illustrerer og forklarer dekomponeringen av den strategiske fordelen. Resultatet av analysen er derfor at XXL har en strategisk fordel på 6,7% i 2017T.



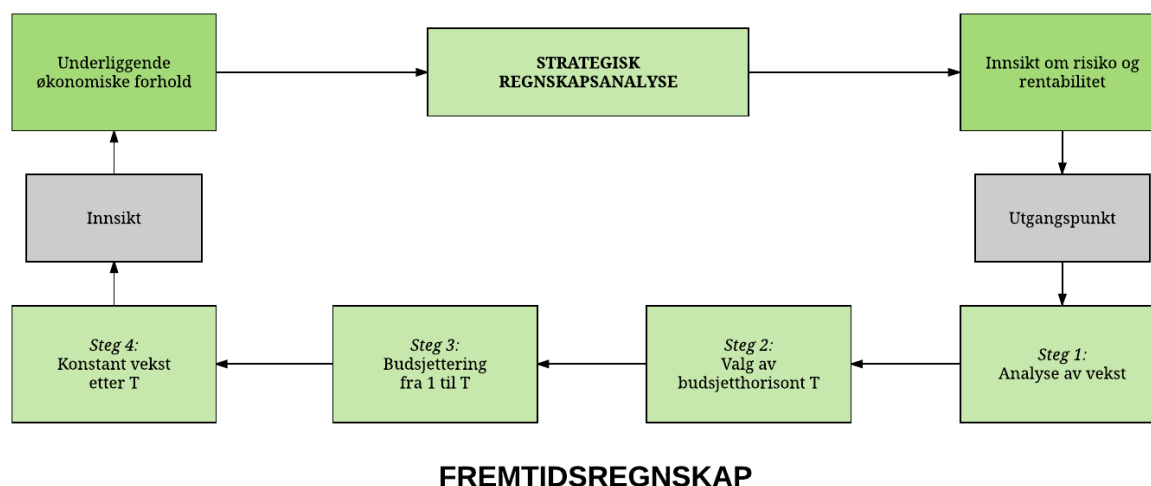
Figur 8.3 – Dekomponering av strategisk fordel til XXL i 2017T

## 9 Analyse av vekst og fremtidsregnskap

I dette kapittelet utarbeides fremtidig resultatregnskap, balanse og kontantstrøm for XXL ASA. Prediksjonene baserer seg på innsikt fra den strategiske analysen i kapittel 4 og regnskapsanalysen i kapittel 5. Den fremtidige kontantstrømmen skal i utredningens kapittel 11 neddiskonteres for å finne et estimat på verdien av egenkapitalen til XXL.

### 9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapets rammeverk er illustrert i figur 9.1 med de fire tilhørende stegene.



Figur 9.1 – Rammeverk for fremtidsregnskap (Knivsflå, 2017g)

Den strategiske analysen i kapittel 4 er grunnlaget for innsikten om rentabilitet og risiko som vil benyttes videre i fremtidsregnskapets rammeverk. Det første steget innebærer en vekstanalyse for de relevante budsjettdriverne, med et spesielt fokus på driftsinntekter (Penman, 2013). Neste steg innebærer valg av budsjettthorisont, altså hvor lang budsjettperioden skal være. Mot slutten av budsjettperioden har bransjen nådd *steady state*. I steg 3 vil de ulike budsjettdriverne estimeres før en avgjør budsjettdrivernes konstante vekst i steg 4. Gjennom disse fire stegene vil det fullstendige fremtidsregnskapet utarbeides. Det fullstendige fremtidsregnskapet vil senere bli brukt i utredningens kapittel 11.

I utarbeidelsen av fremtidsregnskapet benytter vi inngående vekter. Årsaken til dette er en forutsetning om at kontantstrømmer realiseres 31.12 (Palepu, Healy, & Peek, 2013). Det er en forskjell fra tidligere i utredningen hvor vi har benyttet gjennomsnittlig kapital.



### 9.1.1 Våre forventninger om fremtiden

Nivåene på fremtidige budsjett drivere baserer seg på innsikt fra den strategiske analysen i kapittel 4 og regnskapsanalysen i kapittel 5.

Porter-analysen avdekket årsakene til sportsbransjens høye marginer. Få antall aktører og liten grad av rivalisering har sikret gode marginer i bransjen. Vi tror marginene vil fortsette å holde seg høye, men vi forventer at substitutter som i dag utgjør en beskjeden trussel kan stjele markedsandeler og dermed drive marginene noe ned sammenlignet med dagens nivå.

Vi tror XXL vil nyttiggjøre sin sterke merkevare ved ekspansjon til Mellom-Europa. XXL har i dag en stor kapitalbinding i merkevarekapital i form av goodwill. Vi forventer at omløpsulempen vil avta i fremtiden, og reverseres mot bransjesnittet. XXL er inne i en vekstfase og det er først når XXL har fått etablert seg i de nye markedene og veksten har stagnert at de virkelig vil høste frukter av investeringene som er gjort.

SWOT-analysen i delkapittel 4.3.2 beskrev blant annet muligheter og trusler som vil prege lønnsomheten i bransjen og spesifikt for XXL i årene som kommer. Vi tror at veksten i markedet for sportsutstyr kommer til å fortsette og at markedet ennå ikke har nådd metningspunktet. Når det kommer til ekspansjonen til Mellom-Europa tror vi det er plass til en aktør som XXL. For å lykkes utenfor Norden tror vi XXL må bevege seg vekk fra strategien i Norden hvor pris er viktigste konkurransefortrinn. Nøkkelen for XXL vil være å spisse konseptet mot det markedet i Mellom-Europa og tilby et bredere high-end segment enn hva de gjør i Norden. Vi har stor tro på at XXL vil lykkes med ekspansjonen.

Det er også flere faktorer som kan true XXL evne til å oppnå høy lønnsomhet i årene som kommer. Sterke konkurrenter som Sports Direct kan potensielt entre det nordiske markedet i løpet av budsjettperioden og stjele markedsandeler fra XXL. I tillegg er XXLs lønnsomhet sterkt avhengig av gode vinter- og sommersesonger. Snøfattige vintre har tidligere vist seg å ha stor negativ påvirkning på omsetningen til XXL og den globale oppvarmingen truer lønnsomheten til XXL i årene som kommer. Disse truslene er hensyntatt ved budsjettering av fremtidige driftsinntekter og driftsmarginer for XXL.

## 9.2 Driftsinntektsvekst og horisont T

### 9.2.1 Budsjetthorisont T

Budsjetthorisonten, T, er det året fram i tid hvor selskapet går over fra en årlig dynamisk vekst til en konstant vekst. Årene etter budsjetthorisont kalles *steady state* fordi budsjettdriverne forutsettes å være konstante i overskuelig fremtid. Valg av budsjetthorisont avhenger av hvor i livssyklusen selskapet og bransjen befinner seg i (Penman, 2013). Et oppstartsselskap i en voksende bransje vil ha mye lenger budsjetthorisont enn en etablert aktør i en stabil bransje. Kvaliteten på regnskapsføringen er også avgjørende for valget av budsjetthorisont. Stor grad av verdibasert regnskapsføring gjør at en trenger kortere budsjetthorisont for å fange opp verdiene i selskapet (Kaldestad & Møller, 2016).

Basert på XXLs planer om ytterligere ekspansjon i Mellom-Europa, mener vi at selskapet vil få en ny stigende inntektsvekst frem mot toppunktet om 3 år når mye av vekstpotensialet i Mellom-Europa er hentet ut. Det er nærliggende å forutsette at XXL har gjennomført store deler av sin ekspansjon utenfor Norden innen 5 år og at det fra den tid tar ytterligere 3 år før de har nådd *steady state*. Vi velger derfor en budsjetthorisont, T, på 8 år.

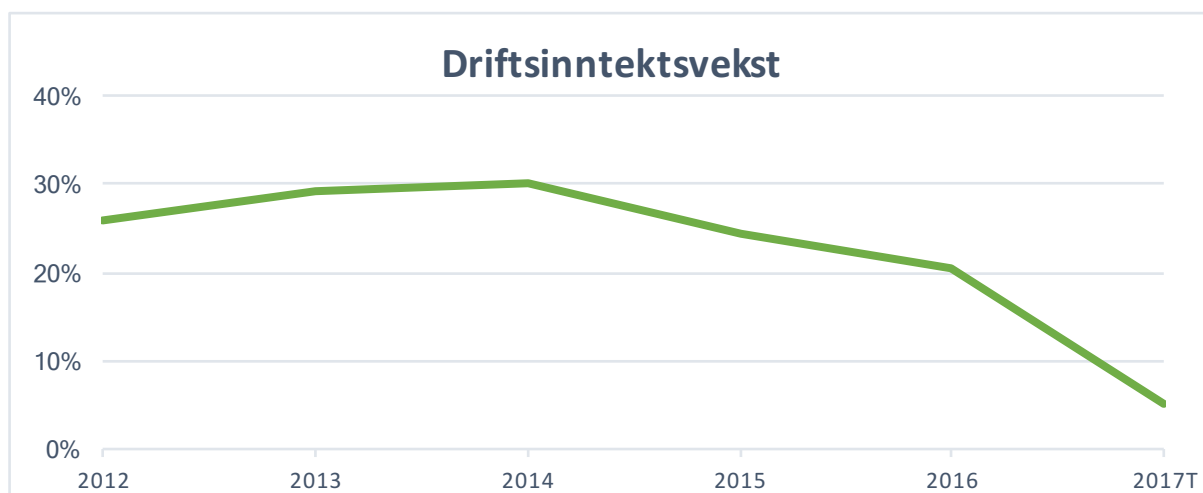
### 9.2.2 Driftsinntektsvekst

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1} \rightarrow div_t = \frac{DI_t}{DI_{t-1}} - 1$$

Budsjettering av driftsinntektene gjøres ved å multiplisere fjorårets driftsinntekter med 1 tillagt den budsjetterte inntektsveksten.

#### Historisk driftsinntektsvekst

Fortiden kan ikke forklare helt sikkert hva som kommer til å skje i fremtiden, men fortiden kan minste gi en pekepinn på hva fremtiden vil bringe. Ved analyse av tidligere vekst ser en etter mønster og trender ved selskapets historiske vekst. Driftsinntektsveksten er på mange måter den grunnleggende budsjettdriveren fordi den avgjør størrelsen på selskapet i fremtiden (Kaldestad & Møller, 2016). Derfor starter alltid budsjetteringen med en dyptgående analyse av driftsinntektsveksten.



Figur 9.2 – Driftsinntektsvekst til XXL i perioden 2012 – 2017T

Tabell 9.1 viser at driftsinntektene til XXL har økt fra ca 3,5 milliarder til drøye 8 milliarder i perioden 2012 til 2017T. Det er imidlertid den prosentvise veksten i driftsinntektene vi er interessert i for å framskrive regnskapet. Figur 9.2 viser at XXL har hatt en økende vekst i driftsinntekter fra 2012 til 2014. Fra 2013 til 2014 økte driftsinntektene med 30%. Fra 2014 og fram til 2017 fortsatte driftsinntektene å øke, men veksten er avtagende. Fra 2016 til 2017T var veksten nede i 5%. Den fallende inntektsveksten fra 2016 til 2017 kan tyde på at selskapet gradvis er på vei mot *steady state*. XXL storsatsing i Mellom-Europa gir imidlertid mulighet for at inntektsveksten vil stige igjen opp mot 20%. Den lave inntektsveksten fra 2016 til 2017T skyldes delvis at *trailingen* for 2017 baseres på et svakt halvårsresultat.

Driftsinntektsvekst		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Driftsinntekter	DI	3 101	4 008	5 212	6 487	7 813	8 219	
Driftsinntektsvekst	div	0,258	0,292	0,300	0,245	0,204	0,052	0,225

Tabell 9.1 – Driftsinntektsvekst til XXL i perioden 2012 – 2017T

### Fremtidig driftsinntektsvekst

XXLs fremtidige driftsinntektsvekst avgjøres av hvorvidt satsingen i Mellom-Europa blir vellykket. XXL åpnet sine to første butikker i Østerrike høsten 2017. XXLs konsernsjef, Fredrik Steenbuch har selv sagt at førsteinntrykket i Mellom-Europa er «bæreren for fremtiden vår» (Parr, 2017). XXL skriver i årsrapporten for 2016 at det markedet i Østerrike kjennetegnes ved at det er mange små sportsforretninger som er spredt over hele landet (XXL, 2017c). Markedet estimeres å ha en total størrelse på 2 milliarder euro og østerrikerne bruker like mye penger på sportsutstyr per innbygger som svenskene. XXL ser på de østeriske konsumentene som merkevarefokuset og opptatt av service, og selskapet derfor har stor tro på det østerrikske markedet av overnevnte grunner (XXL, 2017a).

Selv har vi stor tro på at satsningen utenfor Norden vil bli vellykket. Hittil har ekspansjonen til Østerrike svart til forventningene med endeløse køer ved de to nyåpningene (Sportsbransjen, 2017d).

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$$

der  $DI_t = \text{Driftsinntekter i år } t$

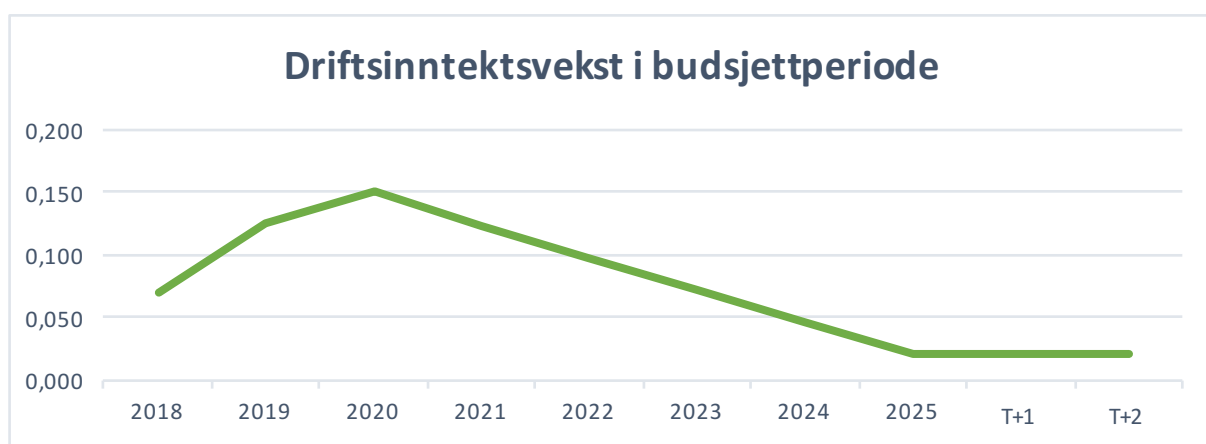
$div_t = \text{Driftsinntektsvekst i år } t$

Driftsinntektsvekst		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
Driftsinntekt	<i>DI</i>	8 794	9 893	11 377	12 788	14 041	15 052	15 745	16 060	16 381	16 709
Driftsinntektsvekst	<i>div</i>	0,070	0,125	0,150	0,124	0,098	0,072	0,046	0,020	0,020	0,020

Tabell 9.2 – Driftsinntektsvekst til XXL i perioden 2018 - 2027

Åpning av nye butikker samt ytterligere vekst i sportsbransjen vil gi en økning i driftsinntektsveksten fram til 2020. Da predikeres veksten å være på 15%. Denne økningen skyldes at vi har stor tro på at merkevaren og butikkkonseptet til XXL vil lykkes også utenfor Norden. Fra 2020 predikerer vi at XXL har blitt en veletablert aktør utenfor Norden og at veksten da vil avta lineært mot *steady state*.

Den konstante veksten som selskapet når i *steady state* etter budsjettperioden T kan ikke være høyere enn veksten i økonomien som helhet fordi det ville ført til at selskapet ville blitt det eneste selskapet i verden på sikt (Palepu, et al., 2013). Vi har av den grunn benyttet en konstant driftsinntektsvekst på 2% i *steady state*. Driftsinntektsveksten for budsjettperioden er presentert i figur 9.3.



Figur 9.3 – Driftsinntektsvekst til XXL i perioden 2018 - 2027

### 9.3 Andre budsjett drivere fra 0 til T+1

#### Omløpet til netto driftseiendeler

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

Onde<sub>t</sub> er her den årlige prognosen på omløpet til netto driftseiendeler. I budsjetteringsperioden blir omløpet til netto driftseiendeler regnet ut på inngående kapital. Årsaken til dette er at vi i budsjettering og verdivurdering forutsetter at kontantstrømmen blir realisert 31.12 (Palepu, et al., 2013).

Omløpet til netto driftseiendeler		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Netto driftseiendeler	<i>NDE</i>	4 778	4 855	5 237	5 540	5 685	5 482	
Omløpet til netto driftseiendeler	<i>onde</i>		0,84	1,07	1,24	1,41	1,45	1,20

Tabell 9.3 – Omløpet til netto driftseiendeler til XXL i perioden 2012 – 2017T

Omløpet til netto driftseiendelene har vært forholdsvis lavt for XXL gjennom analyseperioden. Denne skyldes primært stor kapitalbinding i goodwill. Omløpet har imidlertid økt for hvert år og vil trolig stige videre inn i budsjettperioden når XXL skal høste frukter av investeringene som er gjort.

Vi har benyttet gjennomsnittlig omløp til netto driftseiendeler i bransjen som estimat på XXLs omløp til netto driftseiendeler i *steady state*. Bransjesnittet er 2,0 og vårt budsjettestimat viser en lineær utvikling fra det predikerte omløpet til netto driftseiendeler for 2018 mot gjennomsnittet i bransjen i 2025 og videre inn i *steady state*. Som vist i kapittel 8 hadde XXL en omløpsulempe grunnet høy kapitalbinding i immaterielle eiendeler. Denne omløpsulempen vil avta mot 0 i *steady state*. Det kunne også tenkes at XXL ville fått en omløpsfordel før omløpet går mot *steady state*, men vi velger en mer konservativ tilnærming med lineær utvikling mot bransjesnittet gjennom hele budsjettperioden. Et omløp på 2,0 vil si at XXL vil generere 2 kr i omsetning per krone investert i driften under konstant vekst og budsjettert omløp lik bransjen i *steady state* medfører at XXL ikke vil ha noen omløpsfordel i fremtiden. Omløpet til netto driftseiendeler i budsjettperioden er presentert i tabell 9.4.

Omløpet til netto driftseiendeler		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
Netto driftseiendeler	<i>NDE</i>	5 957	6 625	7 210	7 671	7 977	8 102	8 030	8 190	8 354	8 521
Omløpet til netto driftseiendeler	<i>onde</i>	1,60	1,66	1,72	1,77	1,83	1,89	1,94	2,00	2,00	2,00

Tabell 9.4 – Omløpet til netto driftseiendeler til XXL i perioden 2018 - 2027

### Netto driftsmargin

$$NDR_t = ndm_t * DI_t \rightarrow ndm_t = \frac{NDR_t}{DI_t}$$

Netto driftsmargin		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Netto driftsresultat	<i>NDR</i>	348	408	480	527	567	411	457
Netto driftsmargin	<i>ndm</i>	0,112	0,102	0,092	0,081	0,073	0,050	0,085

Tabell 9.5 – Netto driftsmargin til XXL i perioden 2012 – 2017T

Tabell 9.5 viser en tydelig trend i utviklingen til netto driftsmargin over analyseperioden. Marginene reduseres for hvert år, noe som kan tyde på at trusselen fra substitutter og konkurransen i markedet har økt over analyseperioden.

Tabell 9.6 viser utviklingen i netto driftsmargin gjennom budsjettperioden. Vi tror marginene vil noe opp igjen fra nivået i 2017T fordi konsumentene i Mellom-Europa trolig er mindre prisfokuserte enn konsumentene i det nordiske markedet. Netto driftsmargin forventes å utvikle seg lineært fra gjennomsnittet fra analyseperioden, 8%, til 5% i *steady state*. Marginene ventes altså å avta frem mot *steady state*, grunnet sterkere konkurranseforhold som ble identifisert i den strategiske analysen i kapittel 4. Reduksjonen i marginer skyldes først og fremst sterkere press fra substitutter samt økende grad av rivalisering i markedet.

Netto driftsmargin		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
Netto driftsresultat	<i>NDR</i>	704	749	813	859	883	882	855	803	819	835
Netto driftsmargin	<i>ndm</i>	0,080	0,076	0,071	0,067	0,063	0,059	0,054	0,050	0,050	0,050

Tabell 9.6 – Netto driftsmargin til XXL i perioden 2018 - 2027

### Finansiell gjeldsdel

$$FG_t = fgd_t * NDE_t \rightarrow fgd_t = \frac{FG_t}{NDE_t}$$

Finansiell gjeldsdel viser hvor stor andel den finansielle gjelden utgjør i forhold til netto driftseiendeler.

Finansiell gjeldsdel		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Finansiell gjeld	<i>FG</i>	3 791	3 856	2 242	2 261	2 196	2 319	2 778
Finansiell gjeldsdel	<i>fgd</i>	0,793	0,794	0,428	0,408	0,386	0,423	0,488

Tabell 9.7 – Finansiell gjeldsdel til XXL i perioden 2012 – 2017T

Tabell viser at XXL ASA var tungt belånt i 2012 og 2013 med en finansiell gjeldsdel på hele 79%. Dette skyldtes store lån fra aksjonærer som ble innløst i 2014. Fra og med 2014 hadde XXL en finansiell gjeldsdel på rundt 40%, noe som er rundt 10%-poeng lavere enn snittet på Oslo Børs (Knivsflå, 2017g).

Gjennom budsjettperioden predikeres den finansielle gjeldsdelen å utvikle seg lineært mot gjennomsnittlig gjeldsdel blant selskapene på Oslo Børs. Dette er en rimelig antakelse fordi XXL er notert på Oslo Børs blant andre norske selskaper og det er rimelig å anta at de vil ha en gjennomsnittlig kapitalstruktur for det norske næringslivet. Derfor benyttes snittet på Oslo Børs.

Finansiell gjeldsdel		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
Finansiell gjeld	<i>FG</i>	2 578	2 930	3 258	3 541	3 758	3 895	3 938	4 095	4 177	4 261
Finansiell gjeldsdel	<i>fgd</i>	0,433	0,442	0,452	0,462	0,471	0,481	0,490	0,500	0,500	0,500

*Tabell 9.8 – Finansiell gjeldsdel til XXL i perioden 2018 - 2027*

### Finansiell eiendelsdel

$$FE_t = fed_t * NDE_t \rightarrow fed_t = \frac{FE_t}{NDE_t}$$

Finansielle eiendeler budsjetteres ved å multiplisere den finansielle eiendelsdelen med netto driftseiendeler. Finansielle eiendeler er de eiendelene som enkelt kan likvideres uten at det går utover selskapets kjernevirksomhet (Petersen, et al., 2017).

Finansiell eiendelsdel		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Finansielle eiendeler	<i>FE</i>	62	174	222	87	117	296	160
Finansiell eiendelsdel	<i>fed</i>	0,013	0,036	0,042	0,016	0,021	0,054	0,034

*Tabell 9.9 – Finansiell eiendelsdel til XXL i perioden 2012 – 2017T*

Bransjen hadde en gjennomsnittlig finansiell eiendelsdel på 13% gjennom analyseperioden, mens XXL hadde en lavere finansiell eiendelsdel som vist i tabell 9.9. Årsaken til dette kan være at virksomheten har en spesielt stor evne til å generere kontanter gjennom kontantstrømmer og bruker mye av overskuddslikviditeten på driftsinvesteringer.

Finansiell eiendelsdel		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
Finansielle eiendeler	<i>FE</i>	298	312	319	318	308	289	264	246	251	256
Finansiell eiendelsdel	<i>fed</i>	0,050	0,047	0,044	0,041	0,039	0,036	0,033	0,030	0,030	0,030

*Tabell 9.10 – Finansiell eiendelsdel til XXL i perioden 2018 - 2027*

En tilnærming kunne vært at den finansielle eiendelsdelen ville utviklet seg lineært mot bransjesnittet. Vi mener likevel at en lineær reversering tilbake mot et nivå som er å anse som «normalt» for XXL vil være mest formålstjenlig. Som det normale nivået har vi valgt gjennomsnittlig verdi fra 2013 til 2017T og dermed sett bort i fra 2012 fordi vi mener nivået i 2012 er lite representativt for analyseperioden som helhet.

### Netto finanskostnad

Budsjetteringen av netto finanskostnad gjøres ved å budsjettere netto finanskostnad og netto finansinntekt separat. Vi forutsetter gjennom budsjettperioden at netto finansiell gjeldsrente er lik netto finansielt gjeldskrav. Dette er en rimelig forutsetning så lenge kapitalmarkedene er effektive og netto finansiell gjeld er balanseført eller justert til virkelig verdiestimat (Palepu, et al., 2013). I så tilfelle reflekterer renten kravet til netto finansiell gjeld slik at finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld er lik 0 gjennom budsjettperioden. Dette vil drøftes ytterligere i kapittel 10.

### Finansiell gjeldsrente

$$NFK_t = fgr_t * FG_{t-1} \rightarrow fgr_t = \frac{NFK_t}{FG_{t-1}}$$

$fgr_t$  er framskrevet finansiell gjeldsrente og er gitt ved netto finanskostnad over finansiell gjeld. Netto finanskostnader budsjetteres ved å gange finansiell gjeldsrente med inngående beholdning av finansiell gjeld. Tabell 9.11 viser finansiell gjeldsrente gjennom budsjettperioden. Rentenivået har sunket fra 7,6% i 2013 til 3,4% i 2017T. Dette kan skyldes at bankene har blitt villig til å låne ut penger med lavere risikopåslag for hvert år ettersom den finansielle risikoen til XXL reduseres.

Finansiell gjeldsrente		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Netto finanskostnad	<i>NFK</i>	285	288	243	92	80	74	177
Finansiell gjeldsrente	<i>fgr</i>		0,076	0,063	0,041	0,035	0,034	0,050

Tabell 9.11 – Finansiell gjeldsrente til XXL i perioden 2012 – 2017T

Finansiell gjeldsrente		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
Netto finanskostnad	<i>NFK</i>	84	100	120	141	161	179	195	206	214	218
Finansiell gjeldsrente	<i>fgr</i>	0,036	0,039	0,041	0,043	0,045	0,048	0,050	0,052	0,052	0,052

Tabell 9.12 – Finansiell gjeldsrente til XXL i perioden 2018 - 2027

Vi har forutsatt at den finansielle gjeldsrenten er lik det framtidige finansielle gjeldskravet for hvert år fra og med 2018. Det finansielle gjeldskravet estimeres i kapittel 10.

### Finansiell eiendelsrentabilitet

$$NFI_t = fer_t * FE_{t-1} \rightarrow fer_t = \frac{NFI_t}{FE_{t-1}}$$

Netto finansinntekt budsjetteres ved å multiplisere finansiell eiendelsrentabilitet med inngående beholdning av finansielle eiendeler. XXL har gjennomgående hatt en lav beholdning av finansielle eiendeler som følge av store driftsrelaterte investeringer.



Finansiell eiendelsrentabilitet		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Netto finansinntekt	<i>NFI</i>	5	2	10	-	-	-	3
Finansiell eiendelsrentabilitet	<i>fer</i>		0,039	0,057	-	-	-	0,019

Tabell 9.13 – Finansiell eiendelsrentabilitet til XXL i perioden 2012 -2017T

Finansiell eiendelsrentabilitet		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
Netto finansinntekt	<i>NFI</i>	2	2	3	4	5	5	6	6	5	5
Finansiell eiendelsrentabilitet	<i>fer</i>	0,006	0,008	0,010	0,013	0,015	0,017	0,019	0,022	0,022	0,022

Tabell 9.14 – Finansiell eiendelsrentabilitet til XXI i perioden 2018 - 2027

Gjennom budsjettperioden forutsettes det at den finansielle eiendelsrentabiliteten er lik det fremtidige finansielle eiendelskravet ettersom vi antar at finansmarkedet er velfungerende.

## 9.4 Fremtidsregnskap og fri kontantstrøm

### 9.4.1 Analyse av fremtidsregnskap

I kapittel 9.2 og 9.3 har vi budsjettert fremtidig driftsinntekter, driftsmargin, netto driftseiendeler, netto finansinntekt og -kostnad, finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Driftskostnader beregnes residualt som avviket mellom driftsinntekter og netto driftsresultat mens egenkapital beregnes som differansen mellom netto driftseiendeler og netto finansiell gjeld.

#### Budsjettert resultat

Resultatregnskap		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
<b>Driftsinntekter</b>	<i>DI</i>	8 794	9 893	11 377	12 788	14 041	15 052	15 745	16 060	16 381	16 709
- Driftskostnader	<i>DK</i>	8 091	9 144	10 565	11 930	13 159	14 171	14 890	15 257	15 562	15 873
<b>= Netto driftsresultat</b>	<i>NDR</i>	704	749	813	859	883	882	855	803	819	835
+ Netto finansinntekt	<i>NFI</i>	2	2	3	4	5	5	6	6	5	5
<b>= Nettoresultat til SSK</b>	<i>NRS</i>	705	751	816	863	887	887	860	809	824	841
- Netto finanskostnad	<i>NFK</i>	84	100	120	141	161	179	195	206	214	218
- Netto minoritetsresultat	<i>NMR</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>= Nettoresultat til EK</b>	<i>NREK</i>	621	652	696	722	726	707	666	603	610	622
+ Unormalt netto driftsresultat	<i>UNDR</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Unormalt netto finansresultat	<i>UNFR</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>= Fullstendig Nettores til EK</b>	<i>FNR</i>	621	652	696	722	726	707	666	603	610	622
- Fri kontantstrøm til EK	<i>FKE</i>	402	322	433	544	648	738	805	618	523	534
<b>= Endring i EK</b>	<i>ΔEK</i>	<b>219</b>	<b>330</b>	<b>263</b>	<b>178</b>	<b>78</b>	<b>- 31</b>	<b>- 140</b>	<b>- 15</b>	<b>87</b>	<b>89</b>

Tabell 9.15 – Resultatregnskap til XXL i perioden 2018 - 2027

Det budsjetterte resultatregnskapet for XXL presenteres i tabell 9.15. Netto driftsresultat er budsjettert å være høyest i 2022. Som tidligere vist vil veksten i omsetning være høyest fra 2019 til 2020 fordi effekten av ekspansjonen til Mellom-Europa ventes å være størst i regnskapsåret 2020. Videre vil egenkapitalen reduseres i regnskapsårene 2023-2025. Dette skyldes primært den budsjetterte økningen i finansiell gjeld vil redusere egenkapitalandelen. Det er budsjettert med et stort positivt nettoresultat til egenkapital gjennom hele

budsjetteringsperioden. Unormale poster har ikke blitt framskrevet i tid fordi de av natur er uforutsette og det vil dermed være vanskelig for oss å anta noe om dem.

Det er en rekke usikkerhetsmomenter knyttet til det budsjetterte resultatregnskapet for XXL. De budsjetterte resultatene bygger på en forventning om at ekspansjonen til Mellom-Europa vil være vellykket. Dersom det skulle vise seg at XXL ikke lykkes med ekspansjonen i Mellom-Europa, vil fremtiden avvike fra det som er presentert i tabell 9.15. Usikkerhetsmomentene knyttet til fremtidsregnskapet vil hensyntas ved beregningen av fremtidige egenkapital- og driftskrav.

For å undersøke rimeligheten av våre estimater har vi sammenlignet med konsensusestimatene fra DN (2017a). I 2018 har vi budsjettert med et resultat per aksje på 4,5 (EPS = 621/138). Konsensusestimatet for resultat per aksje i 2018 er 5,2, som betyr at vi har forutsatt lavere vekst enn konsensus for 2018. Som vist i tabell 9.2 har vi budsjettert med den største driftsinntektsveksten mellom 2019 og 2020 og det kan være forklaringen på hvorfor vi ligger under konsensus på resultat per aksje for 2018. Konsensusestimatene beror trolig på at store deler av veksten vil komme raskt, mens vi tror den største veksten vil inntreffe om noen år.

### Budsjettert balanse

Balanse		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
Netto driftseiendeler	NDE	5 957	6 625	7 210	7 671	7 977	8 102	8 030	8 190	8 354	8 521
+ Finansielle eiendeler	FE	298	312	319	318	308	289	264	246	251	256
<b>= Sysselsatte eiendeler</b>	<b>SSE</b>	<b>6 255</b>	<b>6 938</b>	<b>7 529</b>	<b>7 989</b>	<b>8 285</b>	<b>8 391</b>	<b>8 294</b>	<b>8 436</b>	<b>8 605</b>	<b>8 777</b>
Egenkapital	EK	3 678	4 007	4 271	4 449	4 527	4 496	4 356	4 341	4 428	4 516
+ Finansiell gjeld	FG	2 578	2 930	3 258	3 541	3 758	3 895	3 938	4 095	4 177	4 261
<b>= Sysselsatt kapital</b>	<b>SSK</b>	<b>6 255</b>	<b>6 938</b>	<b>7 529</b>	<b>7 989</b>	<b>8 285</b>	<b>8 391</b>	<b>8 294</b>	<b>8 436</b>	<b>8 605</b>	<b>8 777</b>

Tabell 9.16 – Balanse til XXL i perioden 2018 – 2027

Det er budsjettert med en stor økning i finansiell gjeld uten tilsvarende økning i finansielle eiendeler. Det vil si at netto finansiell gjeld vil øke betydelig gjennom budsjettperioden. Forholdet mellom finansielle eiendeler og finansiell gjeld er svært interessant fordi de finansielle eiendelene er eiendeler som kan realiseres for å betale finansiell gjeld uten at det påvirker den løpende driften i selskapet. Hvis den kortsiktige finansielle gjelden er mye høyere enn nivået på finansielle eiendeler vil selskapet være spesielt utsatt for høy finansiell risiko. Fremtidsregnskapet er imidlertid ikke detaljert nok til å skille mellom kortsiktig- og langsiktig finansiell gjeld, men økningen i netto finansiell gjeld vil i seg selv bety en betydelig økning i finansiell risiko. Denne risikoen vil hensyntas ved beregning av fremtidige avkastningskrav i kapittel 10.

### 9.4.2 Fri kontantstrøm

Tabell 9.17 presenterer den budsjetterte framtidige kontantstrømmen til XXL ASA. Merk at fri kontantstrøm til egenkapital er identisk med netto betalt utbytte i det budsjetterte resultatregnskapet i tabell 9.15. Fri kontantstrøm til en kapital defineres som resultatet til kapitalen minus endringen i kapitalen (Penman, 2013).

<b>Fri kontantstrøm</b>		<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>T+1</b>	<b>T+2</b>
Netto driftsresultat	<i>NDR</i>	704	749	813	859	883	882	855	803	819	835
+ Unormal netto driftsresultat	<i>UNDR</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Endring netto driftseiendeler	$\Delta NDE$	475	668	584	462	306	124	- 72	161	164	167
<b>= Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b><i>FKD</i></b>	<b>228</b>	<b>81</b>	<b>229</b>	<b>397</b>	<b>577</b>	<b>757</b>	<b>926</b>	<b>642</b>	<b>655</b>	<b>668</b>
+ Netto finansinntekter	<i>NFI</i>	2	2	3	4	5	5	6	6	5	5
+ Unormale netto finansinntekter	<i>UNFI</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Endring i finansielle eiendeler	$\Delta FE$	2	14	7	- 1	- 10	- 18	- 26	- 18	5	5
<b>= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b><i>FKS</i></b>	<b>228</b>	<b>69</b>	<b>225</b>	<b>402</b>	<b>592</b>	<b>781</b>	<b>957</b>	<b>666</b>	<b>656</b>	<b>669</b>
- Netto finanskostnad	<i>NFK</i>	84	100	120	141	161	179	195	206	214	218
+ Endring finansiell gjeld	$\Delta FG$	258	353	328	283	218	136	43	158	82	84
<b>= Fri kontantstrøm til EK</b>	<b><i>FKE</i></b>	<b>402</b>	<b>322</b>	<b>433</b>	<b>544</b>	<b>648</b>	<b>738</b>	<b>805</b>	<b>618</b>	<b>523</b>	<b>534</b>

Tabell 9.17 – Fri kontantstrøm til XXL i perioden 2018 - 2027

Den frie kontantstrømmen fra egenkapital tilsvarer netto betalt utbytte i det fremtidige resultatregnskapet. Denne kontantstrømmen ventes å være høy gjennom budsjettperioden som følge av økningen i finansiell gjeld. Videre vil den frie kontantstrømmen fra drift være høyest i 2024 som følge av et høyt netto driftsresultat og en reduksjon i netto driftseiendeler. Som tidligere forklart ventes de største investeringene å foregå i 2019 og 2020, som illustrert ved den store økningen i netto driftseiendeler.

Den frie kontantstrømmen fra drift og den frie kontantstrømmen til egenkapital vil i kapittel 11 neddiskonteres til dagens verdi for å finne et verdierestimert på egenkapitalen til XXL. Diskonteringsfaktorene som benyttes beregnes og presenteres i kapittel 10.

## 10 Fremtidskrav og strategisk fordel

I dette kapittelet vil vi beregne fremtidige kapitalkrav til henholdsvis egenkapital, netto driftskapital, finansielle eiendeler, finansiell gjeld og netto finansiell gjeld. Fremtidskravene vil bli benyttet som diskonteringsrente i kapittel 11 for å utarbeide et verdiesimat på selskapets egenkapital og tilhørende aksjekurs.

Metodikken og beregningene bygger i all hovedsak på teorien som ble presentert i kapittel 7. Av den grunn vil ikke beregningene presenteres i like stor detalj. Videre i kapittel 11 vil de budsjetterte kravene justeres ved en konvergeringsprosess, og derfor vil ikke kravene i dette kapittelet være de endelige. Ved å gjennomføre konvergeringsprosessen vil vektene bli oppdatert med virkelig verdi, såkalt verdivekting (Damodaran, 2012).

I de følgende delkapitlene benytter vi inngående balanse som vekter. Dette er avvikende fra beregningene i kapittel 7 da vi benyttet gjennomsnittlig kapital. Bakgrunnen for å benytte inngående balansevekter er at de fremtidige kontantstrømmene forventes å realiseres 31.12 (Petersen, et al., 2017).

### 10.1 Egenkapitalkrav

#### 10.1.1 Risikofri rente

Den estimerte langsiktige NIBOR-renten er beregnet med bakgrunn i gjennomsnittlig månedlig NIBOR fra 97-17 og dagens 10-årige statsobligasjonsrente. NIBOR (Norwegian Interbank Offered Rate) viser renten en bank krever for å låne ut norske kroner til en annen bank uten sikkerhet. Gjennomsnittlig månedlig NIBOR de siste 10 årene er vektet  $\frac{3}{4}$  mens 10-årig statsobligasjoner er vektet med  $\frac{1}{4}$ . Risikofri rente er tilbakevendende til gjennomsnittet i *steady state* (Kaldestad & Møller, 2016). NIBOR i *steady state* vil derfor være den estimerte langsiktige renten på 3,23%. NIBOR for budsjettperioden er funnet ved lineær utvikling fra 2017T-nivået til *steady state*.

$\frac{3}{4} * \text{Gjennomsnittlig 3-måned NIBOR 97-17}$	0,038
$+ \frac{1}{4} * \text{10-årig statsobligasjonsrente}$	0,016
<b>= Estimert langsiktig rente</b>	<b>0,032</b>

Tabell 10.1 – Estimert langsiktig rente

Den risikofrie renten før skatt er beregnet som 3-måneders NIBOR-rente fratrukket bankenes kreditrisikopremie.

Risikofri rente etter skatt	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
NIBOR 3 mnd	0,012	0,015	0,018	0,021	0,024	0,026	0,029	0,032	0,032	0,032
- Kreditrisikopremie bank (AA)	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,007	0,010	0,013	0,016	0,019	0,021	0,024	0,027	0,027	0,027
- Skatt	0,002	0,002	0,003	0,003	0,004	0,005	0,005	0,006	0,006	0,006
= Risikofri rente etter skatt	0,005	0,008	0,010	0,012	0,014	0,017	0,019	0,021	0,021	0,021

Tabell 10.2 - Risikofri rente etter skatt i perioden 2018 – 2027

### Selskapsskattesatsen

I 2017 er selskapsskattesatsen 24%. Regjeringen har foreslått å senke skatten ytterligere til 22% (Finansdepartementet, 2017). Hva som kommer til å skje etter det blir vanskelig å predikere, men Stortingsvalget i september 2017 indikerer et vedvarende lavt skattenivå. Vi har derfor satt skattesatsen stabil på 22% fra og med 2019.

Selskapsskattesats	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
Selskapsskattesats	0,23	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22

Tabell 10.3 - Selskapsskattesats i perioden 2018 - 2027

### 10.1.2 Egenkapitalbeta

Miller og Modiglianis første teorem sier at en bedrifts verdi er uavhengig av hvordan bedriften er finansiert. Teorien bygger på en forutsetning om perfekte friksjonsløse kapitalmarkeder. (Brealey, et al., 2012). Følgende teorem ligger til grunn i beregningen av fremtidig egenkapitalbeta, og det betyr at netto driftsbeta vil være konstant i all fremtid. Netto driftsbetaen vil da ha den samme verdien som ble funnet i kapittel 7 lik 0,326. Beregningen av årlig egenkapitalbeta for budsjettperioden er presentert i tabell 10.4

Netto driftsbeta		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
Egenkapitalbeta	$\beta_{EK}$	0,503	0,513	0,524	0,534	0,545	0,557	0,569	0,582	0,595	0,595
* Egenkapitalvekt	$EK/NDK$	0,631	0,617	0,605	0,592	0,580	0,567	0,555	0,542	0,530	0,530
+ Netto finansiell gjeldsbeta	$\beta_{NFG}$	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,023	0,023	0,023	0,023
* Netto finansiell gjeldsvekt	$NFG/NDK$	0,369	0,383	0,395	0,408	0,420	0,433	0,445	0,458	0,458	0,458
= Netto driftsbeta	$\beta_{NDK}$	0,326	0,326	0,326	0,326	0,326	0,326	0,326	0,326	0,326	0,326

Tabell 10.4 – Netto driftsbeta til XXL i perioden 2018 - 2027

### 10.1.3 Markedets risikopremie

Den beste prediksjonen på markedets fremtidige risikopremie er dagens estimat. I kapittel 7 benyttet vi en løpende markedsrisikopremie, men for fremtiden vil vi benytte en konstant markedsrisikopremie på 4,5%. Årsaken til at vi benytter en lavere markedsrisikopremie enn vi beregnet i kapittel 7 er at vi fremover ikke vil se like stor teknologisk fremgang som historisk og at produktivitetsveksten vil være lavere relativt til den historiske veksten i produktivitet. Denne kombinasjonen gjør at vi forventer en lavere markedsrisikopremie fordi det er liten grunn til å anta at slike hendelser vil inntreffe igjen (Døskeland, 2014).

### 10.1.4 Framtidig egenkapitalkrav

$$ekk = \underbrace{r_f \cdot (1 - s) + \beta_{EK} \cdot mrp}_{ekk_{CAPM}} + ilp_{EK}$$

For å beregne egenkapitalkravet benyttes kapitalverdimodellen som beskrevet i kapittel 7. Avkastningskravene for egenkapital presentert i tabell 10.5 er foreløpige og de budsjetterte vektene skal oppdateres med virkelige verdivekter i kapittel 11. Egenkapitalkravet benyttes til å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen for å beregne et verdiestimat på selskapets egenkapital.

Egenkapitalkrav		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
Risikofri rente	$r_f$	0,005	0,008	0,010	0,012	0,014	0,017	0,019	0,021	0,021	0,021
+ Egenkapitalbeta	$\beta_{EK}$	0,503	0,513	0,524	0,534	0,545	0,557	0,569	0,582	0,595	0,595
* Markedspremien	$mrp$	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045
= Egenkapitalkrav - CAPM		0,028	0,031	0,033	0,036	0,039	0,042	0,045	0,047	0,048	0,048
+ Illikviditetspremie	$ilp$	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Egenkapitalkrav	$ekk$	0,033	0,036	0,038	0,041	0,044	0,047	0,050	0,052	0,053	0,053

Tabell 10.5 – Egenkapitalkrav til XXL i perioden 2018 - 2027

## 10.2 Finansielle krav

Avkastningskravet til netto finansiell gjeld følger den samme fremgangsmetoden som ble benyttet i kapittel 7. Kravet finnes ved å vekte de respektive kravene til henholdsvis finansielle eiendeler og finansiell gjeld. For å estimere det endelige kravet til netto finansiell gjeld må det derfor først beregnes krav til finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

### 10.2.1 Syntetisk rating

Beregning av fremtidig syntetisk rating følger samme fremgangsmåte som ble benyttet i kapittel 6. Den syntetiske ratingen tar utgangspunkt i likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet.

Når det kommer til likviditetsgrad har vi tatt utgangspunkt i en lineær utvikling fra nivået i 2017T til bransjesnittet i *steady state*. Dette er gjort fordi vi mangler detaljnivå i fremtidsregnskapet til å beregne likviditetsgrad 1 på normal måte. Rentedekningsgraden og netto driftsrentabilitet er imidlertid beregnet på vanlig måte basert på tallene i fremtidsregnskapet. Egenkapitalprosenten beregnes i en likviditetsanalyse som egenkapitalens andel av totalkapitalen. Det fremtidige regnskapet mangler informasjon om totalkapital og vi har derfor beregnet egenkapitalprosenten ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{EK}{SSK} * \text{Gjennomsnittlig} \frac{SSK}{TK}$$

Egenkapitalprosenten beregnes ved å multiplisere egenkapitalens andel av sysselsatt kapital med det gjennomsnittlige forholdet mellom sysselsatt kapital og totalkapital over analyseperioden.

Syntetisk rating	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
Likviditetsgrad 1	1,211	1,245	1,278	1,312	1,345	1,379	1,412	1,446	1,446	1,446
Rentedekningsgrad	8,372	7,541	6,803	6,129	5,512	4,943	4,417	3,929	3,851	3,851
Egenkapitalprosent	0,499	0,490	0,482	0,473	0,464	0,455	0,446	0,437	0,437	0,437
Netto driftsrentabilitet	0,128	0,126	0,123	0,119	0,115	0,111	0,106	0,100	0,100	0,100
Syntetisk Rating	A	A	A	A	A	A	AA	BBB+	BBB+	BBB+
Vårt ratingestimat	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB

Tabell 10.6 – Syntetisk rating til XXL i perioden 2018 - 2027

Ratingen vi beregnet i likviditets- og soliditetsanalysen mener vi er for høy ut i fra XXLs situasjon. Mange av XXLs eiendeler er immaterielle og uten likvidasjonsverdi, og vi mener derfor at den syntetiske ratingen ikke hensyntar dette i tilstrekkelig grad. Av den grunn har vi valgt å overstyre den syntetiske ratingen som fremgår av likviditetsgraden, rentedekningsgraden, egenkapitalprosenten og netto driftsrentabiliteten. Det er stor risiko knyttet til XXL vekststrategi og det er dermed nærliggende å forutsette at bankene vil tillegge en høyere risikopremie enn det som fremgår direkte av fremtidsregnskapet.

Vi har i tillegg valgt å holde den fremtidige kreditrisikopremien konstant gjennom budsjettperioden fordi det er stor usikkerhet tilknyttet fremtidsregnskapet og en kreditrisikopremie tilpasset hvert enkelt år gjennom budsjettperioden vil gi inntrykk av et

presisjonsnivå som ikke er til stede. Av praktiske hensyn og basert på overnevnte momenter har vi derfor valgt å gi XXL en rating på BB gjennom hele budsjettperioden og i *steady state*. Det kan argumenteres for at ratingen burde ha vært høyere i den stabile fasen, men vi mener det er stor usikkerhet knyttet til XXLs fremtid at vi likevel velger å gi dem en BB-rating.

### 10.2.2 Finansielt gjeldskrav

Det fremtidige finansielle gjeldskravet beregnes som summen av den fremtidige risikofrie renten etter skatt og kreditrisikopremien. Det finansielle gjeldskravet etter skatt gjennom analyseperioden vises i tabell 10.7.

$$fgk = r_f \cdot (1 - s) + krp_{FG}$$

Finansielt gjeldskrav		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
Syntetisk rating		BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Risikofri rente etter skatt	$r_f$	0,005	0,008	0,010	0,012	0,014	0,017	0,019	0,021	0,021	0,021
+ Kreditrisikopremie	$krp$	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031
= Finansielt gjeldskrav etter skatt	$fgk$	0,036	0,039	0,041	0,043	0,045	0,048	0,050	0,052	0,052	0,052

Tabell 10.7 – Finansielt gjeldskrav til XXL i perioden 2018 - 2027

Det finansielle gjeldskravet øker gjennom analyseperioden som følge av en forventet økning i den risikofrie renten etter skatt.

### 10.2.3 Finansielt eiendelskrav

Det finansielle eiendelskravet er gitt ved kapitalkravet multiplisert med de respektive vektene. Formelen for beregning av det finansielle eiendelskravet er gitt som følger:

$$fek = kk \cdot \frac{KON}{FE} + fk \cdot \frac{FOR}{FE} + ik \cdot \frac{INV}{FE}$$

Kontantkrav:  $kk = r_f \cdot (1 - s)$

Fordringskrav:  $fk = r_f \cdot (1 - s) + krp_{FOR}$

Investeringskrav:  $ik = r_f \cdot (1 - s) + \beta_{INV} * mrp + ilp_{INV}$

Det finansielle eiendelskravet gjennom budsjettperioden presenteres i tabell 10.8.



Finansielt eiendelskrav		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
Kontantkrav	<i>kk</i>	0,005	0,008	0,010	0,012	0,014	0,017	0,019	0,021	0,021	0,021
* Kontantvekt	<i>KON/FE</i>	0,993	0,991	0,989	0,987	0,985	0,983	0,981	0,979	0,979	0,979
+ Fordringskrav	<i>fk</i>	0,015	0,018	0,020	0,022	0,024	0,027	0,029	0,031	0,031	0,031
* Fordringsvekt	<i>FOR/FE</i>	-	0,002	0,005	0,007	0,010	0,012	0,015	0,017	0,017	0,017
+ Investeringskrav	<i>ik</i>	0,055	0,058	0,060	0,062	0,064	0,067	0,069	0,071	0,071	0,071
* Investeringsvekt	<i>INV/FE</i>	0,007	0,006	0,006	0,006	0,005	0,005	0,004	0,004	0,004	0,004
= Finansielt eiendelskrav	<i>fek</i>	0,006	0,008	0,010	0,013	0,015	0,017	0,019	0,022	0,022	0,022

Tabell 10.8 – Finansielt eiendelskrav til XXL i perioden 2018 - 2027

Ved beregning av kontantvekt, fordringsvekt og investeringsvekt, har vi satt 2018-nivået likt som nivået i 2017T og satt verdien i T og *steady state* lik snittet gjennom analyseperioden. Årsaken til dette er at det vil være det beste anslaget på det normale nivået til XXLs finansielle eiendeler. Verdiene mellom disse to punktene har vi funnet ved å forutsette en lineær utvikling mellom 2018 og 2025.

### 10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav

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

Det fremtidige netto finansielle gjeldskravet er gitt ved en vektning av det finansielle gjeldskravet og det finansielle eiendelskravet. Netto finansielt gjeldskrav benyttes i neste delkapittel for å beregne netto driftskrav (WACC).

Netto finansielt gjeldskrav		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
Finansielt gjeldskrav	<i>fgk</i>	0,036	0,039	0,041	0,043	0,045	0,048	0,050	0,052	0,052	0,052
* Finansiell gjeldsvekt	<i>FG/NFG</i>	1,146	1,131	1,119	1,109	1,099	1,089	1,080	1,072	1,064	1,064
- Finansielt eiendelskrav	<i>fek</i>	0,006	0,008	0,010	0,013	0,015	0,017	0,019	0,022	0,022	0,022
* Finansiell eiendelsvekt	<i>FE/NFG</i>	0,146	0,131	0,119	0,109	0,099	0,089	0,080	0,072	0,064	0,064
= Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,041	0,043	0,045	0,047	0,048	0,050	0,052	0,054	0,054	0,054

Tabell 10.9 – Netto finansielt gjeldskrav til XXL i perioden 2018 - 2027

### 10.3 Netto driftskrav

Netto driftskapital er gitt ved en vektning av egenkapitalkravet og kravet til netto finansiell gjeld. Ved å vekte de ulike finansieringskildene basert på deres verdi og forventede avkastning, kan vi beregne selskapets total kapitalavkastningskrav. Beregningen følger av følgende formel:

$$ndk = ekk \cdot \frac{VEK}{NDK} + nfgk \cdot \frac{NFG}{NDK}$$

Netto driftskrav		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,033	0,036	0,038	0,041	0,044	0,047	0,050	0,052	0,053	0,053
* Egenkapitalvekt	<i>EK/NDK</i>	0,631	0,617	0,605	0,592	0,580	0,567	0,555	0,542	0,530	0,530
+ Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,041	0,043	0,045	0,047	0,048	0,050	0,052	0,054	0,054	0,054
* Netto finansiell gjeldsvekt	<i>NFG/NDK</i>	0,369	0,383	0,395	0,408	0,420	0,433	0,445	0,458	0,470	0,470
= Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,036	0,038	0,041	0,043	0,046	0,048	0,051	0,053	0,054	0,054

Tabell 10.10 – Netto driftskrav til XXL i perioden 2018 - 2027

Netto driftskravet benyttes i kapittel 11 til å neddiskontere fremtidig fri kontantstrøm fra drift for å beregne et verdiestimat av selskapets netto driftskapital. Av tabellen ser vi at egenkapitalkravene er lavere enn netto driftskravene, noe som synes å være uvanlig. Vi vil komme nærmere tilbake til konsekvensen av dette i kapittel 11.

## 10.4 Analyse av budsjett – strategisk fordel

Følgende delkapittel tar for seg den fremtidige lønnsomheten og identifisere fremtidig strategisk fordel for XXL. Rentabilitetsanalysen av fremtidsregnskapet gjøres for å synliggjøre XXLs fremtidige lønnsomhet, og analysen følger samme metodikk som i kapittel 8. Som følge av manglende bransjedata og lavt detaljnivå på fremtidsregnskapet til XXL, vil ikke kapitlet ta for seg de samme dekomponeringene av lønnsomheten som ble foretatt i kapittel 8. Den strategiske fordel skal her dekomponeres i en driftsfordel og en finansieringsfordel og driftsfordelen skal kun dekomponeres i en ren driftsfordel og en gearingfordel.

Superrentabilitet til egenkapital		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
Nettoresultat til egenkapital	<i>NRE</i>	621	652	696	722	726	707	666	603	610	622
/ Inngående egenkapital	<i>EK<sub>IB</sub></i>	3 459	3 678	4 007	4 271	4 449	4 527	4 496	4 356	4 341	4 428
= Egenkapitalrentabilitet	<i>ekr</i>	0,180	0,177	0,174	0,169	0,163	0,156	0,148	0,138	0,141	0,141
- Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,033	0,036	0,038	0,041	0,044	0,047	0,050	0,052	0,053	0,053
= Superrentabilitet til egenkapital	$\pi$	0,147	0,141	0,135	0,128	0,119	0,109	0,098	0,086	0,088	0,088

Tabell 10.11 - Superrentabilitet til egenkapital til XXL i perioden 2018 - 2027

Tabell 10.11 presenterer superrentabiliteten til egenkapital. Superrentabiliteten er svært høy i 2018 sammenlignet med 2017T og dette skyldes at vi har stor tro på at XXL kommer til å lykkes med den videre ekspansjonen til Mellom-Europa i 2018. Vi tror selskapet kan opprettholde høyere marginer i Mellom-Europa enn i Norden som følge av en mindre prisfokuset kundemasse, og dette vil resultere i en stor økning i superrentabilitet til egenkapitalen. Videre vil superrentabiliteten reduseres i budsjettperioden som følge høyere krav til avkastning på egenkapital og en noe lavere rentabilitet på egenkapitalen. En grundigere forklaring av dette følger i delkapittel 10.4.3.

I tillegg til høye budsjetterte marginer og lavere kapitalbinding i fremtiden, skyldes også den høye superrentabilitet i *steady state* den budsjetterte økningen i gjeldsandelen som reduserer

egenkapitalnivået. Når nivået på egenkapital blir lavere vil egenkapitalrentabiliteten øke, og dette vil konkretiseres ved gearingfordelen til drift i delkapittel 10.4.2.

### 10.4.1 Finansieringsfordel

I fremtidsregnskapet budsjetterte vi med finansiell gjeldsrente lik finansielt gjeldskrav og finansiell eiendelsrentabilitet lik finansielt gjeldskrav. Siden netto finansielt gjeldskrav bygger på en vektet differanse mellom det finansielle gjelds- og eiendelskravet, vil også netto finansiell gjeldsrente være lik netto finansielt gjeldskrav gjennom budsjettperioden. Det vil si at finansieringsfordelen er lik null gjennom hele budsjettperioden, som igjen betyr at finansieringen ikke vil ha noen påvirkning på den samlede strategiske fordel til XXL gjennom budsjettperioden.

Vi har budsjettert med en finansieringsfordel lik null fordi en slik fordel er vanskelig å opprettholde over tid. Finansmarkedene er effektivt organisert og består av mange aktører. Det vil derfor være urimelig å budsjettere med en finansieringsfordel fordi denne fordel vil nøytraliseres av den sterke konkurransesituasjonen blant finansaktørene (Petersen, et al., 2017).

### 10.4.2 Driftsfordel

Fordelen som skapes gjennom driften til selskapet er ofte den primære kilden til strategisk fordel. Driftsfordelen omfatter to hovedkategorier; strategisk driftsfordel og gearingfordel drift. Den strategiske driftsfordelen omtales som en *ren driftsfordel*, mens *gearingfordelen* skapes gjennom skalering av selskapets strategiske fordel (Petersen, et al., 2017).

#### Ren driftsfordel

Den rene driftsfordelen er gitt ved differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav. Som tidligere nevnt vil ikke den rene driftsfordelen dekomponeres videre i en intern ressursfordel og ekstern bransjefordel. Dette skyldes manglende detaljnivå i XXLs fremtidsregnskap og manglende fremtidig bransjedata. Basert på forutsetningene som ligger til grunn for budsjetteringen vil det likevel være mulig å si noe om hvor stor andel av den rene driftsfordelen som stammer fra ressursfordel og hva som stammer fra en bransjefordel.

Ren driftsfordel		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
Netto driftsresultat	<i>NDR</i>	704	749	813	859	883	882	855	803	819	835
/ Inngående netto driftskapital	<i>NDK<sub>IB</sub></i>	5 482	5 957	6 625	7 210	7 671	7 977	8 102	8 030	8 190	8 354
= Netto driftsrentabilitet	<i>ndr</i>	0,128	0,126	0,123	0,119	0,115	0,111	0,106	0,100	0,100	0,100
- Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,036	0,038	0,041	0,043	0,046	0,048	0,051	0,053	0,054	0,054
= Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	<b>0,092</b>	<b>0,087</b>	<b>0,082</b>	<b>0,076</b>	<b>0,069</b>	<b>0,062</b>	<b>0,055</b>	<b>0,047</b>	<b>0,046</b>	<b>0,046</b>

Tabell 10.12 – Ren driftsfordel til XXL i perioden 2018 - 2027

Den rene driftsfordelen til XXL er presentert i tabell 10.12. Tabellen viser at XXL vil ha en netto driftsrentabilitet høyere enn kravet gjennom hele budsjettperioden. Vi har budsjettert med en høyest driftsfordel i 2018 fordi vi tror XXL vil være en umiddelbar suksess i Mellom-Europa. Nyåpnede butikker gjør det ofte solid de første årene dersom de har klart å skape en interesse i kundemassen. Interessen rundt de allerede åpnede butikkene i Østerrike har vært stor og vi tror dette vil gi en umiddelbar effekt på XXLs lønnsomhet.

Den rene driftsfordelen har opprinnelse i en ressursfordel og en bransjefordel. I den strategiske analysen i kapittel 4 ble bransjen beskrevet som en bransje med høye marginer og det ble predikert at disse marginene vil holdes høye gjennom budsjettperioden, men avta noe for hvert år grunnet økende trussel fra substitutter. Dette synliggjøres i tabell 10.12 gjennom en fallende driftsfordel fra 9,2% i 2018 til 4,6% i *steady state*.

Den rene driftsfordelen på 4,6% i *steady state* stammer som nevnt fra en ekstern bransjefordel og en intern ressursfordel. Anslagsvis antar vi at rundt 50% fordeler seg på henholdsvis bransjefordel og ressursfordel. I kapittel 8 ble det identifisert en svak omløpsulempe for XXL gjennom analyseperioden. Det er budsjettert at omløpet til netto driftseiendeler vil konvergere mot bransjesnittet i *steady state* og følgelig må den budsjetterte interne ressursfordelen i *steady state* skyldes at XXL har høyere marginer enn bransjen. Vi har budsjettert med 5% driftsmargin i fremtiden for XXL. Vi tror sportsbransjen vil ha en noe lavere margin enn dette fordi marginene vil reduseres i årene som kommer som følge av stor økning i netthandel og sterkere substitutter. Ved hjelp av et godt logistikksystem som holder kostnadsnivået nede, samt en merkevare kunden gjenkjenner, kan XXL holde høyere marginer enn bransjen i fremtiden.

### Gearingfordel drift

Gearingfordel i drift er gitt ved å multiplisere den rene driftsfordelen med netto finansiell gjeldsgrad. En gearingfordel vil derfor være noe en virksomhet kan oppnå ved å finansiere driften med fremmedkapital. I tilfeller ved positiv ren driftsfordel vil denne rene driftsfordelen øke med skaleringen som lånefinansieringen gir (Petersen, et al., 2017).

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

der

$$\text{nfgg} = \frac{\text{NFG}}{\text{EK}}$$

Gearingfordel drift		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	0,092	0,087	0,082	0,076	0,069	0,062	0,055	0,047	0,046	0,046
* Netto finansiell gjeldsgrad	<i>nfgg</i>	0,585	0,620	0,653	0,688	0,724	0,762	0,802	0,843	0,887	0,887
= Gearingfordel drift	<i>GFD</i>	0,054	0,054	0,053	0,052	0,050	0,047	0,044	0,039	0,041	0,041

Tabell 10.13 – Gearingfordel drift til XXL i perioden 2018 - 2027

Tabell 10.13 presenterer gearingfordel i drift for XXL gjennom budsjettperioden. Gearingfordelen vil avta svakt fra 2018 til 2025 som følge av lavere ren driftsfordel. Den netto finansielle gjeldsgraden vil imidlertid øke gjennom budsjettperioden, noe som fører til at reduksjonen i gearingfordelen blir relativt lav. Den laveste gearingfordelen i drift er budsjettetert å være i 2025. Som følge av budsjettetert 50% gjeldsandel i forhold til netto driftseiendeler i *steady state* vil den netto finansielle gjeldsgraden være svært høy for XXL i *steady state*. Dette vil skalere opp den rene driftsfordelen i *steady state* og gi en liten økning i gearingfordel i forhold til nivået i 2025. Høyere netto finansiell gjeldsgrad innebærer også økt kredittrisiko. Dette er noe av grunnen til at vi har vært konservative ved fastsettelse av syntetisk rating i *steady state*.

I henhold til Miller og Modiglianis første teorem vil ikke kapitalstruktur påvirke verdien av selskapet. Dette ble konkretisert ytterligere i kapittel 7.2.5. Gearingfordelen vil derfor ikke kunne gi verdi til eierne av selskapet.

### 10.4.3 Oppsummering av strategisk fordel

XXLs strategiske fordel over budsjettperioden er presentert i tabell 10.14. Selskapets rene driftsfordel vil være hovedårsaken til den varige strategiske fordel. Driftsfordelen skriver seg trolig fra både en ekstern bransjefordel og en intern ressursfordel. Bransjefordelen skyldes at sportsbransjen vil oppnå en rentabilitet noe høyere enn driftskravet. Selskapets interne ressursfordel skyldes høye driftsmarginer som følge av kostnadseffektiv drift.

XXL vil ikke kunne oppnå en finansieringsfordel på grunn av konkurransesituasjonen i finansmarkedet, og følgelig finansieringsfordelen budsjettetert til null gjennom budsjettperioden. Den varige strategiske fordel på 8,8% skyldes at vi har stor tro XXLs ekspansjon til Mellom-Europa og opprettholdelse av selskapets sterke posisjon i Norden.

Strategisk fordel		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	T+2
Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	0,092	0,087	0,082	0,076	0,069	0,062	0,055	0,047	0,046	0,046
Gearingfordel drift	<i>GFD</i>	0,054	0,054	0,053	0,052	0,050	0,047	0,044	0,039	0,041	0,041
= Samlet driftsfordel	<i>DF</i>	0,147	0,141	0,135	0,128	0,119	0,109	0,098	0,086	0,088	0,088
+ Finansieringsfordel	<i>FF</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= <b>Strategisk fordel</b>	<b><i>SF</i></b>	<b>0,147</b>	<b>0,141</b>	<b>0,135</b>	<b>0,128</b>	<b>0,119</b>	<b>0,109</b>	<b>0,098</b>	<b>0,086</b>	<b>0,088</b>	<b>0,088</b>

Tabell 10.14 – Strategisk fordel til XXL i perioden 2018 – 2027

I *steady state* tror vi sportsbransjen vil ha god lønnsomhet som følge av den vedvarende interessen for sportsutstyr og fysisk aktivitet. I kapittel 4 ble lagerstyring identifisert som en viktig ressurs for XXL, og vi anser dette som hovedårsaken til høye driftsmarginer. I tillegg til høye driftsmarginer tror vi selskapet vil lykkes med sin europeiske ekspansjon. Effekten av driftsfordelen vil videre styrkes av fordelene som den finansielle gearingen gir, og lede til en varig strategisk fordel.

## 11 Fundamental verdsettelse

I kapittel 3 argumenterte vi for fundamental verdsettelse som vår primære verdsettelsesteknikk. I denne utredningen har vi foreløpig analysert selskapets underliggende økonomiske forhold og utarbeidet selskapets fremtidsregnskap med tilhørende krav. Dette grunnlaget vil vi benytte sammen med kvalitative vurderinger for å estimere egenkapitalverdien til XXL og dermed et verdiesimat per aksje.

Fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i to ulike modeller for å estimere egenkapitalverdien. Egenkapitalverdien kan beregnes enten ved direkte bruk av *egenkapitalmetoden* eller indirekte bruk av *selskapskapitalmetoden*. Med *egenkapitalmetoden* neddiskonterer man fremtidige kontantstrømmer til egenkapital med tilhørende krav. Under *selskapskapitalmetoden* skiller man igjen mellom *netto driftskapitalmetoden* og *sysselsatt kapitalmetoden* (Damodaran, 2012). I den videre analysen vil vi kun presentere *netto driftskapitalmetoden* fordi netto driftskapital er viet et større fokus enn sysselsatt kapital i utredningen. På den måten sikrer vi konsistens i utredningen og skiller mellom drifts- og finansrelaterte inntekter.

Kapittel 10 presenterte beregninger av fremtidskrav med utgangspunkt i de budsjetterte vektene. Som vi presiserte i kapitlet vil ikke disse kravene være endelige, og det vil derfor være avvik mellom de to metodene i de første verdiesimatene. Konvergeringsprosessen utføres for å oppdatere de aktuelle vektene for å kunne ende opp med et identisk estimat på egenkapitalverdien (Knivsflå, 2017h). Avslutningsvis vil vi benytte "Crystal Ball" for å gjennomføre en Monte Carlo-simulering. Denne simuleringen gjennomfører mange trekninger og tar høyde for og reflekterer usikkerheten i fremtidsregnskapets budsjett drivere (Damodaran, 2012).

### 11.1 Egenkapitalmetoden

Som nevnt vurderer denne metoden egenkapitalen direkte gjennom en neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer til egenkapital med tilhørende egenkapitalkrav. Verdien av egenkapitalen kan videre estimeres gjennom fire ulike modeller: *fri kontantstrøm-modellen*, *utbyttmodellen*, *superprofitt-* og *superprofittvekstmodellen*. Disse fire modellene vil gi identiske verdiesimater dersom de baserer seg på ekvivalente forutsetninger (Gjesdal, 2012).

### 11.1.1 Fri kontantstrøm-modellen

Fri kontantstrøm-modellen estimerer verdien av egenkapitalen som neddiskontert verdi av fremtidige kontantstrømmer til egenkapital (Damodaran, 2012). Kontantstrømmene neddiskonteres med tilhørende fremtidskrav. I *steady state* har vi forutsatt at selskapet har konstant vekst lik 2%, og dermed kan vi benytte *Gordons vekstformel* for å estimere virksomhetens horisontverdi. Beregningen følger av følgende formel:

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

$FKE$  = Fri kontantstrøm til egenkapitalen     $ekv$  = egenkapitalvekst

$ekk$  = egenkapitalkrav

$T = 8$  (budsjetthorison)

Gjesdal (2012) fremhever at modellen har en stor svakhet ettersom en stor del av dagens verdi vil være bestemt av terminalverdien. Vi velger likevel å benytte modellen fordi den har bred anerkjennelse og er mye brukt i praksis.

### 11.1.2 Utbyttmodellen

Utbyttmodellen anslår egenkapitalverdien som nåverdien av forventet fremtidig utbytte (Kaldestad & Møller, 2016). Over analyse- og budsjettperioden har vi forutsatt at *netto betalt utbytte (NBU)* er lik *fri kontantstrøm til egenkapital (FKE)*, og følgelig vil fri kontantstrøm- og utbyttmodellen gi identisk verdiestimat. Beregningen er tilsvarende som modellen ovenfor, med unntak av at det benyttes *NBU* fremfor *FKE*.

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

$NBU$  = Netto betalt utbytte

### 11.1.3 Superprofittmodellen

Ved bruk av superprofittmodellen defineres verdien av egenkapital som balanseført verdi av egenkapitalen tillagt nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapital (Gjesdal, 2012). *Gordons vekstformel* benyttes også i denne modellen for å fastslå terminalverdien.



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

$SPE = \text{Superprofitt til egenkapital}$

Gjesdal (2012) hevder en klar fordel ved denne metoden sammenlignet med kontantstrømbaserte modeller, er at den fokuserer på verdidriverne – lønnsomhet og vekst. Modellen er likevel mer ressurskrevende, men setter fokus på lønnsomhet og vekst fremfor kontantstrømmer.

### 11.1.4 Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekstmodellen fastslår verdien av egenkapital som den kapitaliserte verdien av neste års nettoresultat til egenkapital tillagt nåverdien av fremtidig vekst (Damodaran, 2012). Den fremtidige veksten vil i den aktuelle modellen utelukkende være positiv superprofittvekst, altså vil modellen kun gi verdi dersom veksten er positiv og selskapet på den måten oppnår økt superprofitt.

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

$\Delta SPE = \text{superprofittvekst til egenkapitalen}$

Modellen måler hvor mye som er investert i selskapet og hva avkastningen er sammenlignet med kravet. Således fokuserer også denne modellen på verdidriverne – lønnsomhet og vekst (Gjesdal, 2012).

## 11.2 Selskapskapitalmetoden

Egenkapitalverdien beregnes indirekte gjennom selskapskapitalmetoden ved å beregne hele verdien på selskapet før en trekker ut gjeld (Damodaran, 2012). Metoden tar utgangspunkt i netto driftskapital, og egenkapitalverdien kan videre estimeres ved bruk av de fire modellene som under egenkapitalmetoden. Forskjellen mellom egenkapital- og selskapskapitalmetoden er at man neddiskonterer med netto driftskrav fremfor egenkapitalkrav (Damodaran, 2012).



Tabell 11.3 – Superprofittmodellen – EK-metoden

<b>ΔSPE-modellen</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>T+1</b>	<b>T+2</b>	<b>T+3</b>
Nettoreultat i år 1		621										
Kapitalisert verdi	<b>18 689</b>											
Superprofittvekst til EK			11,8	18,4	- 0,3	- 20,9	- 41,5	- 60,2	- 75,0	- 1,6	0,2	0,2
/ Diskonteringsfaktor			1,033	1,070	1,112	1,158	1,209	1,266	1,330	1,400	1,474	0,049
<b>= NV fra 2 til T+2</b>	<b>- 129</b>		<b>11,4</b>	<b>17,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-18,0</b>	<b>-34,3</b>	<b>-47,5</b>	<b>-56,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,1</b>	<b>4,0</b>
<b>+ Kapitalisert verdi</b>	<b>- 3 882</b>											
Horisontverdi fra T+3	4											
<b>+ Kapitalisert verdi</b>	<b>120</b>											
<b>= Verdien av EK</b>	<b>14 927</b>											

Tabell 11.4 – Superprofittvekstmodellen – EK-metoden

### 11.3.2 Selskapskapitalmetoden

<b>FKD-modellen</b>	<b>2017T</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>T+1</b>	<b>T+2</b>
FKD		228	81	229	397	577	757	926	642	655	668
/ Diskonteringsfaktor		1,036	1,076	1,120	1,169	1,223	1,282	1,348	1,420	1,496	1,577
<b>= NV fra 1 til T+1</b>	<b>3 479</b>	<b>220</b>	<b>75</b>	<b>204</b>	<b>339</b>	<b>472</b>	<b>591</b>	<b>687</b>	<b>452</b>	<b>438</b>	<b>424</b>
<b>+ Horisontverdi fra T+2</b>	<b>13 229</b>										
<b>= Verdien av NDK</b>	<b>16 708</b>										
- Netto finansiell gjeld	2 023										
<b>= Verdien av EK</b>	<b>14 685</b>										

Tabell 11.5 – Frikontantstrøm-/Utbyttmodellen – NDK-metoden

<b>SPD-modellen</b>	<b>2017T</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>T+1</b>	<b>T+2</b>
Balanseført NDK	5 482										
Superprofitt fra NDK		506	519	541	545	529	494	441	373	379	386
/ Diskonteringsfaktor		1,036	1,076	1,120	1,169	1,223	1,282	1,348	1,420	1,496	1,577
<b>= NV fra 1 til T+1</b>	<b>3 581</b>	<b>488</b>	<b>483</b>	<b>483</b>	<b>466</b>	<b>433</b>	<b>386</b>	<b>327</b>	<b>263</b>	<b>253</b>	<b>245</b>
<b>+ Horisontverdi fra T+2</b>	<b>7 645</b>										
<b>= Verdien av NDK</b>	<b>16 708</b>										
- Netto finansiell gjeld	2 023										
<b>= Verdien EK</b>	<b>14 685</b>										

Tabell 11.6 – Superprofittmodellen – NDK-metoden

<b>ΔSPD-modellen</b>	<b>2017T</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>T+1</b>	<b>T+2</b>	<b>T+3</b>
Nettoreultat fra NDE		704										
Kapitalisert NDR i år 1	<b>19 529</b>											
Superprofittvekst NDK			11,9	18,7	0,1	- 20,4	- 40,8	- 59,5	- 74,3	- 0,8	1,1	1,1
/ Diskonteringsfaktor			1,036	1,076	1,120	1,169	1,223	1,282	1,348	1,420	1,496	0,051
<b>= NV fra 2 til T+2</b>	<b>- 123</b>		<b>11,5</b>	<b>17,4</b>	<b>0,1</b>	<b>- 17,4</b>	<b>- 33,4</b>	<b>- 46,4</b>	<b>- 55,1</b>	<b>- 0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>21,6</b>
<b>+ Kapitalisert verdi av ΔSPD</b>	<b>- 3 420</b>											
Horisontverdi fra T+3	22											
<b>+ Kapitalisert horisontverdi</b>	<b>600</b>											
<b>= Verdien av NDK</b>	<b>16 708</b>											
- Netto finansiell gjeld	2 023											
<b>= Verdien av EK</b>	<b>14 685</b>											

Tabell 11.7 – Superprofittvekstmodellen – NDK-metoden

### 11.3.3 Oppsummering av første verdiestimat

Tabell 11.7 oppsummerer første verdiestimat av egenkapitalen. For å beregne verdien per aksje, deler vi verdien av egenkapitalen på antall aksjer. Per 15.10.2017 har XXL 138 512 128 utestående aksjer. Med utgangspunkt i det gjennomsnittlige verdiestimatet på 14 806 000 000 kroner vil verdiestimatet per aksje bli **kr 107**.

Verdien av egenkapitalen	FK-modell	SP-modell	ΔSP-modell	Gjennomsnitt
EK-metode	14 927	14 927	14 927	14 927
NDK-metode	14 685	14 685	14 685	14 685
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>14 806</b>	<b>14 806</b>	<b>14 806</b>	<b>14 806</b>

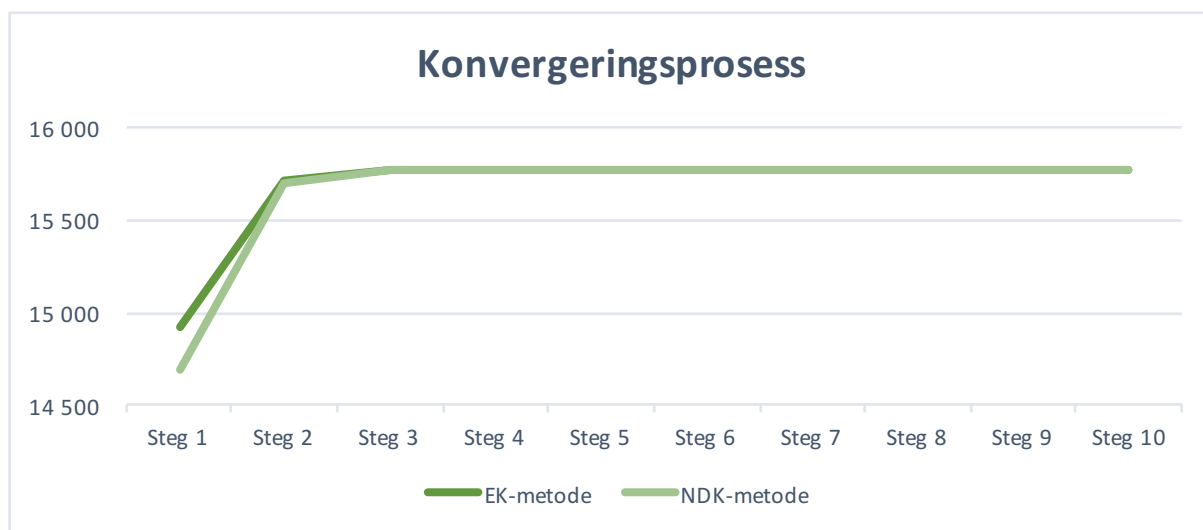
Tabell 11.8 – Første verdiestimat av egenkapitalverdien til XXL

## 11.4 Konvergens mot et felles verdiestimat

Vårt første estimat av egenkapitalverdien benytter budsjetterte vekter, men dette gir et feilaktig verdiestimat ettersom de budsjetterte vektene avviker fra de reelle vektene. Derfor vil vi benytte en konvergeringsprosess som sekvensielt justerer vektene mot virkelig verdi, for deretter å beregne egenkapitalverdien til XXL. Denne konvergeringsprosessen består av følgende steg (Knivsflå, 2017h):

1. Benytt det gjennomsnittlige verdiestimatet på egenkapital fra forrige steg (n-1) til å beregne nye verdivekter, samt egenkapital- og netto driftskrav.
2. Beregn nytt verdiestimat på egenkapitalen basert på oppdaterte verdivekter og krav.
3. Gjennomfør punkt 1 og 2 helt til avviket mellom verdiestimatene til de to ulike metodene er marginal.

Konvergeringsprosessen er illustrert i figur 11.1 og tabell 11.8. Det gjennomsnittlige avviket mellom EK-metoden og NDK-metoden er -1,63% i steg 1, og de to metodene gir allerede et relativt likt verdiestimat. Ettersom vi ønsker et avvik lik null utfører vi flere steg. Det endelige verdiestimatet basert på konvergeringsprosessen er 15 772. Verdiestimatet tar riktignok ikke hensyn til betydelige usikkerhetsmomenter som vi vil analysere videre i dette kapittelet. Med utgangspunkt i konvergeringsprosessen blir verdiestimatet per aksje **kr 114**.



Figur 11.1 – Konvergeringsprosess fra steg 1 – steg 10

Steg	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10
EK-metode	14 927	15 719	15 768	15 771	15 772	15 772	15 772	15 772	15 772	15 772
NDK-metode	14 685	15 702	15 767	15 771	15 772	15 772	15 772	15 772	15 772	15 772
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>14 806</b>	<b>15 710</b>	<b>15 768</b>	<b>15 771</b>	<b>15 772</b>	<b>15 772</b>	<b>15 772</b>	<b>15 772</b>	<b>15 772</b>	<b>15 772</b>
Avvik i %	-1,631 %	-0,113 %	-0,007 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %

Tabell 11.9 – Konvergeringsprosess fra steg 1 til steg 10 med prosentvis avvik

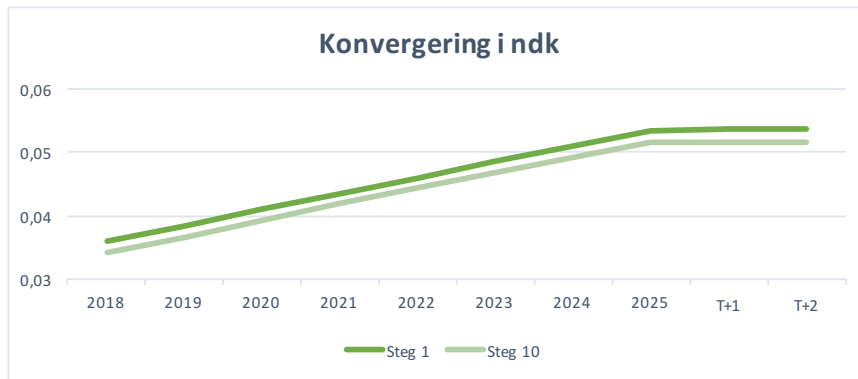
Av både figuren og tabellen kan vi se at begge metodene i utgangspunktet gir et for lavt verdiestimat. Utviklingen i verdiestimatet henger sammen med konvergeringen i kapitalkravene som er illustrert i figurene under. Horisontverdien fra T+2 er svært følsom for endringer i kapitalkravene, og differansen i kravene mellom første og siste steg i konvergeringen er den viktigste årsaken til ulike verdiestimer.

Som vi ser av figur 11.2 er egenkapitalkravet lavere i siste steg sammenlignet med det første steget i konvergeringen. Dette forklarer hvorfor verdiestimatet øker gjennom stegene. Et høyt egenkapitalkrav vil gi en lavere terminalverdi, og motsatt er tilfellet med et lavt egenkapitalkrav (Gjesdal, 2012).



Figur 11.2 – Konvergering i ekk fra steg 1 til steg 10

Av figur 11.3 kan vi se at også netto driftskravet er lavere i steg 10 enn i steg 1. Konsekvensen av dette er at nåverdien av terminalverdien fra T+2 beregnes noe lavt i steg 1 og derfor får vi et lavere verdiestimat. Utviklingen i verdiestimatet kan altså forklares ved at kravene blir lavere i steg 10, og vi får derfor høyere terminalverdier.



Figur 11.3 – Konvergering i ndk fra steg 1 til steg 10

Reduksjonen i netto driftskravet synes å være noe spesiell. Dette skyldes at netto driftskravet beregnes ved å vekte egenkapitalkravet og det netto finansielle gjeldskravet basert på følgende formel:

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

I budsjettperioden er egenkapitalkravet lavere enn det netto finansielle gjeldskravet. Netto driftskravet faller derfor gjennom konvergeringsstegene ettersom egenkapitalvektingen blir relativt større og netto finansiell gjeldsvekten mindre. Årsaken til dette er at verdien av egenkapitalen er større i steg 10 sammenlignet med steg 1, som vist i figur 11.1.

#### 11.4.1 Vurdering av verdiestimatet

Verdiestimatet fra konvergeringsprosessen blir kr 114. Dette gjør at vi får et pris/bok-forhold og pris/fortjeneste-forhold lik:

$$P/B = \frac{114 * 138\,512}{3\,459} = 4,6 \quad P/E = \frac{114 * 138\,512}{621\,000} = 25$$

Multiplikatorene vil vi senere komme tilbake til, men disse kan kort kommenteres. Et pris/bok-forhold over 1 indikerer at selskapet er i stand til å skape merverdier på selskapets eiendeler (Kaldestad & Møller, 2016). Årsaken til at vår beregnede P/B-multiplikator overstiger 1 er at

vi forventer synergier fra lagerstyringen som vil gi lavere kostnader og derfor høyere marginer enn bransjen. Vi identifiserte lagerstyringen som XXLs viktigste ressurs i delkapittel 4.2.

Sammenlignet med konsensus er vår fremoverskuende P/E-multiplikator  $25 > 23$  (DN, 2017a). For å ha en mer fremoverskuende tilnærming er multiplikatoren beregnet med hensyn på estimert årsresultat i 2018 (Damodaran, 2012). Det normale P/E-forholdet er gitt ved 1/avkastningskrav (Penman, 2010). I vårt tilfelle gir dette et P/E-forhold lik:

$$P/E = \frac{1}{0,028} = 36$$

Vår fremoverskuende multiplikator er altså lavere enn normalt. Dette innebærer at superprofittveksten er fallende, som videre er konsistent med fallende strategisk fordel over budsjettperioden (Penman, 2013).

Avviket mellom vårt estimat og konsensus er lite, og kan skyldes ulikheter i forutsetninger for verdierestimater. P/E-forholdet er lavere enn normalt hvilket samsvarer med en lavere strategisk fordel over tid. Vi anser derfor vårt foreløpige verdierestimater på kr 114 for å være et rimelig estimat på aksjekursen per 15. oktober 2017.

## 11.5 Analyse av usikkerhet

Verdierestimater vi presenterte i kapittel 11.4 tar utgangspunkt i forventet utvikling på de ulike budsjettdriverne, som gir et punkttestimat på forventet aksjeverdi. Det foreligger betydelig usikkerhet rundt budsjettdriverne og dermed også verdierestimater. I kapittel 10.2 overstyrte vi selskapets syntetiske rating, og således har vi hensyntatt konkurrisikoen til XXL i fremtidsregnskapet. Videre i delkapittelet vil vi derfor analysere usikkerheten i budsjettdriverne for å få innsikt i hvordan endringer i disse vil påvirke det endelige verdierestimater. Vi benytter analyseverktøyet Crystal Ball for å simulere ulike scenarier.

### 11.5.1 Simuleringsanalyse med Crystal Ball

Ved å benytte simuleringsanalyser vil vi kunne estimere ulike kontanstrømmer og dermed synliggjøre usikkerheten i verdierestimater (Damodaran, 2012). Budsjett- og verdidriverne omgjøres til stokastiske eller usikre variabler, og en gir således driverne en sannsynlighetsfordeling slik at de varierer innenfor et spesifikt intervall (Charnes, 2012). En

slik analyse er fordelaktig fordi den avdekker usikkerheten i verdiesestimater og sensitiviteten til de ulike driverne (Damodaran, 2012). Simuleringene baserer seg på vårt opprinnelige punkttestimat på kr 114.

### Kritiske risikofaktorer

I simuleringanalysen vil vi benytte følgende risikofaktorer:

- Driftsinntektsvekst
- Netto driftsmargin
- Omløpet til netto driftseiendeler
- Markedets risikopremie
- Egenkapitalbeta
- Langsiktig risikofri rente
- Langsiktig finansiell gearing

Som vi diskuterte i kapittel 9 antar vi en lineær korrelasjon mellom de ulike budsjettpunktene. Ved å gjøre disse punktene stokastiske vil endringer derfor påvirke de lineært avhengige variablene.

### Driftsinntektsvekst

På kort sikt setter vi standardavviket lik det historiske standardavviket i analyseperioden ettersom vi forventer samme utvikling i markedet fremover. På mellomlang sikt, i periode M, forventer vi noe høyere usikkerhet. Standardavviket oppjusteres derfor med 50%. På lang sikt har vi forutsatt at veksten er lik 2,0%. Ettersom den langsiktige veksten er usikker benytter vi en symmetrisk trekantfordeling mellom 0,5% og 3,5%.

Driftsinntektsveksten	År	Forventet driftsinntektsvekst	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 2	2019	12,50 %	10 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2022	9,80 %	15 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2025	2,00 %	T[0,5%;3,5%]	Symmetrisk trekantfordeling

Tabell 11.10 – Driftsinntektsvekst i de ulike budsjettpunktene

Videre er det naturlig å anta at høy vekst vil medføre høye krav. Dette skyldes at alternativkostnaden til kapitalen er høy. Driftsinntektsveksten i *steady state* vil derfor ha en naturlig sammenheng med avkastningskravene til egenkapital og netto driftskapital. Driftsinntektsveksten vil derfor korrelere svakt med markedsrisikopremien i *steady state* med en korrelasjonskoeffisient lik 0,1. Dette er gitt ved:

$$Kor(div, mrp) = 0,1$$



### Netto driftsmargin

På lik linje som driftsinntektsveksten, vil estimatet for netto driftsmargin på kort- og mellomlang sikt påvirkes av konkurransesituasjonen i sportsbransjen. Over analyseperioden har netto driftsmargin vært stabil med et standardavvik på 2%. Vi tror marginene vil holde seg stabile i noen år fremover, men forventer økt usikkerhet på mellomlang sikt. Standardavviket oppjusteres også her med 50%.

I *steady state* har vi budsjettert med netto driftsmargin på 5%. For å hensynta usikkerheten i verdiesimatet benytter vi en symmetrisk trekantfordeling mellom 2,5% og 7,5%.

Netto driftsmargin	År	Forventet netto driftsmargin	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2018	8,00 %	2 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2019	7,60 %	2 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2022	6,30 %	3 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2025	5,00 %	T[2,5%;7,5%]	Symmetrisk trekantfordeling

Tabell 11.11 – Netto driftsmargin i de ulike budsjettpunktene

For denne driveren ønsker vi også å benytte en korrelasjon. Selskaper som har høy driftsmargin tenderer å ha lavt omløp på netto driftseiendeler (Petersen, et al., 2017). Det er derfor nærliggende å anta at om et selskap vil øke driftsmarginen vil dette gå utover omløpet. Vi velger derfor å benytte en svak negativ korrelasjon mellom netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler, gitt ved:

$$Kor(ndm, onde) = -0,1$$

Det vil også være naturlig at selskaper med høy netto driftsmargin tar en høy finansiell risiko og derfor har en høyere finansiell gearing (Petersen, et al., 2017). Over analyseperioden finner vi en sterk korrelasjon mellom disse på 0,7159. Vi velger derfor å forutsette at den fremover vil være litt lavere, gitt ved:

$$Kor(ndm, fgd) = 0,5$$

### Omløpet til netto driftseiendeler

Over analyseperioden har omløpet til netto driftseiendeler hatt et standardavvik på 25%. Dette skyldes i stor grad omløpet før aksjeemisjonen i 2014. Standardavviket etter 2014 er 11%. Det estimerte omløpet til netto driftseiendeler i 2018 ligger høyere enn gjennomsnittet for analyseperioden, hvilket tilsier at dette muligens er unormalt. Derfor forutsetter vi at standardavviket på kort sikt vil være tilnærmet halvparten av gjennomsnittet over analyseperioden. På mellomlang sikt antar vi at usikkerheten vil øke noe, og oppjusterer derfor

med 50%. På lengre sikt forutsetter vi at omløpet til netto driftseiendeler vil være tilnærmet lik bransjesnittet.

Omløpet til netto driftseiendeler	År	Forventet <i>onde</i>	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2018	1,6	T[1,5;1,7]	Symmetrisk trekantfordeling
Budsjettpunkt 2	2019	1,66	T[1,6;1,8]	Symmetrisk trekantfordeling
Budsjettpunkt M	2022	1,83	T[1,7;2,0]	Symmetrisk trekantfordeling
Budsjettpunkt T	2025	2	T[1,9;2,1]	Symmetrisk trekantfordeling

Tabell 11.12 – Omløpet til netto driftseiendeler i de ulike budsjettpunktene

### Øvrige risikofaktorer

Andre kritiske risikofaktorer	Forventet verdi	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Egenkapitalbeta	0,512	10 %	Normalfordelt
Markedets risikopremie	0,045	T[0,038;0,062]	Symmetrisk trekantfordeling
Langsiktig risikofri rente	0,021	T[0,02;0,044]	Symmetrisk trekantfordeling
Langsiktig finansiell gearing	0,5	T[40%;60%]	Symmetrisk trekantfordeling

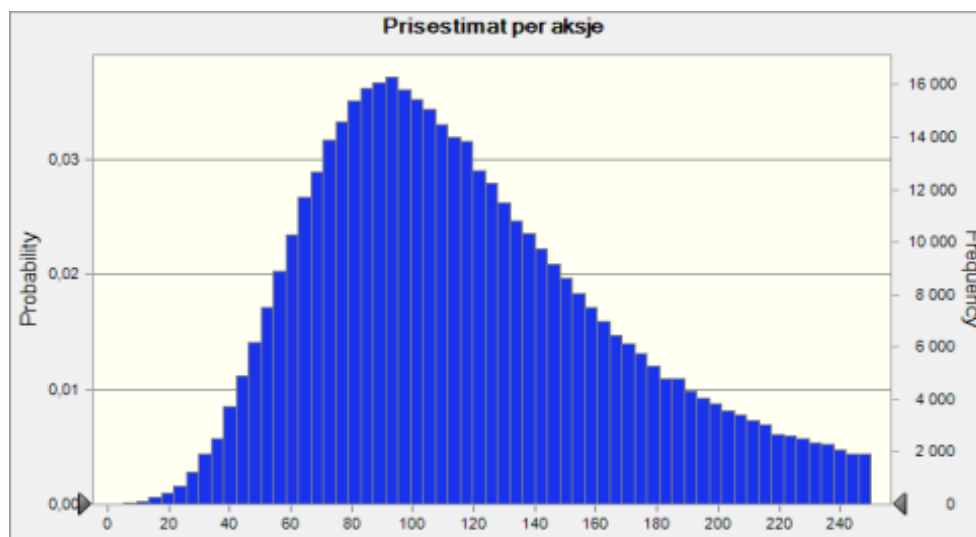
Tabell 11.13 – Andre kritiske risikofaktorer

Egenkapitalbetaen er den justerte egenkapitalbetaen i 2017T, og standardavviket er derfor beregnet som standardavviket til betaen over analyseperioden.

Markedets risikopremie, langsiktig risikofri rente og finansiell gearing er symmetrisk trekantfordeling fordi verdiene av disse risikofaktorene forventes å variere innenfor gitte intervaller.

### Simuleringsanalyse

I det følgende vil vi presentere resultatet av en Monte Carlo-simulering med 500 000 trekninger. For denne simuleringen har vi benyttet Crystal Ball, som er et tilleggsprogram i MS Excel. Vi har forutsatt at simuleringen kun skal inkludere verdier i intervallet [0, 250]. Dette gjør at vi får et mer realistisk scenario ettersom ekstremverdier utelukkes. Bakgrunnen for fastsettelse av nedre grense er den forventede verdien for aksjonærer ved konkurs, mens øvre grense er fastsatt etter beste skjønn. Konsekvensen av intervallet er at 61 737 trekninger utelukkes, både negative og positive ekstremverdier. Simuleringen gir oss et bilde av vurderingsusikkerheten, men fastslår ikke om forutsetningene for simuleringen er systematisk optimistiske ("upward biased") (Kaldestad & Møller, 2016). Simuleringsresultatet er presentert i figur 11.4 og tabell 11.14.



Figur 11.4 – Monte Carlo-simulering av prisestimat per aksje

Statistics	Prisestimat per aksje
Trials	438 263
Base Case	114
Mean	117
Median	110
Mode	---
Standard Deviation	48,57
Variance	2 358,81
Skewness	0,60
Kurtosis	2,78
Coeff. of Variation	0,41
Minimum	-
Maximum	250
Range Width	248,55
Mean Std. Error	0,07
Filtered Values	61 737

Tabell 11.14 – Data fra Monte Carlo-simuleringen

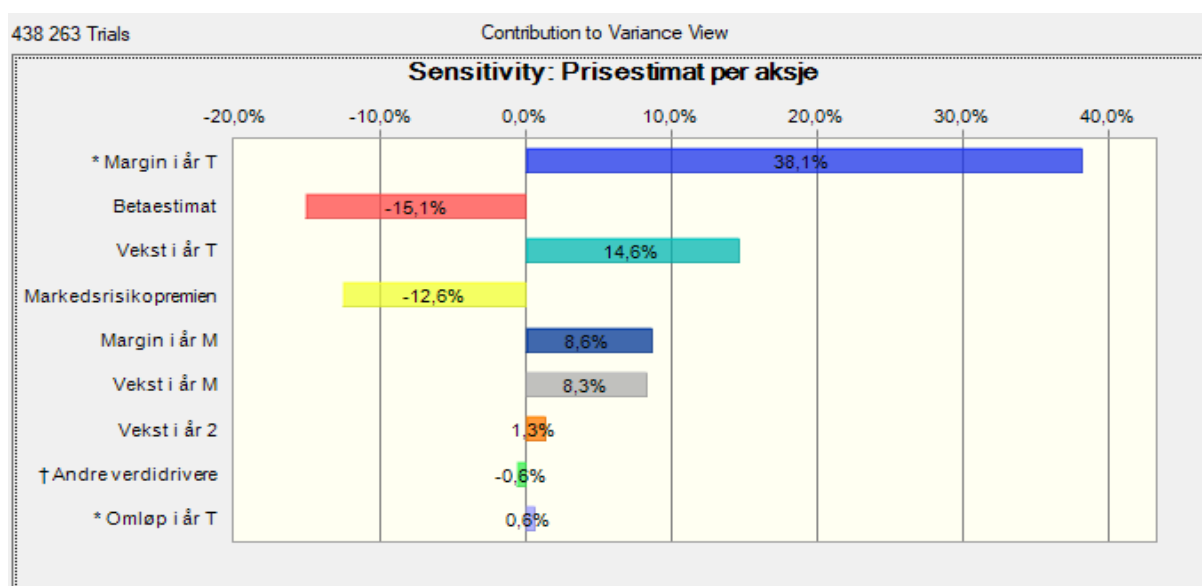
Monte Carlo-simuleringen presenterer et gjennomsnittlig verdiestimat på 117 kroner per aksje, som er litt høyere enn vårt opprinnelige estimat. I simuleringen har det vært flest trekninger i underkant av 100 kroner per aksje. Videre har vi en høyre-forskyvning som kan forklare hvorfor gjennomsnittsverdien er høyere enn vårt opprinnelige verdiestimat. Koeffisienten tilknyttet ”Skewness” er beregnet til 0,60. Dette forklarer forskyvningen ettersom en koeffisient lik null utgjør en perfekt normalfordeling, mens en positiv verdi tilsier en lang høyrehale (Abbott, 2014). ”Kurtosis”-verdien på 2,78 fastslår at kurven er nokså normalfordelt, da en verdi lik 3 tilsvarer en perfekt normalfordeling av observasjonene (Abbott, 2014).

Det er betydelig usikkerhet omkring verdiestimatet ettersom standardavviket er beregnet til 48,57%. Sannsynligheten for et verdiestimat lik null er beregnet til 0,001%. Dette tilsvarer en syntetisk rating lik AA, og dermed svært lav sannsynlighet for konkurs. Variasjonskoeffisienten synes å være påvirket av dette, og fremstår av den grunn noe lav. Vi mener likevel at konkurrisikoen er hensyntatt ved å overstyre den syntetiske ratingen, og koeffisienten synes derfor å være rimelig.

Avviket i den beregnede konkurrisikoen og risikoen vi har benyttet kan i stor grad tilskrives at modellen ikke tar hensyn til likvidasjonsverdien av goodwill som er en betydelig balansepost for XXL. Dette forklarte vi nærmere i kapittel 10.2 hvor vi overstyrte selskapets fremtidige syntetiske rating.

### Sensitivitetsanalyse

For å oppnå en dypere forståelse av variasjonen i verdiestimatet vil det være fordelaktig å undersøke de ulike budsjettdriverens påvirkning på verdiestimatet (Damodaran, 2012). Budsjettdriverens påvirkning er presentert i figur 11.5, og figuren er hentet direkte fra tilleggsprogrammet Crystal Ball.



Figur 13.5 – Sensitivitetsanalyse til Monte Carlo-simulering

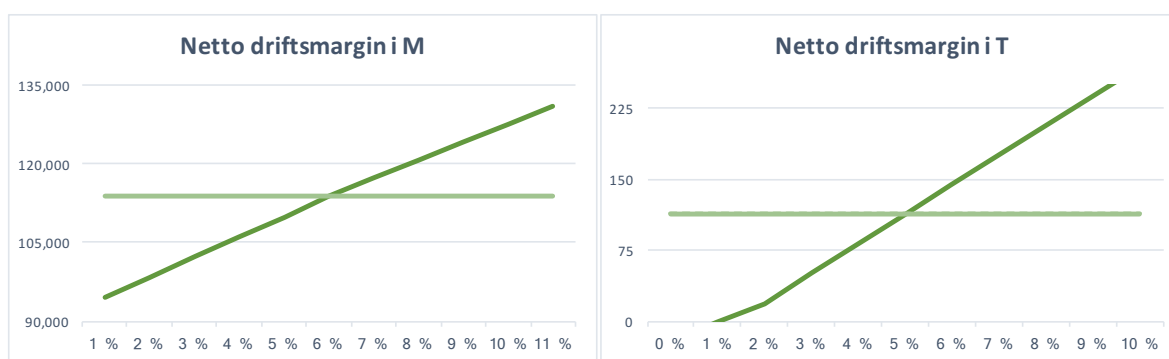
Av figuren kan se vi at verdiestimatet er mest følsomt for endringer i marginen i budsjettpunkt T. Dette er rimelig ettersom horisontverdien representerer en relativt stor del av selskapets neddiskonterte kontantstrømmer. Videre er verdiestimatet følsomt for blant annet betaestimatet, veksten i budsjettpunkt T og markedsrisikopremien. Vi vil i de følgende avsnittene analysere disse driverne nærmere.

### Margin i år T

Netto driftsmarginen i budsjettpunkt T er variabelen som påvirker verdiestimatet mest. Dette er en naturlig antakelse ettersom marginen i budsjettpunkt T vil være et mål på lønnsomheten ved konstant vekst (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015). Oppsidepotensialet til aksjen vil derfor i stor grad være påvirket av netto driftsmargin. Av figur 11.5 kan vi se at marginen i år T representerer 38,1% av variasjonen i verdiestimatet, og analysen indikerer derfor at marginen i *steady state* er en svært kritisk risikofaktor for selskapet.

Som illustrert i figur 11.6 ser vi at en prosentvis endring i netto driftsmargin i budsjettpunkt T påvirker verdiestimatet i betydelig grad. Dette underbygger at verdiestimatet er svært sensitivt for endringer i netto driftsmargin i budsjettpunkt T. Netto driftsmargin i budsjettpunkt M har også relativt stor påvirkning på verdiestimatet, som illustrert i figur 11.6 hvor den horisontale linjen representerer det opprinnelige verdiestimatet på kr 114.

Ved å endre på enkeltfaktorer som dette, og holde alt annet like, er det lett å se betydningen av å opprettholde en høy netto driftsmargin. Marginale reduksjoner i kostnader kan derfor bidra positivt til lønnsomheten og følgelig verdiestimat.



Figur 11.6 – Netto driftsmargin i budsjettpunkt M og T

### Betaestimat

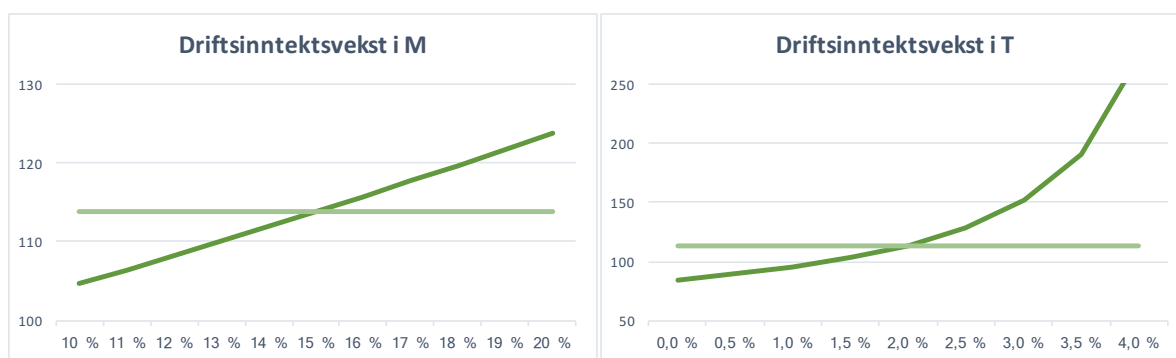
Verdiestimatet påvirkes betydelig av betaestimatet. Dette virker rimelig da betaestimatet påvirker både egenkapitalkravet og netto driftskravet, og følgelig diskonteringsfaktoren. Estimater per aksje er svært følsomt for endringer i diskonteringsfaktoren ettersom disse i stor grad påvirker de neddiskonterte kontantstrømmene.

### Vekst i år T

Driftsinntektsveksten i budsjettpunkt T representerer 14,6% av variasjonen i verdiestimatet. Lønnsomheten i selskapet vil i betydelig grad avhenge av både driftsinntektene og driftsmarginen, og det er derfor ikke overraskende at denne variabelen har en sterk påvirkning på verdiestimatet.

Av figur 11.7 kan vi se konsekvensene av endringer i driftsinntektsveksten på mellomlang og lang sikt. En konveks graf indikerer at horisontverdiene øker betraktelig når veksten nærmer seg avkastningskravene. Dersom veksten i *steady state* overstiger den opprinnelige estimerte veksten på 2% påvirker dette verdiestimatet betydelig.

Dette illustrerer at det er en direkte sammenheng mellom driftsinntektsvekst og den fundamentale verdsettelsen. En slik sammenheng er både naturlig og intuitiv i henhold til grunnleggende økonomisk teori.



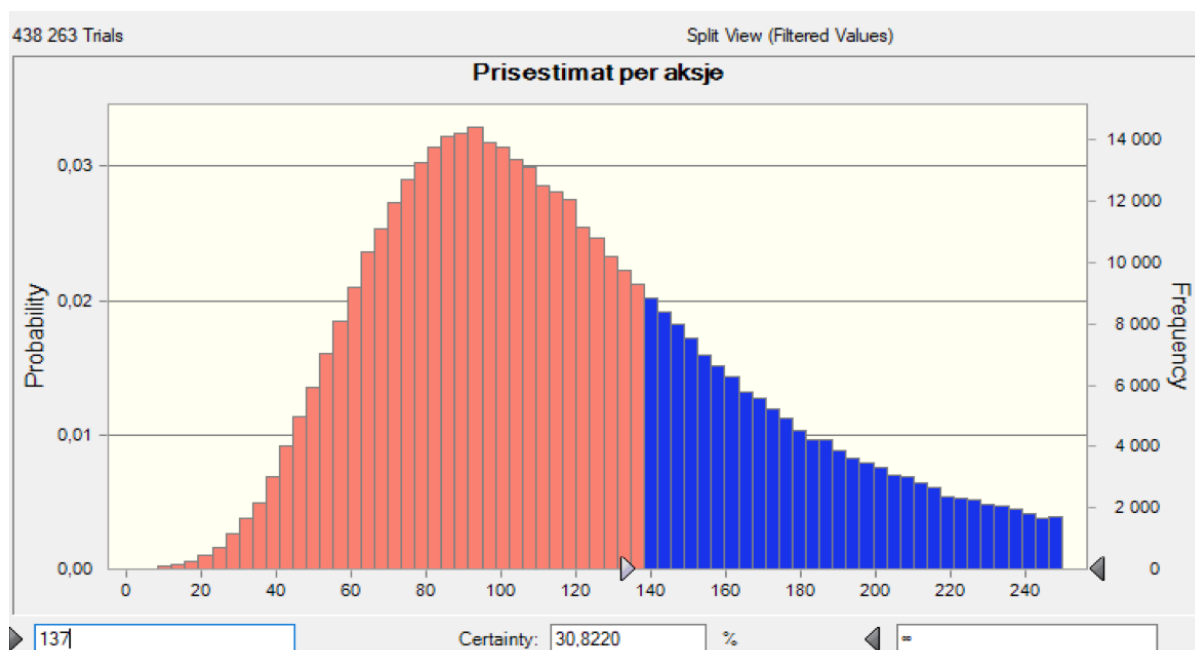
Figur 11.7 – Driftsinntektsvekst i budsjettpunkt M og T

### Markedsrisikopremien

Markedsrisikopremien kan forklare 12,6% av variasjonen av estimatet. En slik antakelse er også rimelig da denne variabelen påvirker egenkapitalkravet og følgelig de neddiskonterte kontantstrømmene som er en vesentlig del av verdiestimatet.

### Oppsidepotensial

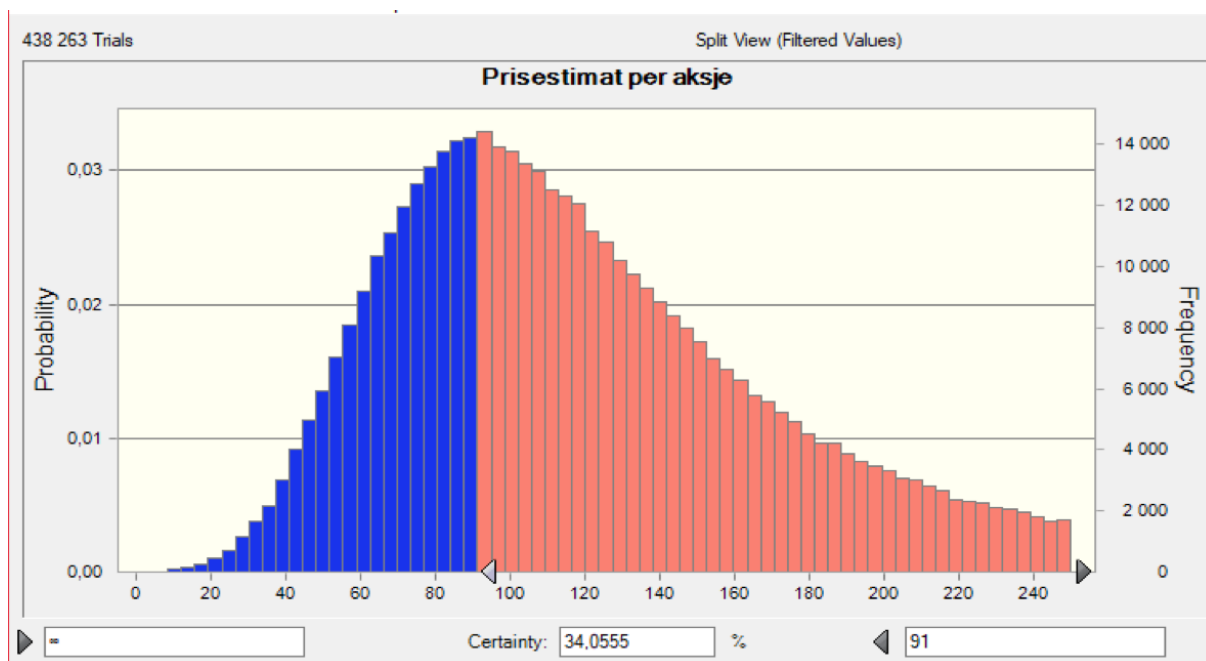
Aksjens oppsidepotensial er definert som sannsynligheten for at verdien av aksjen er minimum 20% høyere enn verdiestimatet. Verdien av aksjen vil da være minst  $114 * 1,2 = 137$  kroner. Sannsynligheten for et verdiestimat høyere enn 137 kroner er lik 30,82% som innebærer en nokså stor sannsynlighet for en oppside på 20% av aksjeverdien. Som nevnt innledningsvis, hevder Kaldestad og Møller (2016) at simuleringen kun gir oss et bilde av vurderingsusikkerheten, men fastlår ikke om forutsetningene er systematisk optimistiske.



Figur 11.8 – Oppsidepotensialet til XXL-aksjen fra Monte Carlo-simulering

### Nedsiderisiko

Risikoen for at verdiestimatet er lavere enn 80% av opprinnelig estimatet er definert som nedsiderisikoen. Verdien av aksjen vil da maksimalt være  $114 * 0,8 = 91$  kroner. Sannsynligheten for at dette er tilfellet er lik 34,06%. Sannsynligheten anses derfor å være nokså stor.



Figur 11.9 – Nedsiderisiko til XXL-aksjen fra Monte Carlo-simulering

### Oppsummering simuleringsanalyse

Ved å benytte simuleringsanalyse har vi avdekket at det er betydelig usikkerhet tilknyttet verdiestimatet, og dette vil være viktig å understreke ved en eventuell anbefaling. Normal praksis ved kursmål er at usikkerheten ikke trekkes frem i tilstrekkelig grad, og en gir således falsk trygghet for målgruppen av kursmålet. Analysen avdekker videre at oppsidepotensialet er nesten like stort som nedsiderisikoen, og dette indikerer derfor betydelig usikkerhet i verdiestimatet.

## 11.6 Oppsummering fundamental verdsettelse

Som vi utledet i kapittel 11.4 førte konvergeringsprosessen til et verdiestimat på kr 114 per aksje. Av Monte Carlo-simuleringen med 500 000 trekninger har vi avdekket at det er betydelig usikkerhet tilknyttet verdiestimat. Sannsynligheten for en oppside eller nedside på +/- 20% er omlag like høy, og dette underbygger videre usikkerheten til verdiestimatet.

Vi mener konkurssannsynligheten som er beregnet i Monte Carlo-simulering er for lav, og dette kan representere en svakhet ved vår modell. Likevel mener vi verdiestimatet er reliabelt ettersom konkursrisikoen er bygget inn i modellen ved å overstyre selskapets fremtidige syntetiske rating og følgelig fremtidige kapitalkrav.

Vårt endelige verdiestimat fra den fundamentale verdivurderingen er kr 114 per aksje. I det påfølgende kapitlet vil vi utføre en komparativ verdivurdering for å vurdere rimeligheten av vårt verdiestimat.



## 12 Komparativ verdivurdering

I kapittel 3 begrunnet vi valget av fundamental verdivurdering som vår hovedmetode for å beregne et verdiestimat på XXLs egenkapital. Vi argumenterte også for å benytte en komparativ verdivurdering som alternativ verdivurderingsteknikk. Vi har videre valgt å benytte multiplikatormodellen fremfor substansverdimodellen ettersom denne hensyntar karakteristikene ved sportsbransjen i større grad. Dette skyldes at sportsbransjen har gode utsikter til fortsatt drift, og derfor synes multiplikatormodellen å være den mest formålstjenlige teknikken.

Multiplikatormodellen er videre den mest brukte verdivurderingsmetoden i praksis ettersom den er enkel og lite ressurskrevende (Kaldestad & Møller, 2016). Modellen estimerer verdien av egenkapitalen ved å multiplisere en skaleringsfaktor med tilhørende multiplikator. De aktuelle multiplikatorene vil bli utdypet senere i kapittelet.

For å beregne et verdiestimat til XXL basert på denne modellen må vi utføre følgende steg (Koller, et al., 2015):

1. Identifisere komparative virksomheter
2. Velge ut aktuelle multiplikatorer og beregne disse
3. Beregne egenkapitalverdien basert på observerte multiplikatorer

En svakhet med multiplikatormodellen er at verdiestimatet påvirkes av sammenligningsgrunnlaget og markedets bransjeforventning (Koller, et al., 2015). I tillegg kan ulikheter i finansieringsstruktur og risiko hos de komparative selskapene føre til feilaktige multipler, og dette er årsaken til at en ukritisk bruk av denne modellen kan lede til et misvisende verdiestimat (Kaldestad & Møller, 2016). Vi vil derfor drøfte potensielle feilkilder ved bruk av modellen før vi gjennomfører en komparativ verdivurdering. Basert på denne verdivurderingen vil vi vurdere om det endelige verdiestimatet bør justeres.

## 12.1 Komparative virksomheter

Som følge av at de komparative selskapene vi benyttet i den fundamentale verdsettelsen ikke alle er børsnoterte er vi nødt til å velge nye komparative selskaper for multiplikatormodellen. Kriteriene er derfor at selskapene må operere i samme geografiske område som XXL, de må drive innen varehandel og selskapene må være børsnoterte. De komparative selskapene vi velger å benytte oss av i denne supplerende verdsettelsen er derfor Europris ASA, Hennes & Mauritz AB (H&M), Fenix Outdoors International AB og Zalando SE. Årsaken til at vi ikke benytter Sports Direct som sammenligningsgrunnlag er at selskapet har avvikende regnskapsår som avsluttes 31.april. Tidsdifferansen fra april til verdsettelsestidspunktet i oktober anser vi derfor å være for stor.

Europris er børsnotert på Oslo Børs, og opererer kun i Norge. Selskapet har i likhet med XXL et lavpriskonsept, men vareutvalget består hovedsakelig av husholdningsvarer, kun en liten andel sportsutstyr (Europris, 2017). H&M er et stort internasjonalt selskap som er børsnotert på Stockholmbørsen. Selskapet tilbyr et stort spekter av egne merkevarer innen mote, men har de senere årene hatt et stort fokus på å utvikle sortimentet tilknyttet treningsklær (H&M, 2017). Sammenlignet med konkurrerende virksomheter har de lave priser samtidig som de har en velkjent internasjonal merkevare. Fenix er også notert på Stockholmbørsen, og omsetter varer gjennom butikker i Norden. I tillegg til å drive egne butikker, eier konsernet sterke merkevarer som de selv utvikler og produserer (Fenix Outdoors, 2017). Zalando er et tysk selskap som er børsnotert i Frankfurt. Selskapet omsetter varer utelukkende gjennom nettbutikker i Vest-Europa, og har et bredt sortiment innen sportsutstyr (Zalando, 2017). Zalando er aktuell som sammenlignbart selskap ettersom selskapet vil være naturlig konkurrent for XXL i Europa.

Beskrivelsen ovenfor angir grunnlaget for hvorfor vi anser selskapene som sammenlignbare med XXL. Felles for varehandelselskapene er at de tilbyr sportsutstyr i sitt sortiment og er velkjente aktører i Norden. Bransjemultiplikatorene vil bli beregnet som et likevektet gjennomsnitt av selskapenes egne multipler for å jevne ut ytterpunktene. Vi velger å inkludere XXL i dette snittet ettersom vi ønsker en multiplikator som er representativ for bransjen hvor XXL er en stor aktør.

### 12.1.1 Markedsverdier av egenkapitalen

I de påfølgende delkapitlene vil vi benytte markedsverdiene av egenkapitalen til både XXL og de komparative selskapene per 15. oktober 2017. Aksjekursene er hentet fra selskapenes respektive børser og valutakursen per 15. oktober 2017 er hentet fra Norges Bank (2017). Markedsverdiene av egenkapitalen er presentert i tabell 12.1.

	XXL	Europris	Fenix	H&M	Zalando
Aksjekurs 15.10.2017	87	38	842	221	45
Valuta	NOK	NOK	SEK	SEK	EUR
Valutakurs per 15.10.2017	1	1	97	97	9
Aksjekurs i NOK	87	38	820	215	417
Utestående aksjer i tusen	138 512	166 969	8 941	1 460 672	247 060
<b>Markedsverdi av EK</b>	<b>12 050 555</b>	<b>6 378 212</b>	<b>7 328 799</b>	<b>314 538 479</b>	<b>103 039 484</b>

Tabell 12.1 – Markedsverdi av egenkapitalen til komparative virksomheter per 15. oktober 2017

## 12.2 Multiplikatorer

En multiplikator er et verdigrunnlag dividert med en skaleringsfaktor. Grunnlaget vil ofte være prisen på aksjene selskapet eller den totale verdien av det. Skaleringsfaktoren vil imidlertid være en kritisk ressurs, balanse- eller resultatstørrelse (Koller, et al., 2015). Derfor må vi beregne et utvalg multiplikatorer som vi igjen multipliserer med skaleringsfaktoren som vist i følgende formel:

$$\begin{aligned} \text{Verdiestimat} &= \text{Komparativ multiplikator} * \text{Skaleringsfaktor} \\ &= \frac{\text{Verdigrunnlag}}{\text{Skaleringsfaktor}} * \text{Skaleringsfaktor} \end{aligned}$$

De utvalgte multiplikatorene er ment å reflektere både risiko og vekstforventninger. Et lavt verdiestimat kan være et resultat av en lav multiplikator, som følge av høy risiko og lave vekstforventninger (Penman, 2013). Motsatt vil tilfellet være med et høyt verdiestimat. I motsetning til kontantstrømmetoden estimerer vi nåverdien av fremtidige kontantstrømmer på en indirekte måte ved hjelp av multiplikatorer (Kaldestad & Møller, 2016).

I den videre analysen velger vi å benytte oss av følgende multiplikatorer, ettersom disse er mye brukt i praksis og anses derfor å være relevante målestokker.

- P/B (*Pris/Bok*)
- P/E (*Pris/Fortjeneste*)
- EV/EBITDA (*Enterprise Value/Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*)
- EV/Revenue (*Enterprise Value/Salgsinntekter*)

Disse multiplikatorene stammer fra to hovedgrupper innenfor multiplikatormodellen. Den ene hovedgruppen tar utgangspunkt i pris per aksje, og kalles for egenkapitalmultiplikatorer (Penman, 2013). Slike multiplikatorer kjennetegnes ved at telleren i brøken er markedsverdien av egenkapitalen. Den andre hovedgruppen baserer seg på markedsverdiene til egenkapitalen og netto rentebærende gjeld. Disse kalles for totalkapitalmultiplikatorer og kjennetegnes ved at telleren i brøken er Enterprise Value (Koller, et al., 2015). Totalkapitalmultiplikatorer avhenger ikke av kapitalstrukturen i selskapet, og kan derfor gi et mer presist verdiestimat enn egenkapitalmultiplikatorer.

### 12.2.1 P/B-multiplikator

Forholdet Pris/Bok gir en indikasjon på selskapets verdiskapningsevne, og defineres som følgende:

$$P/B = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført egenkapital}}$$

Multiplikatoren tar ikke hensyn til forskjeller i kapitalstruktur mellom selskapene (Kaldestad & Møller, 2016). XXL har en relativt lik kapitalstruktur som gjennomsnittet i sportsbransjen og de komparative virksomhetene. Vi velger derfor å benytte egenkapitalmultiplikatorer videre i utredningen.

Det kan hevdes at mangel på hensyn til kapitalstrukturer er en stor svakhet som gjør multiplikatoren lite formålstjenlig. Men som nevnt har XXL en relativt lik kapitalstruktur som de komparative selskapene, så vi anser ikke denne problematikken som vesentlig. I tillegg

fremhever Kaldestad og Møller (2016) at multiplikatoren er svært enkel og hyppig brukt i praksis.

### 12.2.2 P/E-multiplikator

Forholdet mellom pris og fortjeneste er et kjent nøkkeltall innen verdsettelse, og benyttes også aktivt i aksjeanalyser (Petersen, et al., 2017). Nøkkeltallet beregnes på følgende måte:

$$P/E = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Nettoresultat til egenkapital}}$$

Nøkkeltallet viser ofte store variasjoner mellom selskaper, bransjer og geografi (Penman, 2013). De komparative selskapene opererer i samme geografiske område og i like bransjer, vi mener derfor at multiplikatoren vil være hensiktsmessig. Dette skyldes at problematikken Penman (2013) trekker frem ikke vil gjøre seg gjeldende i betydelig grad for vårt utvalg. En svakhet ved nøkkeltallet, er at kapitalstrukturen til de ulike virksomhetene vil påvirke størrelsen (Kaldestad & Møller, 2016). Som nevnt i 12.2.1 har XXL relativt lik kapitalstruktur som de komparative selskapene, og denne problematikken anses derfor ikke som betydelig i vårt utvalg.

### 12.2.3 EV/EBITDA-multiplikator

Dette nøkkeltallet kvantifiserer sammenhengen mellom driftsresultat til selskapet og selskapsverdien. Multiplikatoren ser derfor på selskapets underliggende drift, men tar ikke hensyn til kapitalslit (Koller, et al., 2015). Nøkkeltallet beregnes på følgende måte:

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger og nedskrivninger}}$$

Til forskjell fra en egenkapitalmultiplikator, tar denne multiplikatoren utgangspunkt i selskapsverdien. Ettersom selskapsverdien ikke påvirkes av kapitalstruktur er det ikke nødvendig å gjøre justeringer i kapitalstrukturene på slike multipler. Dette gjør EV-multiplikatorer relativt mindre ressurskrevende å benytte (Kaldestad & Møller, 2016).

### 12.2.4 EV/Revenue-multiplikator

Denne multiplikatoren gjør det mulig å sammenligne selskaper som går med underskudd, og multiplikatoren kan videre gi informasjon om effektivitet (Kaldestad & Møller, 2016).

$$EV/Revenue = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto finansiell gjeld}}{\text{Salg}}$$

Ulempen med denne metoden er at den implisitt forutsetter at de komparative selskapene har tilsvarende driftsmargin. Kaldestad og Møller (2016) anser multiplikatoren som en grov sammenligning av selskaper, men vi velger likevel å benytte den ettersom det er en vanlig multiplikator i praksis.

## 12.3 Komparativt verdierestimat

I delkapitlene ovenfor har vi presentert de komparative selskapene og de utvalgte multiplikatorene vi tar utgangspunkt i. Selv om multiplikatorene har sine svakheter, er de mye brukt i praksis. Dette er hovedårsaken til at vi velger å benytte dem. I de påfølgende delkapitlene vil vi beregne de ulike multiplikatorene for hvert selskap. Deretter vil vi benytte gjennomsnittet av disse til å beregne et verdierestimat per aksje for XXL.

### 12.3.1 P/B-multiplikator

I tabell 12.2 er beregningen av P/B-multiplikatoren presentert. Nøkkeltallet viser store forskjeller mellom de komparative selskapene, hvor XXL har den laveste multiplikatoren. Dette kan være en indikasjon på at XXL er dårligst på å generere merinntekt på bokførte eiendeler. I kapittel 6 påpekte vi at selskapet har en høy kapitalbinding i goodwill som kan forklare dette. En P/B-multiplikator over 1 indikerer at markedsverdien av egenkapitalen er høyere enn den bokførte verdien, og at selskapet derfor skaper merverdier for aksjonærene (Kaldestad & Møller, 2016). Vi kan derfor si at selskapet har en strategisk fordel, og våre forventninger om XXLs strategiske fordel fra kapittel 10 reflekteres således i P/B-multiplikatoren på 3,48.

	XXL	Europris	Fenix	H&M	Zalando	Snitt
Markedsverdi av EK	12 050 555	6 378 212	7 328 799	314 538 479	103 039 484	
Bokført verdi av EK	3 459 000	1 708 372	1 738 807	59 613 246	13 154 662	
P/B-multiplikator	3,48	3,73	4,21	5,28	7,83	4,91
<b>Verdiestimat</b>	<b>123</b>					

Tabell 12.2 – Verdiestimat med P/B-multiplikator

Multiplikatoren har likevel sine svakheter, deriblant at bokførte verdier ikke reflekterer virkelig verdi eller at ikke alle eiendeler er balanseført (Kaldestad & Møller, 2016). De komparative selskapene benytter IFRS og således bør de bokførte verdiene i tilstrekkelig grad reflektere de virkelige verdiene.

### 12.3.2 P/E-multiplikator

P/E-multiplikatoren er presentert i tabell 12.3. Dette nøkkeltallet viser også store forskjeller mellom de komparative selskapene. Multiplikatoren er ment å reflektere markedsverdien av egenkapitalen sammenlignet med inntjeningen (Penman, 2013). XXLs multiplikatorverdi er marginalt over gjennomsnittet hvilket kan indikere at markedsverdien av egenkapitalen er riktig priset i forhold til inntjeningen. Nøkkeltallet tilsier at investorer er villig til å betale 35,75 ganger nettoresultatet, som igjen kan tyde på at investorer har store vekstforventninger til selskapet.

	XXL	Europris	Fenix	H&M	Zalando	Snitt
Markedsverdi av EK	12 050 555	6 378 212	7 328 799	314 538 479	103 039 484	
Nettoresultat til EK	337 000	428 643	334 648	16 730 770	1 207 400	
P/E-multiplikator	35,76	14,88	21,90	18,80	85,34	35,34
<b>Verdiestimat</b>	<b>86</b>					

Tabell 12.3 – Verdiestimat med P/E-multiplikator

En svakhet ved multiplikatoren er at den ikke reflekterer forskjeller i blant annet risiko (Penman, 2013). Basert på dette sier ikke nøkkeltallet noe om gjeldsgraden, som kan være en sentral faktor i verdivurderingen av selskapet.

Differansen i de to egenkapital-multiplikatorene understreker viktigheten av å se multiplikatorverdien i sammenheng. Forskjellen kan forklares ved fleksibiliteten av å benytte IFRS som regnskapsspråk (Petersen, et al., 2017).

### 12.3.4 EV/EBITDA-multiplikator

EV/EBITDA-multiplikatoren er presentert i tabell 12.4. Tabellen viser at XXL har en lavere multiplikatorverdi enn gjennomsnittet. Gjennomsnittsverdien påvirkes kraftig av Zalandos høye verdi, og dette er en potensiell feilkilde. Nøkkeltallet indikerer at XXL utnytter den investerte kapitalen dårligere enn gjennomsnittet (Koller, et al., 2015). Verdiestimatet er høyere enn ved bruk av P/E-multiplikatoren og dette kan signalisere at XXLs kapitalstruktur har en positiv effekt på aksjeverdien.

	XXL	Europris	Fenix	H&M	Zalando	Snitt
Enterprise Value	15 509 555	6 548 000	9 747 656	276 448 689	95 679 615	
EBITDA	831 000	355 600	893 673	30 186 288	2 503 870	
EV/EBITDA-multiplikator	18,66	18,41	10,91	9,16	38,21	19,07
<b>Verdiestimat</b>	<b>114</b>					

Tabell 12.4 – Verdiestimat med EV/EBITDA-multiplikator

### 12.3.5 EV/Revenue-multiplikator

Multiplikatoren måler selskapsverdien i forhold til salgsinntektene. Nøkkeltallet viser derfor at XXL trenger 1,89 kroner investert kapital for å oppnå salgsinntekter på 1 krone. Tabell 12.5 viser at XXL har en høyere multiplikatorverdi enn gjennomsnittet og således at XXL trenger mer investert kapital for å generere inntekter. Som vi påpekte i kapittel 5 kan dette skyldes den store kapitalbindingen i goodwill og merkevarekapital.

	XXL	Europris	Fenix	H&M	Zalando	Snitt
Enterprise Value	15 509 555	6 548 000	9 747 656	276 448 689	95 679 615	
Revenue	8 219 000	5 495 000	5 110 875	198 321 420	41 995 886	
EV/Revenue-multiplikator	1,89	1,19	1,91	1,39	2,28	1,73
<b>Verdiestimat</b>	<b>103</b>					

Tabell 12.5 – Verdiestimat med EV/Revenue-multiplikator

## 12.4 Endelig verdiestimat etter komparativ verdsettelse

Det endelige verdiestimatet for den komparative verdsettelsen er presentert i tabell 12.6. Modellen gir et gjennomsnittlig verdiestimat på 106, altså høyere enn kursen på verdsettelsestidspunktet. Det gjennomsnittlige verdiestimatet er videre omlag 7% lavere enn det fundamentale verdiestimatet som er lik 114 kroner.

Metode	Verdiestimat
P/B	123
P/E	86
EV/EBITDA	114
EV/Revenue	103
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>106</b>

Tabell 12.6 – Gjennomsnittlig verdiestimat etter komparativ verdsettelse

En svakhet ved den komparative verdsettelsen er at vi har valgt de komparative selskapene fritt. Derfor gir multiplikatorene ingen garanti for gjennomsnittsverdiene i sportsbransjen. I realiteten kan derfor sportsbransjens multiplikatorer være både høyere og lavere enn de vi har estimert. For å få et rimelig verdiestimat må utvalget være representativt for bransjen. Derfor vil vi i tillegg beregne XXLs aksjeverdi med Damodarans (2017) bransjemultiplikatorer. Damodaran har beregnet disse multiplikatorverdiene på et større sammenligningsgrunnlag, og



verdiene vil trolig være representative for sportsbransjen. Vi vil derfor benytte multiplikatorverdiene gitt under *Retail (Special Lines)*, som er basert på et stort europeisk utvalg (Damodaran, 2017).

Multiplikator	Damodarans bransjemultiplikator	Verdiestimat
P/B	4,83	120
P/E	42,57	104
EV/EBIDTA	11,05	66
EV/Revenue	2,10	125
<b>Gjennomsnitt</b>		<b>104</b>

Tabell 12.7 – Gjennomsnittlig verdiestimat etter Damodarans bransjemultiplikator

Tabell 12.7 viser at gjennomsnittet basert på Damodarans bransjemultiplikatorer er tilnærmet likt gjennomsnittet med våre multiplikatorberegninger. Dette kan indikere at utvalget av komparative selskaper representerer gjennomsnittet i sportsbransjen. Det komparative verdiestimatet blir da:

$$\text{Komparativt verdiestimat} = \frac{106 + 104}{2} = \text{kr } 105$$

Den komparative verdsettelsen benyttes kun som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. I neste kapittel vil vi komme med vår vurdering av verdiestimatene, samt et endelig verdiestimat for aksjeprisen til XXL per 15. oktober 2017.

## 13 Oppsummering og handlingsstrategi

I denne utredningen har vi beregnet verdien av XXL ASAs egenkapital ved å benytte fundamental verdivurdering, supplert av komparative verdivurdering med ulike multiplikatorer. I det følgende kapitlet vil vi oppsummere de viktigste funnene ved analysen for å konkludere med en anbefalt handlingsstrategi.

### 13.1 Oppsummering

Utredningens strategiske analyse i kapittel 4 tok for seg både en ekstern bransjeorientert og en intern ressursbasert analyse. I den eksterne bransjeorienterte analysen konkluderte vi med at bransjen vil ha et avtakende konkurransefortrinn. Hovedårsaken til dette anser vi å være økende rivalisering og større trusler fra substitutter. I den interne ressursbaserte analysen konkluderte vi med at XXL har utnyttet sine ressurser svakere i forhold til sportsbransjen. Årsaken til dette er at det foretatt store driftsinvesteringer og selskapet har en høy kapitalbinding i goodwill som stammer fra oppkjøpet av XXL Sport & Villmark. De siste årene av analyseperioden har XXL imidlertid fått en svak ressursfordel som følge av høye marginer. De høye marginene kan i stor grad tilskrives effektiv lagerstyring. XXLs lagerstyring ble i kapittel 4 identifisert som opphavet til en varig strategisk fordel, og gir dermed grunnlag for en ressursfordel i *steady state*.

XXLs risiko ble analysert i kapittel 6 med både likviditets- og soliditetsanalyser. Disse analysene utgjorde grunnlaget for å fastsette at XXLs gjennomsnittlige syntetiske rating over analyseperioden 2012-2017T var BBB. Vi anså denne ratingen å være noe høy på grunn av likvidasjonsverdien av selskapet. Goodwill er betydelig del av egenkapitalen til XXL, og denne balanseposten forutsetter fortsatt drift. Ved eventuell konkurs er likvidasjonsverdien lik null. Dette er bakgrunnen for at vi videre i utredningen benyttet en lavere syntetisk rating over analyseperioden. Videre i kapittel 7 estimerte vi de historiske avkastningskravene til kapitalen.

Selskapets lønnsomhet ble analysert i kapittel 8, og vi konkluderte med at XXL har hatt en gjennomsnittlig strategisk fordel på 6,5% over analyseperioden. Denne fordelten skrev seg fra både drifts- og finansieringsfordel på henholdsvis 8,9% og -2,4%. Finansieringsulempen antas å være midlertidig da finansiering ikke kan være en kilde til strategisk fordel på sikt.

Videre utarbeidet vi fremtidsregnskap med tilhørende kapitalkrav i kapittel 9 og 10. Basert på dette konkluderte vi med at XXL har en strategisk fordel i *steady state* lik 8,8%. Hovedårsaken

til denne varige strategiske fordel er *en ren driftsfordel* på 4,6% som blir oppskalert av en *gearingfordel* i drift lik 4,2%. Den rene driftsfordel antar vi skriver seg fra en bransjefordel på omkring 2,3% og en intern ressursfordel av samme størrelse. Bransjefordelen skyldes at det i fremtiden fortsatt vil være stor interesse for sportsutstyr og ressursfordelen stammer fra høyere marginer enn bransjen som følge av effektiv lagerstyring.

Videre ble fremtidsregnskapet og tilhørende fremtidskrav brukt i den fundamentale verdivurderingen i kapittel 11. Den fundamentale verdivurderingen inneholdt både egenkapital- og netto driftskapitalmetoden. Basert på konvergeringsprosessen konkluderte vi med et verdiestimat lik kr 114. Sensitivitets- og simuleringsanalyser synliggjorde stor usikkerhet tilknyttet verdiestimatet.

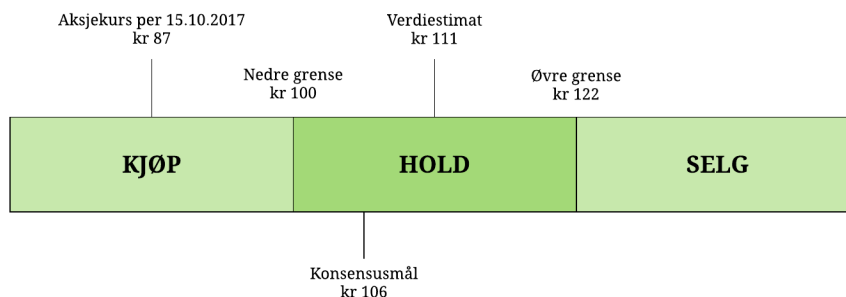
Supplerende verdsettelsesteknikker ble benyttet i kapittel 12 for å undersøke hvorvidt vårt verdiestimat er sammenfallende med andre metoder. Vi benyttet her komparativ verdsettelse gjennom multiplikatormodellen og Damodarans bransjetall. Det komparative verdiestimatet beregnet vi til kr 105. Det endelige verdiestimatet tar utgangspunkt i en vektning av det fundamentale verdiestimatet og det komparative. Vi vektlegger det fundamentale verdiestimatet med 70% som følge av dette er det mest dyptgående og ressurskrevende. De resterende 30% blir vektlagt det komparative verdiestimatet, som er et gjennomsnitt av multiplikatormodellen og Damodarans bransjetall. Årsaken til at vi tar hensyn til det komparative verdiestimatet er den store usikkerheten tilknyttet verdiestimatet som vi fant i kapittel 11, og forutsetninger i metoden kan derfor gi et overvurdert verdiestimat.

$$\text{Verdiestimat} = 0,7 * 114 + 0,3 * 105 = \text{kr } 111$$

**Endelig verdiestimat per 15. oktober 2017 er kr 111 per aksje**

## 13.2 Handlingsstrategi

Med utgangspunkt i det endelige verdiestimatet på kr 111 per aksje vil vi utarbeide en anbefalt handlingsstrategi. Etersom det er usikkerhet tilknyttet verdiestimatet begrenser vi handlingsstrategien med +/- 10% av verdiestimatet. Dette gir aksjen en hold-anbefaling i intervallet [100, 122]. Dersom aksjekursen er under kr 100 anbefales kjøp, og dersom aksjekursen er over kr 122 anbefales salg av aksjen.



Figur 13.1 – Handlingsstrategi per 15.oktober 2017

Handlingsstrategien er illustrert i figur 13.1. Aksjekursen per 15. oktober 2017 er kr 87 som er godt under nedre grense. Basert på handlingsstrategien gir dette en kjøpsanbefaling, hvilket er sammenfallende med konsensusestimater per 15. oktober 2017 på kr 106 (DN, 2017a).

Avviket mellom verdiestimatet i denne utredningen, konsensusmålet og kursen på verdsettelsestidspunktet kan skyldes ulikheter i forventninger til både selskapet og bransjen i tillegg til avvikende forutsetninger i verdsettelsen. Vårt verdiestimat er basert på en umiddelbar og varig suksess for XXLs europeiske ekspansjon.

Vår oppfatning er at markedet har undervurdert merkevaren XXL og at markedet innehar en skepsis til den europeiske ekspansjonen. Vi tror selskapets forretningsmodell vil føre til høyere marginer enn bransjen på lang sikt. Dette skyldes at butikkkonseptet har vist seg å være velfungerende og selskapets lagerstyring leder til stordriftsfordeler og kostnadseffektiv drift. Videre mener vi merkevaren til XXL vil vokse seg enda sterkere, og resultere i at selskapet kan opprettholde sin posisjon i Norden og bli en foretrukket aktør i det europeiske markedet. Dette er hovedårsakene til at vi mener XXL-aksjen er for lavt priset i markedet per 15. oktober 2017.

### 13.3 Hendelser etter verdsettelsesdagen

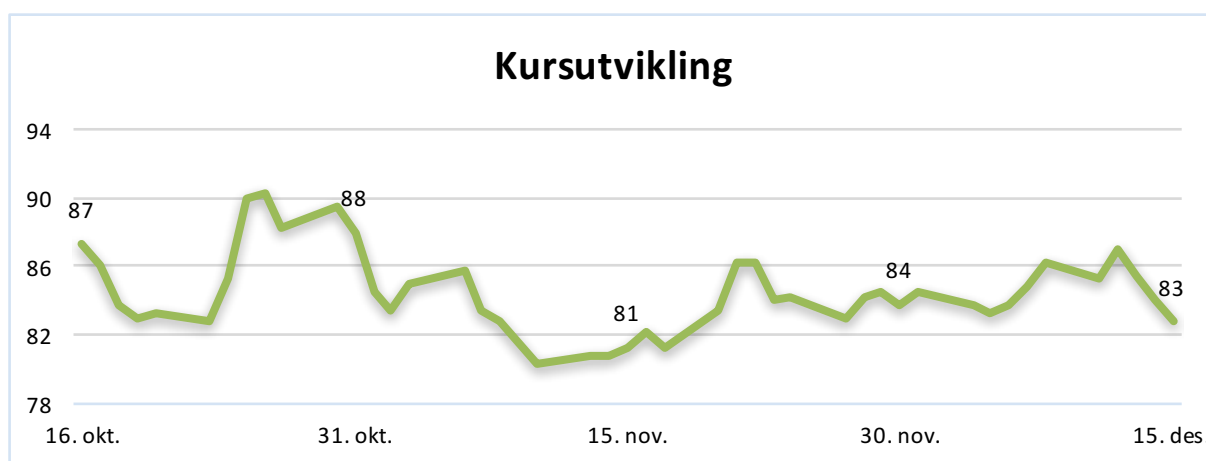
Denne utredningen tar utgangspunkt i offentlig informasjon frem til 15. oktober 2017. Etter dette tidspunktet har det kommet ny informasjon som kunne ha påvirket den fundamentale verdivurderingen.

I slutten av oktober offentliggjorde XXL kvartalsrapporten for tredje kvartal i 2017. Kvartalsrapporten viste en positiv omsetningsvekst i tredje kvartal på hele 16,2% (XXL, 2017d). Videre økte nettoresultatet med 22,6% sammenlignet med 2016. Veksten var i stor grad et resultat av forbedringer i det svenske og finske markedet. For utredningens del ville dette

trolig ført til høyere resultat i 2017T, og dermed et høyere verdierestimat. Sportskjeden har signert leieavtaler for ytterligere fem varehusåpninger i 2017, og målet for 2018 er å åpne 7-10 nye varehus (XXL, 2017d). Det uttalte målet er 15-20 varehus i Østerrike alene, som underbygger utredningens fokus på selskapets vekststrategi.

En undersøkelse fra Sporting Goods Intelligence (SGI) viser at XXL er den fjerde største voksende sportskjeden (Sportsbransjen, 2017c). De største kjedene vokste til sammen med 4,6%, hvilket tyder på at markedet for sportsutstyr ennå ikke er mettet.

Etter verdsettelsesdagen har XXLs aksjekurs sunket med ca 4,5% fram til 15. desember. Aksjekursen har vært utsatt for svingninger mellom kr 80 og kr 90, som illustrert i figur 13.2.



Figur 13.2 – Kursutvikling mellom verdsettelsesdagen 15. oktober og 15. desember 2017

## 14 Litteraturliste

- Abbott, D. (2014). *Applied Predictive Analytics: Principles and Techniques for the Professional Data Analyst*
- Barney, J. B., & Hesterly, W. S. (2011). *Strategic Management and Competitive Advantage : Concepts and Cases (4th ed., International ed. utg.)*. Boston: Pearson.
- Birkebeineren. (2017). *Statistikk antall deltakere*.  
[http://www.birkebeiner.no/Global/Statistikker/antall deltakere hovedarr alle %C3%A5r pr 2017.pdf](http://www.birkebeiner.no/Global/Statistikker/antall_deltakere_hovedarr_alle_%C3%A5r_pr_2017.pdf):
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance (7th ed. utg.)*. Boston: McGraw-Hill/Irwin.
- Charnes, J. (2012). *Financial Modeling with Crystal Ball and Excel (2nd ed. utg.)*. New York: Wiley.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (3rd ed. utg.)*. Hoboken, N.J: Wiley.
- Damodaran, A. (2017). *Regional datasets*.  
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- DN. (2015). *Kan få bot for "kanonpriser"*.  
<https://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/11/03/2141/Handel/kan-f-bot-for-kanonpriser>
- DN. (2017a). *DN Investor: XXL ASA*.  
<https://investor.dn.no/ - !/Aksje/S34/XXL/XXL>
- DN. (2017b). *Her er selskapene kundene liker minst*.  
<https://www.dn.no/nyheter/2017/05/15/0834/Handel/her-er-selskapene-kundene-liker-minst>
- DN. (2017c). - *Selskapene lurer enten utlendingene, eller så lurer de nordmennene*.  
<https://www.dn.no/nyheter/2017/07/12/0932/Miljo/-selskapene-lurer-enten-utlendingene-eller-sa-lurer-de-nordmennene>:

DNB Markets. (2014). *Prospekt XXL*.

<https://www.dnb.no/bedrift/markets/emisjoner/arkiv/140923-xxl.html>:

Døskeland, T. M. (2014). *Personlig finans : et helhetlig rammeverk for hvordan vi skal forholde oss til finansmarkedet*. Bergen: Fagbokforl.

Europris. (2017). *Annual Report 2016*.

<https://www.europris.no/corporate/reports>.

EY. (2016). *IASB gir ut ny standard for leieavtaler*.

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/nyhetsbrev-regnskap-jan-2016-ekstra/\\$FILE/EY-Fagavd-regnskap-nyhetsbrev-januar-2016-ekstra.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/nyhetsbrev-regnskap-jan-2016-ekstra/$FILE/EY-Fagavd-regnskap-nyhetsbrev-januar-2016-ekstra.pdf).

Fardal, A. (2007). *IFRS og norske regnskapsregler*.

<https://www.magma.no/ifrs-og-norske-regnskapsregler>.

Fenix Outdoors. (2017). *Annual Report 2016*.

<http://www.fenixoutdoor.se/investerare/rapporter/>.

Finansdepartementet. (2014). *Vil heve grensen for avgiftsfri import til 500 kroner*.

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/Vil-heve-grensen-for-avgiftsfri-import-til-500-kroner-/id2005674/>.

Finansdepartementet. (2017). *Vekstfremmende skatte- og avgiftslettelser*.

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/vekstfremmende-skatte--og-avgiftslettelser/id2574825/>

Gjesdal, F. (2012). *Valg av verdsettelsesmodell*.

<https://www.magma.no/valg-av-verdsettelsesmodell>:

Gresvig. (2017). *Konsernet - Om oss*.

<http://www.gresvig.no/om-oss>:

H&M. (2017). *Full-year report 2016*.

<https://about.hm.com/en/investors/reports.html>

Høyre. (2017). *Skatter og avgifter*.

<https://hoyre.no/politikk/temaer/finans/skatter-og-avgifter/>:

Idrettsforbundet. (2017). *Årsrapport 2016*.

[https://www.idrettsforbundet.no/globalassets/idrett/25\\_17\\_nif-arsrapport-2016\\_lr.pdf](https://www.idrettsforbundet.no/globalassets/idrett/25_17_nif-arsrapport-2016_lr.pdf):

Idrettsforbundet.

Intersport. (2017). *History of Intersport*.

<http://www.intersport.com/about-us/history>:

Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2012). *Fundamentals of Strategy (2nd ed. utg.)*.

Harlow: Pearson.

Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper (2. utg. utg.)*. Bergen: Fagbokforl.

Knivsflå, K. H. (2017a). *Forelesning 2 - Strategi, regnskap og verdi*.

<http://course.nhh.no/master/bus440/>: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2017b). *Forelesning 4 - Omgruppering for analyse*.

<http://course.nhh.no/master/bus440/>: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2017c). *Forelesning 6 - Regnskapsbasert måling*.

<http://course.nhh.no/master/bus440/>: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2017d). *Forelesning 9 - Kredittvurdering*.

<http://course.nhh.no/master/bus440/>: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2017e). *Forelesning 10 - Avkastningskrav*.

<http://course.nhh.no/master/bus440/>: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2017f). *Forelesning 12 - Strategisk driftsanalyse*.

<http://course.nhh.no/master/bus440/>: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2017g). *Forelesning 15 - Fremtidsregnskap*.

<http://course.nhh.no/master/bus440/>: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2017h). *Forelesning 17 - Fundamental verdivurdering*.

<http://course.nhh.no/master/bus440/>: Norges Handelshøyskole.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (6th ed. utg.)*. Hoboken, N.J: Wiley.



KPMG. (2017). *Corporate Tax Rates*.

<https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>

Kvifte, S. S., & Johnsen, A. (2008). *Konseptuelle rammeverk for regnskap (2. utg. utg.)*. Oslo: Den norske revisorforening.

Norges Bank. (2004). *Hvordan virker renten på inflasjonen?*

[http://www.norges-bank.no/globalassets/upload/import/pengepolitikk/rentevirkninger/animasjon\\_11.pdf](http://www.norges-bank.no/globalassets/upload/import/pengepolitikk/rentevirkninger/animasjon_11.pdf):

Norges Bank. (2017). *Valutakurser*.

<http://www.norges-bank.no/statistikk/valutakurser/>.

Oslo Børs. (2017a). *Kursoversikt - NIBOR 3 mnd.*

<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/-/details/NIBOR3M.NIBOR/overview>

Oslo Børs. (2017b). *XXL - Kursoversikt*.

<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/-/details/XXL.OSE/overview>

Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2013). *Business Analysis and Valuation : IFRS Edition (3rd ed. utg.)*. Andover: Cengage Learning.

Parr, O. S. (2017). *XXL-sjefen: - Vi må lykkes i Østerrike*.

<http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2017/07/XXL-sjefen-Vi-maa-lykkes-i-OEsterrike>

Penman, S. H. (2010). *Financial Forecasting, Risk and Valuation: Accounting for the Future*. Abacus, 46(2), 211-228.

Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation (5th ed., International ed. utg.)*. New York: McGraw-Hill.

Petersen, C. V., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Financial Statement Analysis: Valuation, Credit Analysis, Performance Evaluation*. Bergen: Fagbokforl.

Picker, R. (2016). *Applying IFRS standards (4th ed. utg.)*. Chichester: Wiley.

Porter, M. E. (1998). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors* : With a New Introduction. New York: Free Press.

PwC. (2016). *Risikopremien i det norske markedet*.

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/verdivurdering/rWoSkopremien-2016.pdf>: PwC.

Sports Direct. (2017). *Company History*.

<http://www.sportsdirectplc.com/about-us/company-history.aspx>:

Sportsbransjen. (2016). *Bransjeoppdatering 2016*.

[http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/78/pdf/Sportbransjen\\_2016\\_nedkortet\\_versjon\\_d503067b33844bf7805e78bc3ff132cc.pdf](http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/78/pdf/Sportbransjen_2016_nedkortet_versjon_d503067b33844bf7805e78bc3ff132cc.pdf)

Sportsbransjen. (2017a). *Sportsbransjen vokste med 6,6% i fjor*.

<http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/sportsbransjen-vokste-med-66-i-fjor>

Sportsbransjen. (2017b). *Tøffe tider, men godt fjorår for finske sportsbutikker*.

<http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/toffe-tider-men-godt-fjorar-finske-sportsbutikker>

Sportsbransjen. (2017c). *XXL vokser ikke mest lenger*.

<http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/xxl-vokser-ikke-mest-lenger>

Sportsbransjen. (2017d). *XXL åpnet butikk nr 2 i Østerrike*.

<http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/xxl-apnet-butikk-nr-2-i-osterrike>

SSB. (2016). *Vi trener mer enn før*.

<http://www.ssb.no/kultur-og-fritid/artikler-og-publikasjoner/vi-trener-mer-enn-for>

SSB. (2017a). *BNP per innbygger*.

<https://www.ssb.no/ppp>

SSB. (2017b). *Konsumprisindeksen*.

<https://www.ssb.no/kpi>:

SSB. (2017c). *Makroøkonomiske størrelser 2005 - 2020*.

<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/konjunkturbunnen-er-nadd-oppgangen-blir-i-krabbegir?tabell=321157>

SSB. (2017d). *Nedgang i husholdningenes realinntekt.*

<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/nedgang-i-husholdningenes-realinntekt>:

SSB. (2017e). *Omsetning i varehandel*

<https://www.ssb.no/varehandel-og-tjenesteyting/statistikker/vroms>:

SSB. (2017f). *Trening og mosjon.*

<http://www.ssb.no/a/publikasjoner/pdf/sa38/Kap7.pdf>:

SSB. (2017g). *Varekonsumet holder seg lavt.*

<http://www.ssb.no/varehandel-og-tjenesteyting/artikler-og-publikasjoner/varekonsumet-holder-seg-lavt>:

SSB. (2017h). *Økonomiske analyser (3/2017 utg.).*

[https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/oa/\\_attachment/320993?ts=15e56a1b1d8](https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/oa/_attachment/320993?ts=15e56a1b1d8):

The World Bank. (2017). *GDP per capita.*

<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.PP.CD>

UD. (2009). *Norges offentlige utredninger - 2009:19 - Skatteparadis og utvikling.*

<https://www.regjeringen.no/contentassets/0a903cdd09fc423ab21f43c3504f466a/no/pdfs/nou200920090019000dddpdfs.pdf>: Utenriksdepartementet.

XXL. (2015). *Annual Report 2014.*

<http://www.xxlasa.com/annual-reports/>:

XXL. (2017a). *Annual Report 2016.*

<http://www.xxlasa.com/annual-reports/>:

XXL. (2017b). *Interim Report Q1 2017.*

<http://www.xxlasa.com/annual-reports/>:

XXL. (2017c). *Interim Report Q2 2017.*

<http://www.xxlasa.com/annual-reports/>:

XXL. (2017d). *Interim Report Q3 2017*.

<http://www.xxlasa.com/annual-reports/>:

Zalando. (2017). *Annual Report 2016*.

<https://corporate.zalando.com/en/investor-relations>.