



Fundamental verdsettelse av XXL ASA

Truls L. Røysland & Petter Osmundsen

Veileder: Bjarne Møller

Masterutredning, Finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

1. Sammendrag

Denne masterutredningen tar for seg en verdsettelse av XXL ASA, med den hensikt å komme med et verdiesimat på egenkapitalen til XXL. Verdivurderingen vil i all hovedsak bli foretatt med en inntjeningsbasert verdsettelsesmetode, men andre supplerende metoder vil også bli benyttet.

Første del av oppgaven består av en presentasjon av XXL og sportsbransjen for øvrig, deretter blir metode og rammeverk for verdsettelse introdusert. Historiske regnskapstall blir så normalisert for å få frem det historiske resultatet fra den underliggende driften. XXL sin balanse blir så omgruppert, for å identifisere netto finansielle eiendeler. Deretter foretar vi en strategisk analyse, både av bransjen, eksterne forhold og interne forhold. Analysen danner grunnlaget for å identifisere essensielle faktorer som påvirker XXL, samt å si noe om XXL sin strategiske posisjon og framtidsutsikter. Analysen indikerer at det er forholdsvis sterk rivalisering innad i sportsbransjen, og faktorer i den eksterne analysen indikerer at veksten i bransjen vil avta noe framover. Etter den strategiske analysen foretar vi en regnskapsanalyse hvor vi avdekker at XXL er et solid selskap med en lønnsomhet godt over gjennomsnittet i utvalget vårt. Avkastningskravet til XXL blir så beregnet, våre kalkulasjoner gir oss en WACC på 7 %.

Med utgangspunkt i den strategiske analysen og regnskapsanalysen utarbeider vi prognoser og fremtidsregnskap. Vi projiserer tre ulike scenarier; base, worst og best case, disse blir så vektet med sannsynligheter basert på eget skjønn. Ved å diskontere den vektete kontantstrømmen med avkastningskravet samt å benytte gordons growth formel i det selskapet når steady state beregner vi enterprice value gitt våre antagelser til å være 11.7 MRD NOK. Dette gir en aksjepris på 76 kroner (29.04.2015), noe som er 5 kroner under markedsprisen. Avslutningsvis foretar vi en sensitivitetsanalyse som avdekker at små variasjoner i de viktigste nøkkelvariabler gir store utslag på aksjeprisen.

2. Forord

Denne masteroppgaven markerer avslutningen av økonomi og administrasjon studiet ved Norges Handelshøyskole (NHH). Vi er begge avgående studenter som etter endte studier skal jobbe som henholdsvis analytiker og revisor, en masteroppgave innen verdsettelse falt derfor som et naturlig valg. En verdsettelsesoppgave dekker over et vidt spekter av fagområder, og krever en bred kompetanse. Med bakgrunn i dette var vi av den oppfatningen at en slik oppgave best evnet å forberede oss på yrkeslivet som venter oss etter studiet. Rammeverket som er benyttet i oppgaven er hentet fra kurset BUS 425 verdsettelse og regnskapsanalyse med kursansvarlig Finn Kinserdal, men i overraskende stor grad viste det seg at kunnskap fra andre kurs var et kjærkommet supplement.

I motsetning til å skrive selve oppgaven var det ikke utfordrende å velge hvilket selskap vi ønsket å skrive om. Våre hovedkriterier var at selskapet skulle være et selskap de fleste hadde et forhold til, være spennende og helst ville vi skrive om et selskap det ikke var skrevet mye om tidligere. Kandidaten som tydeligst sto frem var det nylig børsnoterte selskapet XXL ASA. Til stadighet hadde vi lest i media om hvor bra XXL gjorde det, hvordan de fortsatte å åpne nye varehus og tok markedsandeler fra konkurrentene, og hvordan aksjen på svært kort tid ble overtegnet i forbindelse med børsnoteringen i 2014. Ved hjelp av en verdsettelse ønsket vi å finne ut om den høye prisingen av XXL kunne forsvares eller om den var et resultat av popularitet og hyppig media eksponering. Samtidig var vi interessert i å lære mer om de bakenforliggende faktorene bak XXL sin suksess.

Vi er begge enige i at å skrive en masteroppgave har vært en utfordrende, men samtidig en svært lærerik prosess, hvor vi virkelig har sett nytten av den kunnskapen vi har ervervet oss tidligere i studieløpet. Vi er av den oppfatning at oppgaven er en verdig slutt på noen flotte og innholdsrike år på NHH. Til slutt ønsker vi å takke foreleser i BUS 425 Verdsettelse og regnskapsanalyse Finn Kinserdal og ikke minst vår veileder Bjarne Møller som har tatt oss imot med åpne armer når vi har trengt veiledning. Vi er begge overbevist om at hans veiledning og tilbakemeldinger har hevet oppgaven betraktelig.

Bergen, juni 2015

Truls L. Røysland

Petter Osmundsen

3. Innholdsfortegnelse

1. SAMMENDRAG	2
2. FORORD.....	3
3. INNHOLDSFORTEGNELSE	4
4. INNLEDNING	8
4.1 PROBLEMSTILLING OG AVGRENSNING.....	8
4.2 DISPOSISJON.....	8
5. PRESENTASJON AV SPORTSBRANSJEN OG XXL	10
5.1 SPORTSBRANSJEN	10
5.2 NORGE	11
5.3 SVERIGE.....	13
5.4 FINLAND	14
5.5 XXL ASA	15
5.5.1 Historie.....	15
5.5.2 XXL i dag	16
6. METODE	18
6.1 DATAINNSAMLING	18
6.2 UNDERSØKELSESDSIGN	18
6.2.1 Kvantitativ og kvalitativ metode	19
6.3 VALIDITET OG RELABILITET.....	19
7. PRESENTASJON AV VERDSETTELSESMODELLER	21
7.1 BALANSEBASERTE METODER.....	21
7.1.1 Substansverdi.....	21
7.1.2 Likvidasjonsverdi.....	22
7.2 INNTJENINGSBASERTE MODELLER	22
7.2.1 Dividendemodellen	23
7.2.2 Fri kontantstrøm til total kapital/egenkapital.....	24
7.2.3 Superprofittmetoden	25
7.2.4 Opsjonsbasert verdsettelse.....	26
7.3 KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	26

7.4	VALG AV VERDSETTELSESMODELL	27
7.4.1	<i>Omgruppering for analyseformål</i>	28
7.4.2	<i>Normalisering av historiske resultater</i>	28
7.4.3	<i>Analyse av bedriften</i>	28
7.4.4	<i>Utarbeiding av prognoseregnskap</i>	29
7.4.5	<i>Fundamental verdsettelse</i>	29
7.4.6	<i>Vurdering av verdiene</i>	29
8.	AVKASTNINGSKRAV TEORI.....	30
8.1	RISIKO	30
8.2	KAPITALVERDIMODELLEN	30
8.3	RISIKOFRI RENTE.....	31
8.4	BETA	33
8.5	MARKEDETS RISIKOPREMIE.....	35
8.6	WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL (WACC).....	37
9.	OMGRUPPERING OG NORMALISERING	39
9.1	OMGRUPPERING	39
9.1.1	<i>Kontanter, bankinnskudd og lignende</i>	40
9.1.2	<i>Investeringer</i>	41
9.1.3	<i>Fordringer</i>	41
9.1.4	<i>Varelager</i>	41
9.1.5	<i>Finansielle anleggsmidler</i>	41
9.1.6	<i>Varige driftsmidler</i>	41
9.1.7	<i>Immatrielle eiendeler</i>	41
9.1.8	<i>Kortsiktig gjeld</i>	42
9.1.9	<i>Langsiktig gjeld</i>	42
9.1.10	<i>Omgruppert balanse</i>	42
9.2	NORMALISERING	43
9.2.1	<i>Salgsinntekter</i>	43
9.2.2	<i>Personalkostnader</i>	43
9.2.3	<i>Andre driftskostnader</i>	44
9.2.4	<i>Forskning og utvikling</i>	44
9.2.5	<i>Tilhørende selskaper</i>	44
9.2.6	<i>Tap på kundefordringer</i>	44
9.2.7	<i>Valuta</i>	45

9.2.8	Varelager	45
9.2.9	Operasjonell og finansiell lease	45
10.	STRATEGISK ANALYSE.....	47
10.1	PEST.....	48
10.1.1	Politiske og legale forhold.....	48
10.1.2	Økonomiske forhold	50
10.1.3	Sosiale forhold.....	54
10.1.4	Teknologiske forhold	57
10.1.5	Oppsummering PEST	60
10.2	PORTERS FIVE FORCES.....	60
10.2.1	Trussel fra inntrengere	60
10.2.2	Trussel fra substitutter.....	64
10.2.3	Leverandørens forhandlingsmakt.....	65
10.2.4	Kundenes forhandlingsmakt.....	66
10.2.5	Rivalisering i bransjen	67
10.2.6	Oppsummering av Porters femkraftsmodell	69
10.3	VRIO	70
10.3.2	Oppsummering av VRIO-analysen.....	75
11.	REGNSKAPSANALYSE.....	76
11.1	SAMMENLIGNBARE SELSKAPER.....	76
11.2	LØNNSOMHET.....	79
11.2.1	Driftsmargin (EBIT).....	79
11.2.2	Avkastning til sysselsattkapital (ROCE).....	81
11.3	ANALYSE AV LIKVIDITET.....	83
11.3.1	Likviditetsgrad 1	84
11.3.2	Likviditetsgrad 2	85
11.4	SOLIDITET.....	86
11.4.1	Egenkapitalandel.....	86
11.4.2	Rentedekningsgrad	87
11.5	SYNTEISK RATING	88
11.6	COMMON SIZE	90
12.	UTREGNING AV AVKASTNINGSKRAV.....	92
12.1	RISIKOFRI RENTE.....	92
12.2	BETA	92

12.2.1	<i>Komparative selskap</i>	92
12.2.2	<i>Utrekning av beta</i>	93
12.3	MARKEDETS RISIKOPREMIE.....	95
12.4	EGENKAPITALENS AVKASTNINGSKRAV.....	96
12.5	GJELDSKOSTNAD	96
12.6	WACC	96
12.7	LIKVIDITETSPREMIE	97
13.	FREMTIDSPROGNOSE	98
13.1	SALG	99
13.1.1	<i>Bransjevekst</i>	99
13.1.2	<i>Like-for-like vekst</i>	100
13.1.3	<i>Internettsalg</i>	101
13.1.4	<i>Nyåpninger</i>	102
13.2	KOSTNAD	104
13.2.1	<i>Varekostnad</i>	104
13.2.2	<i>Andre driftskostnader</i>	105
13.2.3	<i>Lønnskostnad</i>	106
13.3	INVESTERINGER	106
13.4	ARBEIDSKAPITAL.....	106
13.5	SKATTESATS.....	107
13.6	LANGSIKTIG VEKST	107
13.7	PROGNOSE BASECASE.....	108
14.	SCENARIOANALYSE.....	110
15.	RESIDUAL INCOME	115
16.	KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	119
17.	KONKLUSJON	122
	LITTERATURLISTE.....	123
18.	FIGURLISTE.....	130
19.	VEDLEGG.....	133

4. Innledning

Denne masterutredningen tar for seg en verdsettelse av XXL ASA, med den hensikt å komme med et verdiestimat på egenkapitalen til XXL.

4.1 Problemstilling og avgrensning

«Hva er verdien til XXL, og den tilhørende aksjeprisen»

Avhandlingen er begrenset som følge av at vi som eksterne analytikere kun besitter offentlig tilgjengelig informasjon. Ettersom verdsettelse er en ferskvare har vi etter beste evne benyttet den mest oppdaterte informasjonen, men ettersom det til stadighet kommer ny informasjon har vi sett oss nødt til å sette en dato hvor vi ikke tar inn ny informasjon. Vi har satt informasjonsstopp fra 29.04.2015, samme dag som offentliggjøringen av årsrapporten for 2014.

Det er blitt tatt utgangspunkt i en investors perspektiv hvor vi legger til grunn at investoren er profesjonell og internasjonalt diversifisert.

4.2 Disposisjon

Først i oppgaven vil vi presentere sportsbransjen og XXL. Etter dette følger en kort teoridel som introduserer metode, og en presentasjon av de forskjellige modellene som benyttes til verdsettelse. Deretter vil vi velge hvilken modell vi kommer til å benytte i vår verdsettelse før vi gir et kort sammendrag av en vanlig framgangsmåte ved bruk av denne modellen. Så følger en fremstilling av teori tilknyttet avkastningskrav og de forskjellige parameterne i avkastningskravet. Vi vil så normalisere XXL sine historiske regnskapstall for å få frem det historiske resultatet fra den underliggende driften. XXL sin balanse vil deretter bli omgruppert, for å identifisere netto finansielle eiendeler. Etter dette vil vi foreta en strategisk analyse, denne vil være delt inn i tre deler, den første delen er en makro analyse som vil avdekke hvilken rammer XXL opererer innen og hvordan vi tror disse rammene vil endre seg fremover, rammeverket PEST er benyttet i denne analysen. Den andre delen er en ekstern analyse. Her vil vi benytte Porters Five Forces til å få en forståelse for bransjen, og hvordan rivaliseringen innad i bransjen er. Den siste delen av den strategiske analysen er en

intern analyse, her benytter vi rammeverket VRIO til å avdekke hvilke ressurser XXL har som kan gi dem et varig konkurransefortrinn i forhold til konkurrentene. Regnskapsanalysen står så for tur, her vil vi analysere regnskapet til XXL samt et utvalg konkurrenter. Vi vil analysere lønnsomheten, soliditeten og likviditeten. Etter dette vil vi foreta en syntetisk kredittrating av XXL. Med bakgrunn i teori tidligere presentert i oppgaven vil vi etter regnskapsanalysen beregne XXL sitt avkastningskrav til egenkapital og WACC.

Med utgangspunkt i den strategiske analysen og regnskapsanalysen vil vi utarbeide prognoser og fremtidsregnskap. Prognosene blir benytte til å finne den framtidige kontantstrømmen, kontantstrømmen diskonteres for å finne verdien av XXL. Resultatet vil bli sjekket opp mot komparative selskaper og en sensitivitetsanalyse vil bli foretatt.

5. Presentasjon av sportsbransjen og XXL

5.1 Sportsbransjen

XXL er et børsnotert handelsforetak som selger sports- og fritidsutstyr, de har butikker lokalisert i Norge, Sverige og Finland. I dette avsnittet vil vi gi en introduksjon til sportsbransjen samt utdype særtrekk i de forskjellige landene XXL er lokalisert.

Med sportsbransjen mener vi alt salg av forbruksartikler som benyttes i sportsaktiviteter og fritidssysler. Dette innebærer at bransjen spenner over et stort produktsortiment, hvor en tydelig avgrensning vil være vanskelig. Vi har videre valgt å avgrense sportsbransjen til å omfatte butikker som har spesialisert seg på sports- og fritidsutstyr som kjernevirksomhet. Dette innebærer at butikker i andre bransjer som selger enkeltartikler knyttet til sport og fritid ikke vil bli inkludert. Eksempler på butikker som faller utenfor vår definisjon på sportsbransjen er Biltema, Europris og MAXBO som selger fortrinnsvis sykler, akebrett o.l. Mellom disse definisjonene faller imidlertid COOP da butikkene ikke kan sies å ha sports- og fritidsutstyr som sin kjerneaktivitet, dog blir det ikke riktig å si at COOP kun selger enkeltartikler ettersom de har dedikerte sportsavdelinger, vi har valgt å definere COOP som en del av sportsbransjen.

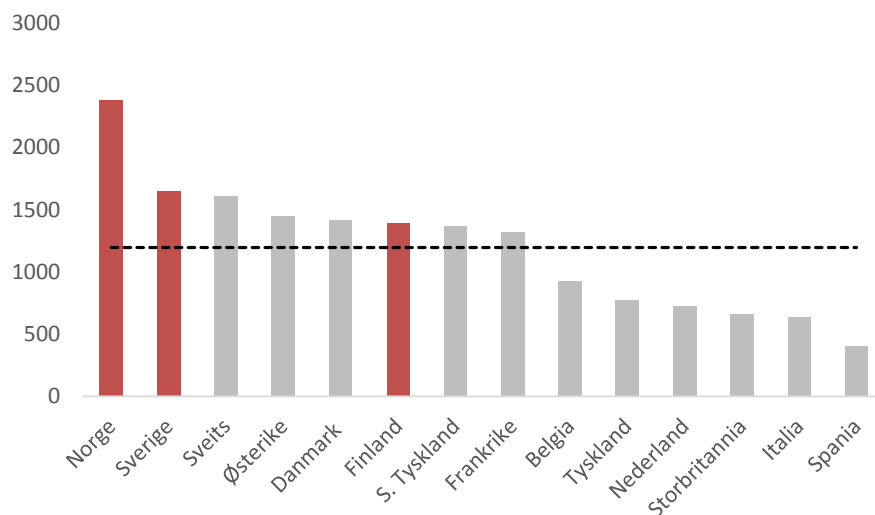
Den totale omsetningen i sportsbransjen i de respektive landene XXL operer i var i 2013 på 35.7 milliarder NOK (Sportsbransjen Sportsfack, Sportimyyjä), hvor XXL stod for ca. 12 % av dette (Vedlegg 1).

Noe som kjennetegner sportsbransjen er at den er svært væravhengig, bransjen er mer avhengig av været enn av konjunkturedringer i økonomien (Sportsbransjen, 2014). Dette kan en observere ved å se på omsetningen i bransjen. I årene under finanskrisen opplevde bransjen vekst, men i året 2011 hvor den økonomiske situasjonen i Norden var langt lysere opplevde bransjen stagnasjon, dette skyldes i all hovedsak en svært mild vinter (Kjerkreit, 2011).

De Nordiske landene er preget av å ha fire distinkte årstider. Dette fører til at befolkningen har et bredt spekter av forskjellige sesongbetonte aktiviteter. Vintersesongen preges av ski

og aking, mens i vår- og sommersesongene er sykling, ballspill og padling populære aktiviteter. Dette kombinert med en generell god og solid økonomi kan være en viktig årsak til at sportsbransjen i Norge, Sverige og Finland har en høyere omsetning per innbygger enn gjennomsnittet i Europa. Norge utmerker seg med høyest omsetning per innbygger med hele 2384 kroner.

Figur 1 Omsetning per innbygger



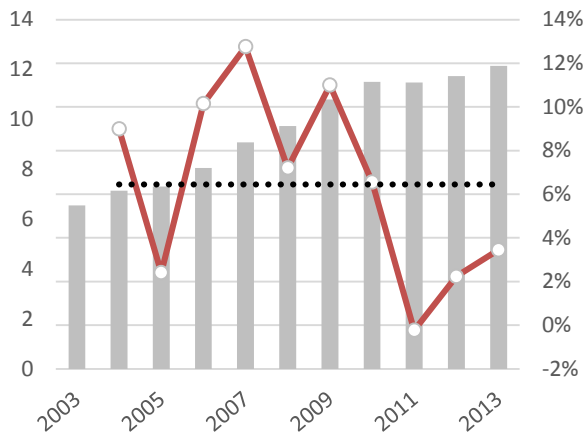
Kilde: Egenkomponert, Sportsbransjen, Sportsfack, Sportimyyjä, Prospekt

5.2 Norge

Det totale markedet for sports- og fritidsutstyr i Norge var i 2013 på 12.1 milliarder, opp 3.5 % fra 2012 (Vedlegg 2). Med unntak av 2011 har bransjen opplevd vekst hvert år siden 2005. Samtidig er sports- og fritidsbransjen den detaljhandelbransjen som har hatt hurtigst vekst i samme periode (Sportsbransjen, 2014). Veksten i perioden 2006 til 2013 tilsvarer en CAGR på 6.1 %. Markedet i Norge er preget av en sterk kjedestruktur, hvor kjedene i 2013 stod for 91 % av omsetningen (Vedlegg 3). Dette er en markant økning fra 2007 hvor frittstående butikker stod for 18 % av omsetningen. En annen trend i det norske markedet er nedgangen i antall butikker, siden 2008 har antall butikker blitt redusert fra 789 til 705 i 2013 (Vedlegg 4). Dette tyder på at det blir færre, men større butikker ettersom omsetningen i samme periode har økt. De største kjedene består av XXL, G-Sport/G-MAX, Sport 1, Intersport og MX Sport. Gresvig AS er innehaver av kjedene G-Sport/G-MAX og driver Intersport i Norge, inkluderer en Intersport hadde Gresvig en markedsandel på 33 % i 2013.

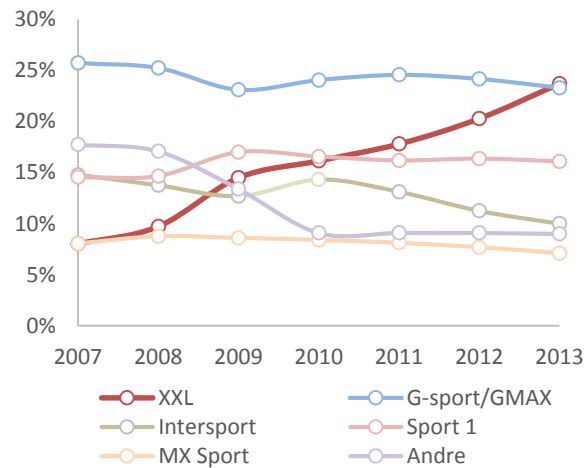
De tre største kjedene stod i 2013 for 63 % av omsetningen, hvor XXL med doblet markedsandel siden 2008 er den klare vekstvinneren.

Figur 2 Norge, totalt marked og vekst (millioner)



Kilde: Egenkomponert, Sportsbransjen

Figur 3 Norge, markedsandeler for de 5 største aktørene



I følge tall fra VIRKE opplevde skobransjen en reduksjon i omsetning på 0.5 % i 2012 og 5.3 % i 2013, dette er den første nedgangen i bransjen siden 1995. I tillegg rapporterte klesbransjen i 2013 om en beskjeden vekst på 1 % (Virke, 2014). Dette kombinert med at sportsbransjen opplever vekst innen sko- og tekstilsegmentet tyder på at bransjen stjeler markedsandeler fra tekstil og skobransjen (Sportsbransjen, 2014).

Man ser også en klar tendens i sportsbransjen at salget av servicetjenester har økt. Dette innebærer tilleggstjenester som smøretjenester knyttet til salg av ski og vedlikeholdstjenester knyttet til sykkel (Virke, 2014).

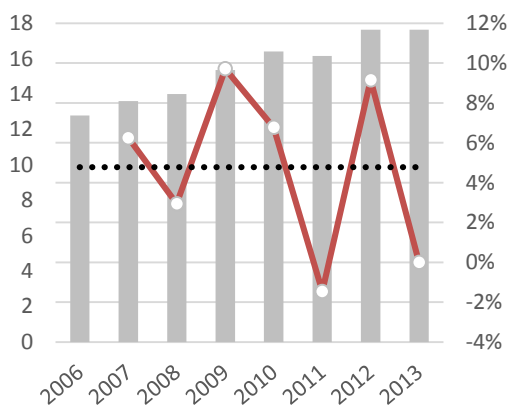
Nordmenn har det høyeste forbruket på sports- og fritidsutstyr i verden. I 2013 var forbruket per innbygger imponerende 3 580 kroner, noe som er mer enn tre ganger så mye som gjennomsnittet i Europa (Sportsbransjen.no). Det kan være flere årsaker til det høye forbruket, men det er nærliggende å tro at det har en sammenheng med at Norge har fire distinkte årstider, en lang kultur for utendørs sport, en sterk økonomi og et høyt prisnivå. Det skal også nevnes at det i lengre tid har vært trendy å være sporty, dette har ført til at dyre sportsklær bringer med seg en viss form for status.

Fra 2012 til 2013 økte generell netthandel i Norge med 17 %, og i siste halvdel av 2013 var totalomsetningen for netthandel på 37.5 milliarder. Av den totale omsetningen gikk anslagsvis 75 % til norske nettbutikker, mens 25 % gikk til utenlandske nettbutikker. Trenden i markedet er økende omsetning, men utenlandske nettbutikker tar stadig en større del av kaken (Virke, 2013). I en undersøkelse gjort av Netthandel.no viser data fra 1633 undersøkte nettbutikker at hele 18 % av dem er sportsbutikker (Netthandel.no). Av den totale omsetningen i sportsbransjen var 4.8 % knyttet til kjøp via internett i 2013, også her ser vi en økende trend hvor andelen som handler over internett øker for hvert år (Postnord, 2014).

5.3 Sverige

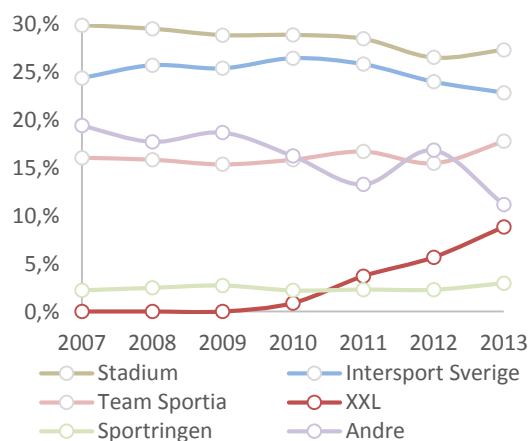
Det svenske sports- og fritidsutstyrsmarkedet var i 2013 på 17.6 milliarder svenske kroner (15.9 MRD. NOK), identisk som i 2012 (Vedlegg 5). Foruten om stagnasjonen i 2013 er utviklingen i det svenske markedet veldig lik som i Norge og Finland med positiv vekst gjennom finanskrisen og negativ vekst i 2011. I perioden 2006 til 2013 har markedet vokst fra 12.8 milliarder til 17.6 milliarder svenske kroner, dette tilsvarer en CAGR på 4.7 %.

Figur 5 Sverige, totalt marked og vekst i SEK MRD.



Kilde: Egenkomponert, Sportsfack

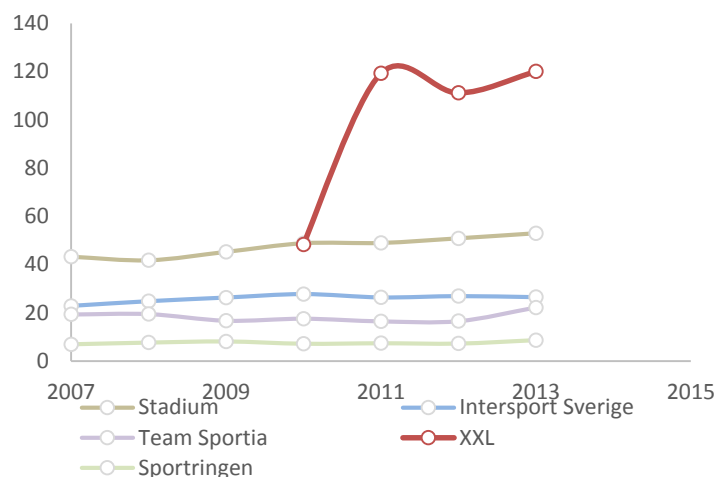
Figur 4 Sverige, markedsandeler for de 5 største aktørene



De fem største kjedene Stadium, Intersport, Team Sportia, XXL og Sportringen er presentert i figuren ovenfor. Alle kjedene med unntak av XXL har hatt en relativt stabil markedsandel i perioden. XXL har på tre år opparbeidet seg en markedsandel på 9 % og passerte allerede i 2011, etter kun et år i markedet Sportringen.

Ser vi på omsetning per butikk ligger XXL helt klart på topp med en omsetning på 120 millioner SEK i 2013, mer enn tre ganger så mye som gjennomsnittet i bransjen. Stadium ligger også godt over snittet med en omsetning per butikk på 53 millioner SEK. Dette indikerer at Stadium i tillegg til XXL satser på store butikker istedenfor mange (Vedlegg 7).

Figur 6 Sverige, omsetning per butikk (millioner)



Kilde: Egenkomponert, Sportsfack

5.4 Finland

Det totale markedet for sports- og fritidsutstyr var i 2013 på 978 millioner euro (7.6 milliarder NOK), opp 2 % fra 2012 (Vedlegg 8). Utviklingen i det finske markedet deler mange likhetstrekk med Norge, og har som nabolandet opplevd positiv vekst hvert år siden 2005 med unntak av 2011. Veksten i perioden 2006 til 2013 tilsvarer en CAGR på 4.1 %, dette er 2 prosentpoeng lavere enn Norge og 0.6 prosentpoeng lavere enn Sverige i samme periode.

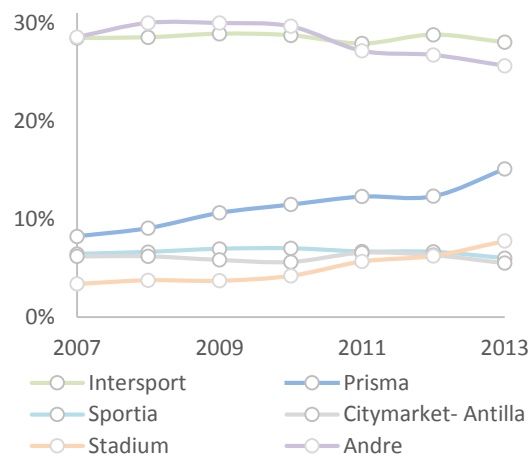
I forhold til Norge og Sverige hvor kjedene har en markedsandel på henholdsvis 91 % og 89 % står de noe svakere i Finland med en markedsandel på 75 % (Vedlegg 9). Trenden er dog den samme som i de andre markedene, kjedene tar stadig markedsandeler fra de frittstående butikkene.

Figur 7 Finland, totalt marked og vekst MRD. EUR



Kilde: Egenkomponert, Sportimyyjä

Figur 8 Finland, markedsandeler for de 5 største aktørene



De fem største kjedene i Finland består av Intersport, Prisma, Stadium, Sportia og Citymarket. Sammenlignet med Norge og Sverige preges markedet i større grad av småkjeder, med en tydelig markedsleder, Intersport som er et hestehodet foran konkurrentene.

5.5 XXL ASA

5.5.1 Historie

XXL ble startet opp av brødrene Øivind og Tore Tidemandsen i 2000. Brødrene har lang fartstid i varehandelsmarkedet og står blant annet bak kjente kjedebutikker som Living og Elkjøp, hvor Øivind i sistnevnte fungerte som driftsdirektør. I følge Øivind Tidemandsen skyldes Elkjøps suksess lave priser, kjente merkevarer, stordriftsfordeler og det å flytte flere bransjer under samme tak. Da Elkjøp ble kjøpt opp av britiske Dixons Group i 1999 brukte brødrene en del av gevinsten til å etablere sportskjeden XXL Sport og Villmark. Tanken bak etableringen var at de samme suksessfaktorene som lå bak Elkjøp, også kunne benyttes i sportsmarkedet. Sportsbransjen var på den tiden preget av høy inntjening for grossistene og importørene, mens kjedebutikkene tjente lite og hadde høye kostnader. Bransjen var også preget av spesialiserte butikker, typisk var det egne butikker innen ridning, golf og tennis.

Brødrene Tidemandsen øynet muligheten til å penetrere markedet ved å utnytte stordriftsfordeler, samtidig som de ville gjøre det lettere for kunden å handle alt av sportsutstyr i samme butikk, dermed var XXL et faktum (e24.no).

I 2001 ble den første butikken åpnet i NAF- huset i Oslo, butikken var på hele 3,500 kvadratmeter og var på det tidspunktet Norges største sportsbutikk (Farbrot, 2002). I perioden 2001 til 2005 åpnet kjeden ytterligere fem butikker og i 2007 ble XXL for alvor ansett som en seriøs aktør i sportsbransjen da de med en omsetning på 700 millioner NOK nådde en markedsandel på 10 % i Norge. Det svenske private equity selskapet EQT ble i 2010 majoritetseiere (dn.no), det samme året åpnet XXL sine første butikker i Sverige. I 2014 ekspanderte XXL ytterligere ved å gå inn i det finske markedet (xxlasa.com), og på tampen av året ble XXL notert på Oslo Børs med en markeds kapitalisering på 8 milliarder NOK (newsweb.no).

5.5.2 XXL i dag

Sportskjeden XXL operer i dag innenfor tre markeder, Norge, Sverige og Finland. Selskapet har 23 butikker i Norge, dette gjør dem til markedsledere med en markedsandel på 25 %. Denne tittelen overtok de fra konkurrenten G-Sport/G-MAX i 2013, som historisk sett har ligget et hestehodet foran konkurrentene. I Sverige har XXL per dags dato 17 butikker, og en markedsandel på 9 % (2013) og i Finland er det 4 XXL butikker, hvor XXL allerede det samme året som de åpnet sin første butikk oppnådde en markedsandel på 3.5 % (2014) (XXLasa.com).

Hvert eneste år siden oppstarten i 2001 har XXL økt sin markedsandel, dette har i størst grad gått på bekostning av de frittstående sportsbutikkene og de mindre kjedene.

XXL har siden oppstarten differensiert seg fra sine konkurrenter ved å satse på big-box (BB) konseptet. Dette innebærer store butikker som rangerer fra 3,000 til 5,300 kvadratmeter hvor det tilbys «alt» av sports- og fritidsutstyr. Butikkene er organisert slik at det er seks spesialiserte «butikker inni hver butikk», disse er: 1) sport, helse og

Figur 9 Big box concept



Kilde: Prospekt

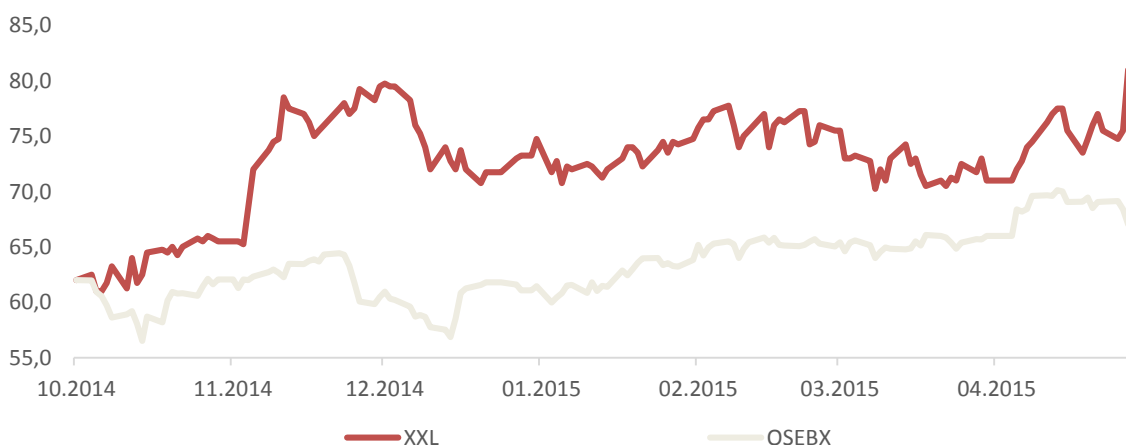
fitness; 2) sko; 3) sportsklær; 4) utendørs utstyr; 5) ski/sykkel og 6) jakt (prospekt, 2014).

Formålet med denne innretningen i tillegg til et bredt spekter av merkevarer skal gjøre at kunden får en «one-stop-shop» opplevelse – han kan handle alt han behøver av sportsutstyr i en og samme butikk. I tillegg til dette er butikkstørrelsen ment å gi XXL betydelig kostnadsbesparelser i form av stordriftsfordeler.

Noen av konkurrentene som G-MAX har forsøkt å imitere BB-konseptet, med noe begrenset hell. Forskjellen på butikkstørrelse innad i bransjen kommer tydeligst frem når vi ser på omsetning per butikk, i Norge i 2012 hadde XXL i gjennomsnitt 132.3 MNOK i omsetning per butikk, G-Sport/G-MAX som hadde nest høyest omsetning per butikk hadde 15.9 MNOK.

Figuren under viser XXL sin historiske aksjeprisutvikling sammenlignet med OSEBX¹ i perioden 03.10.2014 til 29.04.2015. XXL gikk på børs 03.10.2014 med en sluttnoteringspris på 62 NOK og den 29.04.2015 var sluttnoteringsprisen på 81 NOK kroner. Dette tilsvarer en avkastning på 31 % i perioden, betydelig høyere enn OSEBX sin avkastning på 8 % i samme periode.

Figur 10 Historisk aksjepris sammenlignet med OSEBX



Kilde: Egenkomponert, Datastream

¹ OSEBX er deflatert for å få likt utgangspunkt som XXL på noteringsdagen. OSEBX grafen viser ikke faktisk verdi, men utvikling.

6. Metode

«En metode er en fremgangsmåte, et middel til å løse problemer og komme frem til ny kunnskap. Et hvilket som helst middel som tjener dette formålet, hører med i arsenalet av metoder» (Dalland, 2000, s. 71). Metode hjelper oss til å kartlegge data og vil være vårt verktøy til å systematisk fremstille informasjonen vi innhenter. For å teste validitet og reliabilitet brukes metode som et aktivt verktøy. Det vil bli samlet inn mengder informasjon og data som må prosesseres, organiseres, analyseres og bearbeides for å nøyaktig kunne tolkes. Fokus på kildekritikk er vektlagt ved reliabilitets- og validitetmåling.

6.1 Datainnsamling

Det finnes to typer data: primær- og sekundærdata. Primærdata, eller førstehåndsinformasjon, er informasjon en har samlet inn selv. Denne type data stammer fra kilder med nær tilknytning til utredningsobjektet eller problemstillingen. Sekundærdata på sin side er informasjon som allerede foreligger, og åpner for ytterligere perspektiv i tilknytning til problemstillingen. En har tre ulike typer sekundærdata: *prosessdata*, data som oppstår i sammenheng med den løpende aktiviteten i samfunnet som for eksempel et avisinnlegg. *Bokholderidata*, data som inneholder økonomisk eller administrativ verdi som for eksempel regnskap. *Forskningsdata*, tidligere innsamlet data av andre forskere. Teoridelen bygger i stor grad på innhentet forskningsdata, mens verdsettelsen primært er basert på bokholderidata i form av regnskap og liknende.

6.2 Undersøkellesdesign

For å beskrive den aktuelle analyseprosessen benytter vi undersøkelsesdesign. Valg av design avhenger av hvor mye vi vet om et område og hvilke ambisjoner vi har med hensyn til å analysere og forklare sammenhenger. Metoden skiller mellom følgende tre typer undersøkelsesdesign: *Eksplorativt design* brukes i tilfeller hvor kandidaten i utgangspunktet har lite forkunnskaper om saksområdet. Målet for undersøkelsen vil i første omgang være å tilegne seg kunnskap til å forstå og tolke det aktuelle fenomenet på best mulig måte. Det er vanlig å starte med å innhente kunnskap fra tidligere litteratur (primærlitteratur) og data samlet inn av andre (sekundærdata). I enkelte tilfeller vil det også være gunstig med egeninnsamlet data (primærdata) (Gipsrud, Olsson og Silkoset, 2010). *Deskriptivt design*

benyttes i sammenhenger hvor en har en grunnleggende forståelse av problemområdet, hvor formålet med designet er å beskrive en situasjon på en bestemt måte. Prosessen skiller seg fra eksplorativt design ved å ha en mer strukturert og formell fremtoning. Analysen baserer seg på data innhentet fra eksempelvis spørreskjema og observasjoner. Innsamlet data brukes til å trekke konklusjoner om sammenhenger mellom variabler. *Kausalt design* er eksperimentell undersøkelse av årsaksforklaringer. Metoden benyttes når en ønsker å avdekke en statistisk årsakssammenheng mellom to variabler, hvor innsamlet data brukes for å verifisere de grunnleggende antakelsene. Hovedpoenget er å isolere virkningen for å kunne si noe om hvordan årsaken resulterer i virkningen. I vår oppgave vil vi i hovedsak benytte deskriptivt design.

6.2.1 Kvantitativ og kvalitativ metode

Kvantitativ metode omhandler innhenting av målbare tall og data. Metoden vil være tungt vektet i vår oppgave, og vil innebære innhenting av regnskapstall, bransjetall, børskurser og prognoser.

Kvalitative undersøkelser gir ikke målbare tallstørrelser, men reflekterer over holdninger og meninger. Den kvalitative delen vil i vår oppgave i hovedsak bestå av samtaler med personer i XXL og i bransjen generelt.

6.3 Validitet og relabilitet

For å sikre at den informasjonen vi har benyttet er pålitelig og ikke inneholder feilkilder er det hensiktsmessig å vurdere datamateriale etter validitet og relabilitet.

Validitet måler gyldighetsgraden på det en har til hensikt å måle. Teorien skiller mellom intern validitet og ekstern validitet.

Intern validitet, måling av kausalitet. Med andre ord, om den forekommende effekten skyldes faktoren vi måler.

Ekstern validitet, hvilken grad funnene kan generaliseres og overføres til liknende situasjoner.

Reliabilitet omhandler hvor pålitelig og virkelighetsrelevant en studie er (Gipsrud, Olsson og Silkoset, 2010). Det skilles mellom intern og ekstern reliabilitet.

Intern reliabilitet, i hvilken grad andre forskere kan anvende data på samme måte som den opprinnelige forskeren.

Ekstern reliabilitet, i hvilken grad eksterne forskere vil oppdage samme resultat) (Gipsrud, Olsson og Silkoset, 2010).

7. Presentasjon av verdsettelsesmodeller

Det finnes mange forskjellige metoder å foreta en verdsettelse, felles for alle er at de til dels bygger på observerte fakta, og dels på subjektive forutsetninger. Det er viktig å påpeke at verdsettelse ikke er en eksakt vitenskap og ulike parter kan komme frem til forskjellige resultater, selv ved bruk av samme metode. Subjektive forutsetninger gir rom for variasjon i sentrale parametere som inngår i regnestykkene. En selger vil ha høyest mulig pris, mens en kjøper vil ha lavest mulig pris. Dette vil i stor grad påvirke hvilke forutsetninger en legger til grunn.

En god verdsettelse avhenger av pålitelig informasjon. Det kan spesielt føre til utfordringer ved verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper som ikke har samme informasjonsplikt som allmenn aksjeselskaper. Det kan også forekomme problemer når en verdsetter et selskap med begrenset historie på børs, blant annet kan det oppstå utfordringer ved kalkulering av selskapets beta samt graden av detaljer i tidligere regnskapstall.

7.1 Balansebaserte metoder

Balansebaserte metoder tar utgangspunkt i hva eiendelene kan selges for i markedet. For å komme frem til verdien på egenkapitalen trekker en fra gjelden. De mest vanlige metodene er (Dahl, Hansen, Hoff & Kinserdal, 1997):

- Substansverdi
- Likvidasjonsverdi

7.1.1 Substansverdi

Ved bruk av substansverdi finner en markedsverdien til hver enkelte av selskapets eiendeler, fra summen av disse markedsverdiene trekker en fra gjeld og den latente skatten, man sitter da igjen med substansverdi også kalt verdijustert egenkapital (VEK). Ettersom man setter verdien på enkelt-eiendelene lik markedsverdien krever metoden at et aktivt markedet for eiendelene eksisterer, eller at det er mulig å innhente takstverdi (Kaldestad & Møller 2011).

Differansen mellom bokført- og substansverdi er kjent som merverdi. Ved kjøp av eiendelene (til markedsverdi) ville en fått avskrevet hele beløpet og dermed fått skattebesparelser på disse avskrivningene. Om en derimot kjøper et selskapet eller en divisjon av selskapet vil en bare få avskrevet bokført verdi på eiendelene. Dermed vil en ikke få avskrevet merverdien, og «taper» skattebesparelsen den ville ha gitt. Grunnet dette trekker en fra denne latente skatten for å finne den virkelige verdien en kjøper er villig til å betale. En svakhet med metoden er at den tar utgangspunkt i verdien av enkeltaktiva, mens den utelukker hvordan aktiva benyttes i driften (Kaldestad & Møller, 2011).

7.1.2 Likvidasjonsverdi

Teoretisk reflekterer likvidasjonsverdien det laveste beløpet eierne vil sitte igjen med dersom virksomheten avvikles. I de fleste tilfeller innebærer en likvidasjon tvungen avvikling, noe som normalt sett vil gi kjøper en ekstrarabatt. Ved avvikling vil det som regel påløpe ekstrakostnader som ikke medregnes i substansverdiberegning. Som en følge av dette vil likvidasjonsverdien nesten uten unntak være lavere enn substansverdien.

Figur 11 Likvidasjonsverdi

Salgssum eiendeler

- Evt. gevinstbeskatning ved salg av eiendelene
- Avviklingskostnader
- Evt. Skatt ved oppløsning av selskapet lik: (utbetalt ved likvidasjon - anskaffelseskost - ubenyttet skjermingsgrunnlag) *0,27
- Gjeld
- = Likvidasjonsverdi etter skatt**

Kilde: Dahl, Hansen, Hoff & Kinserdal

7.2 Inntjeningsbaserte modeller

De inntjeningsbaserte metodene også kalt fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i selskapets fremtidige kontantstrøm. Verdien av selskapet er nåverdien av selskapets fremtidige forventede kontantstrøm.

Det er vanlig å bruke en to-periode modell, hvor en starter med en prognose for fremtidig kontantstrøm for å deretter beregne terminalverdien. Terminalverdien finner en ved å benytte Gordons vekstformel, poenget med metoden er å fange opp all inntjening etter

prognoseperioden. Vekstformelen forutsetter at selskapet har «uendelig» levetid. Det er ingen fasit på hvor lang prognoseperioden skal være, men den bør strekkes frem til selskapet er i steady state, hvilket innebærer stabil vekst og marginer.

7.2.1 Dividendemodellen

Ved kjøp av aksjer forventer investoren to typer kontantstrømmer, dividende i perioden hvor han holder aksjen og forventet salgpris ved periodens slutt. Forventet pris er i seg selv avledet av fremtidig dividende, verdien av en aksje er således lik nåverdien av all fremtidig dividende (Damodaran 2012).

Dividendemodellen følger samme oppsett som frikontantstrøm til egenkapital, hvilket betyr at finansposter inkluderes og fremtidig dividende diskonteres med egenkapitalkostnaden. Matematisk kan verdien av et selskap beregnes ut fra følgende formel:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Hvor:

P_0 = Verdien av en aksje på verdsettelsespunktet

D_t = Forventet dividende i år t

k = avkastningskravet til egenkapitalen

t = år

Ettersom det vil være vanskelig å prognostisere alt fremtidig utbytte for et selskap, er det vanlig å bruke Gordons vekstformel som forenkling når denne modellen benyttes. En forutsetning når man benytter Gordons vekstformel er at selskapet er i steady state og har en veletablert dividende policy som selskapet akter å holde i all fremtid. Da blir verdien til selskapet følgende:

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

Hvor:

g = forventet vekst i dividende

7.2.2 Fri kontantstrøm til total kapital/egenkapital

I fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen (FCFE) er man ute etter å finne den kontantstrømmen som tilfaller selskapets eiere. Utbetalinger til eller fra kreditorer vil dermed påvirke FCFE, tar selskapet opp et lån vil alt annet likt FCFE øke.

I fri kontantstrøm til total kapitalmodellen (FCFF) er man derimot ute etter å finne den kontantstrømmen som tilfaller både eierne og kreditorene. Dermed vil ikke en endring i lån eller rentebetalinger ha noen effekt på FCFF.

Foruten om nevnte forskjeller, finner man fri kontantstrøm ved å begynne med netto resultat og legge til av- og nedskrivninger, da dette ikke er utbetalinger. Deretter trekker man fra eller legger til endring i arbeidskapital, en økning i arbeidskapitalen vil binde mer kapital noe som fører til at kontantstrømmen reduseres og visa versa. Til slutt trekker man fra netto investeringer.

Figur 12 Frikontantstrøm til EK og TK

Frikontantstrøm til egenkapital	Frikontantstrøm til total kapital
Netto resultat	EBIT(1-skatt)
+ Netto av- og nedskrivninger	+ Netto av- og nedskrivninger
- Investeringer	- Investeringer
+/- Netto endring arbeidskapital	+/- Netto endring arbeidskapital
+/- Netto endring lån	
= Frikontantstrøm til egenkapitalen	= Frikontantstrøm til total kapitalen

Kilde: Dahl, Hansen, Hoff & Kinserdal

Modellene tar utgangspunkt i hva som teoretisk sett *kunne* vært utbetalt til eierne/og kreditorene, mens dividendemodellen tar utgangspunkt i hva som *faktisk* utbetales. Den fremtidige frie kontantstrømmen til egenkapitalen/total kapitalen blir neddiskontert med tilhørende avkastningskrav. Presentert i formelen (Kaldestad og Møller, 2011, s. 29):

$$V_0 = \sum_{t=1}^t \frac{FCF}{r^t}$$

Hvor:

V_0 = Nåverdien av egenkapitalen/selskapet (enterprise value)

$FCF = \text{Forventet fri kontantstrøm til egenkapitalen/totalkapital}$

$r = \text{Avkastningskrav til egenkapitalen/totalkapital}$

7.2.3 Superprofittmetoden

Da Karl Marx ga ut *Das Kapital* i 1867, ble begrepet superprofitt introdusert for første gang. Begrepet fikk da begrenset oppmerksomhet grunnet mangel på empirisk bevis, og ble sjeldent tatt i bruk. I 1995 lanserte Ohlson banebrytende studier hvor han viste at regnskapsmessig resultat og bokførtverdi av egenkapitalen kan benyttes til verdsettelsesformål, og ga dermed nytt liv til superprofittmodellen. Ohlson konkluderte i sin artikkel at bruk av Residual Income modellen, som fokuserer på resultat og egenkapital, vil være ekvivalent med utbytte modellen og kontantstrømmodellen. Superprofitt forklares enklest som det beløpet som overstiger det bestemte avkastningskravet. En av de store fordelene med modellen er dens evne til å trekke inn alternativkostnaden til egenkapitalen og på den måten vise at resultat etter skatt ikke en god indikator på lønnsomhet. Superprofittmetoden tar utgangspunkt i bokført egenkapital og egner seg derfor best til verdsettelse av kapitalintensive selskaper.

Formelen for å beregne Residual Income er som følger (Feltham & Ohlson, 1995):

$$V_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^t \frac{ri_t}{(1+r)^t} \text{ hvor } ri_t = E_t - r \cdot BV_0$$

Hvor:

$V = \text{Verdi egenkapital}$

$r = \text{Avkastningskrav}$

$BV = \text{Bokført egenkapital}$

$RI = \text{Residual Income}$

Matematisk vil man ved bruk av bokført egenkapital komme frem til det samme svaret uavhengig av størrelsen på egenkapitalen. Modellen er i senere tid blitt kritisert for at den

mangler økonomisk mening. Et eksempel på dette kan være tjenesteytende selskaper hvor store deler av verdien ligger utenfor balansen, dermed vil det av modellen fremstå som om de har en betydelig superprofitt i motsetning til kapitalintensive selskaper. Modellen er også blitt kritisert for å ta utgangspunkt i selskapsbalansen, som er et lappeteppe av forskjellige regnskapsprinsipper. Det gir derfor lite mening å sammenligne superprofitt mellom selskaper, når opphavet til superprofitt vel så gjerne kan være forskjellig veivalg hva gjelder regnskapsprinsipper.

7.2.4 Opsjonsbasert verdsettelse

I enkelte situasjoner vil tradisjonell fundamentalanalyse undervurdere verdien av selskapet, dette skyldes at man ikke tar hensyn til fleksibilitet. En opsjon gir eieren en rett, men ikke en plikt til å kjøpe eller å selge underliggende aktiva til en forhåndsbestemt pris enten på eller før utløpsdatoen (Kaldestad & Møller 2011).

Det er vanlig å skille mellom realopsjoner og finansielle opsjoner. Finansielle opsjoner gir innehaver en rett til å kjøpe eller å selge finansielle instrumenter til en gitt pris. Realopsjoner på den andre siden er selskapets rett til å for eksempel utsette, avslutte eller å ekspandere et prosjekt. Et krav ved bruk av realopsjon prising er at man kjenner verdien til det underliggende aktiva. Dette gjør metoden velegnet som styringsverktøy i råvarebasert virksomhet hvor verdien av det underliggende aktiva er lett observerbart (Koller, Goedhart & Wessels 2010). Metoden er også særlig relevant for selskaper som i stor grad er avhengig av bionomiske utfall, som for eksempel mindre farmasiselskaper. Fremgangsmåten for å beregne verdien med fleksibilitet er som følger:

$$V_o = V_{as is} + \text{nåverdi av særlig fleksibilitet}$$

7.3 Komparativ verdsettelse

Det som kjennetegner denne metoden er bruk av markedsverdiene til sammenlignbare selskaper. Dens popularitet er i hovedsak basert på at metoden er enkel å bruke og intuitivt lett å forstå. Analytikere kan kostnadseffektivt skaffe seg et helhetsbilde over en gitt bransje. Ved bruk av multiplikatorer som Price/Earnings får en ut et forholdstall. Dette forholdstallet ganges med den respektive verdidriveren til selskapet man skal verdsette. Det er risiko knyttet til valg av verdidrivere. Enkelte selskaper i samme bransje kan tilsynelatende se like

ut, men allikevel ha ulik kjernevirksomhet og kapitalstruktur. Det vil av den grunn være avgjørende at de sammenlignbare selskapene faktisk er sammenlignbare og antas å være korrekt priset. Metoden egner seg dårlig til å sammenligne selskaper fra forskjellige bransjer mot hverandre ettersom en ikke tar hensyn til risiko, kostnader og gjeld. Dersom prisen på en eller flere av de sammenlignbare selskapene er påvirket av utslagsgivende engangshendelser, er det viktig å ta høyde for dette. Formelen for P/E er som følger (Dyrnes, 2004):

$$V_0 = \left(\frac{\text{Multiplikator}}{\text{Skaleringsfaktor}} \right)^{SML} \cdot \text{Resultat pr. aksje}^{V_0}$$

Hvor:

SML = Sammenlignbare selskaper

Andre eksempler på forholdstall brukt for å beregne selskapsverdi: Price/Cashflow, Price/Sales, Price/EBITDA Price/Book m.fl.

7.4 Valg av verdsettelsesmodell

De forskjellige metodene er nyttige i ulike situasjoner når en skal gi et verdiesestimert på et selskap. Vi har valgt å legge hovedvekten av vår verdsettelse på en inntjeningsbasert metode for så å supplere denne med en komparativ verdsettelse for å sjekke rimeligheten av våre estimater. Den inntjeningsbaserte metoden vi har valgt å benytte er i tråd med Finn Kinserdals undervisning i kurset BUS 425 EV-modellen som en 2-periode DCF-Modell. Denne metoden er en variant av fri kontantstrøm til total kapital.

Vanligvis går man igjennom seks steg når man foretar seg en fundamental verdsettelse (Kinserdal, 2014). Under er stegene kort presentert og forklart.

7.4.1 Omgruppering for analyseformål

Normalt er man ute etter å verdsette en bedrifts driftsrelaterte eiendeler. Derfor er det vanlig i balansen å skille de finansielle eiendelene fra de driftsrelaterte. Grunnen til at man skiller ut de finansielle eiendelen er at man ønsker å verdsette kjerneaktiviteten til selskapet, samtidig som kontantstrømmen til de finansielle eiendelenene er vanskelig å projisere. I tillegg ønsker man også å skille ut ikke finansielle eiendeler som ikke bidrar til selskapets drift, dette kan eksempelvis være et bygg som ikke er i bruk av selskapet selv, men leies ut.

Med omgruppering ønsker man å identifisere netto finansielle eiendeler, som vil være summen av rentebærende gjeld fratrukket finansielle eiendeler og eiendeler som kan selges.

For å finne selskapets egenkapitalverdi trekkes netto finansielle eiendeler fra enterprice value. Følgelig vil kontantstrømmen fra de finansielle eiendelene ekskluderes fra fremtidige kontantstrømprognoser.

7.4.2 Normalisering av historiske resultater

Normalisering av historiske resultater har som formål å fjerne støy, og få frem det reelle underliggende resultatet fra driften. Dette gjøres for å gjøre det lettere å si noe om hvilken inntjening en kan forvente i fremtiden. Essensen med normalisering er å fjerne poster som ikke er relatert til driften, som finansielle poster, samt å fjerne unormale poster en ikke forventer gjentar seg i fremtiden på regelmessig basis. Dette kan være engangsposter som gevinst ved salg av en eiendel eller nedskrivning av varelager. Dog er det viktig å huske på at en ikke skal ødelegge faktiske trender når en normaliserer. En økning i tap på kundefordringer er ikke nødvendigvis tilfeldig, det kan skyldes at kvaliteten på kundene har gått ned.

7.4.3 Analyse av bedriften

Etter at de historiske tallene er normalisert er det vanlig å foreta en historisk tidsserieanalyse av eget selskap. I en tidsserieanalyse estimerer man nøkkeltall, kostnader i prosent av salg, samt marginer som for eksempel EBITDA marginen. Målet er å se på historiske trender og å forstå de bakenforliggende årsakene bak endringer som har forekommet, og på denne måten være bedre rustet til å lage fremtidsprognoser. Det er også vanlig å gjøre samme tidsserieanalyse for konkurrentene med det formål å forstå eventuelle bransjemessige

forskjeller. Dersom eget selskap har vesentlig høyere marginer enn resten av bransjen, vil det være rimelig å anta at marginene vil bevege seg mot bransjegjennomsnittet, gitt at det ikke finnes svært gode grunner til at marginen er høyere og at det vil vedvare.

Deretter foretar man vanligvis en strategisk analyse av selskapet, omgivelser og bransjen, her ser man blant annet på selskapets strategiske posisjon, leverandører, konkurrenter, kunder osv. Rammeverk som VRIO-analyse, PEST og Porters five forces kan benyttes i denne prosessen.

7.4.4 Utarbeiding av prognoseregnskap

Den foregående analysen har nå dannet grunnlaget for neste steg, prognose av den fremtidige kontantstrømmen. Normalt vil man budsjettere fremtidig inntjening 6-10 år frem i tid, eller til selskapet har kommet i steady state. Hvor lang tid det tar før selskapet når steady state avhenger i stor grad av hvor i livssyklusen selskapet er. Når selskapet er i steady state benytter en Gordons vekstformel for å finne terminalverdien. For å ta hensyn til usikkerhet knyttet til konjunktur- og selskapsspesifikk utvikling er det vanlig å foreta en sannsynlighetsvektet scenarioanalyse.

7.4.5 Fundamental verdsettelse

I dette steget kommer valg av verdsettelsesmetode, usikkerhet i verdiesestimaterne og beregning av avkastningskravet man benytter for å diskontere kontantstrømmen.

7.4.6 Vurdering av verdiene

I det siste steget vurderer man om verdien man har kommet frem til er fornuftige. Dette kan blant annet sjekkes ved å utføre en sensitivitetsanalyse; endre kritiske resultat- og verdidrivere og se effekten på verdien. Man kan også utføre simuleringer (f.eks. Monte Carlo simulering), hvor man gjør kritiske resultat- og verdidrivere om til stokastiske variabler. I tillegg til dette bør en utføre en «peer-review» hvor man bruker multipler til å se hvordan din prising er i forhold til markedsverdier på sammenlignbare selskaper.

8. Avkastningskrav teori

«Avkastningskravet for en virksomhet er den avkastning over tid som er nødvendig for å trekke kapital til virksomheten» (Dahl, Hansen, Hoff & Kinserdal, 1997). En kan også definere det som kostnaden på bruk av kapital som reflekterer forventet avkastning på tilsvarende risikable investeringer. Kravet skal kompensere investorer for hva de alternativt kunne ha tjent på en annen investering med tilsvarende risiko, og er på denne måten en alternativkostnad. Avkastningskravet består av risikofri rente i tillegg til en markedspremie som viser kompensasjon eller gevinst ved å ta risiko. Ved en verdsettelse brukes avkastningskravet som en diskonteringsrente (Dahl, Hansen, Hoff & Kinserdal, 1997).

8.1 Risiko

Risiko reflekterer muligheten for avvik på forventet avkastning (Dahl, Hansen, Hoff & Kinserdal, 1997). En investering vil kunne bli påvirket av uforutsigbare faktorer, både eksterne og interne. Faktorene er ukontrollerbare variabler hvor en som investor *risikerer* å tape deler eller alt av sin investering. For å oppnå en høyere avkastning enn hva risikofri rente vil gi, må en som investor se seg nødt til å påta seg risiko. Det skilles hovedsakelig mellom to typer risiko; systematisk og usystematisk risiko (Bøhren og Michaelsen, 2012). Den systematiske risikoen er den risiko som er knyttet til markedet som helhet. Faktorer som påvirker den systematiske risikoen er typisk valutasvingninger, råvarepriser, renter og konjunkturer. Usystematisk risiko anses som diversifiserbar og er selskapsspesifikk. Særs knytter denne type risiko seg til hendelser som spesifikt påvirker enkeltbedrifter eller bransjer. Summen av de to utgjør selskapets totale risiko. Desto høyere risiko man påtar seg, jo høyere kompensasjon vil man kreve i form av avkastning.

8.2 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen (CAPM) benyttes når en skal finne avkastningskravet til et selskap. Ved hjelp av diversifisering kan en kvitte seg med den usystematiske risikoen ved å spre investeringene på tvers av mange prosjekter. Eksempelvis kan dette gjøres ved å kjøpe eierandeler i et bredt sammensatt aksjefond. En forutsetning for bruk av CAPM er at alle investorer er diversifiserte, og modellen inneholder derfor ikke usystematisk risiko.

Avkastningskravet tilsvarer risikofri rente tillagt relevant markedsrisiko (Bøhren og Gjørsum, 2009).

$$\text{Avkastningskrav} = r_f + \beta \cdot [E(r_m) - r_f]$$

Hvor:

$r_f = \text{Risikofri rente}$

$\beta = \text{Betaverdien til prosjektet}$

$E(r_m) = \text{forventet avkastning på markedsporteføljen}$

Ved eventuell småbedriftspremie og/eller likviditetspremie må denne legges til avkastningskravet.

8.3 Risikofri rente

Den risikofrie renten skal reflektere hvilken avkastning en alternativ risikofri plassering vil gi. Det er vanskelig å finne en plassering som er fullstendig risikofri, det teoretisk korrekte vil være en portefølje med 0 i beta. Et godt alternativ er å plassere penger i en sikker stats statsobligasjoner. Norge er et eksempel på en sikker stat (AAA rated av S&P), sannsynligheten for at Norge skal gå konkurs i overskuelig fremtid er svært lav, på motsatt side vil en gresk statsobligasjon ikke kunne sies å være et godt estimat på en risikofri plassering.

Hva gjelder løpetid vil det være teoretisk riktig å ha samme løpetid på den risikofrie plasseringen som for kontantstrømmen du skal diskontere, dette innebærer at kontantstrømmen i år 1 skal diskonteres med et avkastningskrav hvor 1 års risikofri rente er benyttet. Således vil den teoretiske riktige fremgangsmåten være å ha et eget avkastningskrav for hvert år, dog må dette sies å være lite praktisk og nytteverdien er normalt lav. En mer praktisk tilnærming er å enten benytte statsobligasjoner med kort løpetid, lang løpetid eller en mellomting. Ulempen med korte renter er at de svinger mye mer enn lang renter, dermed vil avkastningskravet bli mer ustabil. Benytter en lange renter vil en få et mer stabilt avkastningskrav da disse varierer i mindre grad enn de korte. I tillegg forutsetter vår verdsettelse at XXL har «evig» levetid, dette innebærer at durasjonen til kontantstrømmen vil være lang. Optimalt vil en som nevnt tidligere ha like lang løpetid på

avkastningskravet som på kontantstrømmen, lange renter evner således å oppfylle dette kravet i større grad enn korte, da durasjonen på lange renter naturligvis er lengre (Kaldestad & Møller, 2011).

Ulempen med å benytte lange renter er at de ikke tar hensyn til konsistens mellom markedets risikopremie og den risikofrie renten. Markedets risikopremie er som oftest utledet fra markedets avkastning minus korte renter. Gitt at dette er tilfellet vil en ved å benytte en lang rente få inkonsistens i CAPM modellen, dette siden man benytter en lang rente som risikofri rente, samtidig som markedets risikopremie er utledet fra en kort rente. Benytter man da lange renter er dette en problemstilling man må ta hensyn til.

Klassisk forventningsteori sier at lange renter er sum av dagens korte rente samt framtidige forventede korte renter. Den modifiserte forventningsteorien, risikopremieteorien sier at i tillegg til å være en sum av den korte renten og framtidig forventet korte renter inneholder også lange renter en risikopremie. Denne risikopremien består av en kredittpremie (sannsynligheten for konkurs vil øke når løpetiden øker), løpetidspremie, likviditetspremie og inflasjonspremie (Klovland, 2014).

Kredittpremien vil vi ikke gå nærmere inn på da vi antar den til å være tilnærmet null for norske statsobligasjoner.

Løpetidspremien skal kompensere for renterisikoen, risikoen for at rentenivået skal utvikle seg ugunstig for investoren i løpet av perioden han eier renteinstrumentet. Denne risikoen oppstår når en investors investeringshorisont er forskjellig fra rentens løpetid. En renteendring vil få større konsekvens for verdiendringen av en obligasjon med lang løpetid enn en med kort. Investorer ønsker dermed en kompensasjon for å binde renten i en lengre periode.

Inflasjonspremie, problemet med å velge statsrenter med lang løpetid er at de ofte inneholder en variabel risikopremie for å kompensere investoren for inflasjonsoverraskelser i forhold til forventet inflasjon. Imidlertid er aksjeeiere i større grad enn obligasjonseiere beskyttet mot inflasjon ettersom de eier realaktiva.

Likviditetspremien skal kompensere for risikoen forbundet med å eie et lite likvid renteinstrument (Klovland, 2014). Den norske stat har en svært robust økonomi, og har et avgrenset lånebehov i forhold til de fleste andre land, dette har ført til et relativt lavt volum

av innenlandske statspapir (utestående obligasjonslån var bare 11 % av BNP i 2001). Tiltak har blitt iverksatt for å øke aktiviteten i annenhåndsmarkedet, dette har økt likviditeten noe (Klovland, 2014). Det lave volumet og den lave aktiviteten i annenhåndsmarkedet har ført til at enkelte argumenterer for at det finnes en likviditetspremie i norske statspapir. Andre argumenterer for at til tross for et lavt volum er det ikke tilfellet at norske statspapirer er lite likvide. Det er høy etterspørsel etter norske statspapirer, og tilbudet er lite. Grunnen til at volumet i annenhåndsmarkedet er forholdsvis lavt er at en svært stor andel fyller opp hold til forfallsporteføljene i livsforsikringsselskaper og pensjonsfond (Kaldestad & Møller, 2011). Forfatterne er av den oppfatning at den siste poenget har størst hold. For at det skal være en risiko forbundet med likviditet må dette baseres på andre forutsetninger enn at aktivaet har et lavt volum. Det må baseres på at en har vanskeligheter med å selge papirene eller at en ved salg flytter prisen merkverdig for å få solgt. Dette mener vi ikke er tilfellet og følgelig legger vi til grunn at det ikke eksisterer en nevneverdig likviditetspremie i norske statspapirer.

Disse risikopremiene fører til problemer, spesielt ved bruk av lange renter, da disse rentene tydelig ikke er helt risikofrie. Enkelte argumenterer også for at det lave tilbudet av norske statsobligasjoner fører til en mismatch mellom etterspørsel og tilbud, dette gjør at staten kan gi kunstig lave renter på sine lån (statsobligasjoner). En praktisk løsning kan da være å si at den risikofrie renten vil ligge et sted mellom swaprenten mellom bankene og statsobligasjonsrenten (Kinserdal, 2014). Swaprenten vil inneholde en liten kredittrisikopremie, men denne vil ikke være veldig høy (ca. 30-60 basispoeng avhengig av løpetid) da bankene har strenge krav til sikkerhet i tillegg til at det ved en renteswap ikke vil være noe utestående lånebeløp (hovedstol).

Norske statsobligasjoner betaler regelmessige kuponger, og en må derfor gjøre obligasjonene om til ZCB (zero coupon bond) for å benytte de som risikofri rente (Kinserdal, 2014), dog vil dette trolig ha svært liten betydning på dagens lave rentenivåer. En annen vesentlig faktor er at renten man benytter må være denominert i samme valuta som kontantstrømmene, dette for å ta hensyn til inflasjon (Koller, Goedhart & Wessels, 2010).

8.4 Beta

Beta er et mål på den enkelte aksjes risiko relativt til aksjemarkedet. En høy beta vil si at en har høy eksponering for den generelle markedsrisikoen. I gjennomsnitt er beta på en børsnotert aksje lik 1, som vil si at den korrelerer med aksjemarkedet. Dette er

selvforklarende ettersom gjennomsnittet i aksjemarkedet nødvendigvis svinger i takt med seg selv. Selskapets beta blir bestemt ut i fra hvor volatil aksjekursen er i forhold til aksjemarkedet og følgende formel blir benyttet for å kalkulere beta (Kaldestad & Møller, 2011):

$$\text{Egenkapitalbeta: } \beta_E = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\sigma^2(r_m)}$$

Hvor:

$\text{Cov}(r_i, r_m) = \text{Kovarians aksje og markedsporteføljen}$

$\sigma^2(r_m) = \text{Varians markedsporteføljen}$

En av forutsetningene for bruk av kapitalverdimodellen er at alle investorer er diversifisert, dette spiller en rolle for hvilken indeks man benytter for å kalkulere beta. Lokale indekser er ofte tungt vektet innenfor en eller et fåtall av bransjer. Dette fører til at man ved måling av beta mot en lokal indeks ikke måler systematisk risiko, men heller selskapets sensitivitet mot de bransjene som vekter indeksen tyngst (Koller, Goedhart & Wessel, 2010). Å bruke den oljetunge OSEBX som referanseindeks vil derfor være feilaktig da denne ikke tilstrekkelig reflekterer markedsporteføljen.

Grunnet manglende målinger på aksjens avkastning (XXL sin korte børs historikk) vil det være vanskelig å få en betaverdi med kredibilitet. Løsningen vil være å se utover selskapets egen beta og også finne betaen for sammenlignbare selskaper, dette vil gi oss en indikasjon på om vår beta er for høy eller lav, justeringer vil så bli foretatt. Sammenlignbare selskaper vil i teorien dele systematisk risiko og betaverdien vil således være forholdsvis lik. Ved beregning av sammenlignbare selskapers beta er det viktig å ta hensyn til at selskaper har forskjellig gjeldsgrad, og må korrigeres deretter før en benytter de som en proxy for eget selskap. Fremgangsmåten blir som følger (Kaldestad & Møller, 2011):

- Lokaliserer egenkapitalbeta (levered beta) for sammenlignbare børsnoterte likvide selskaper. Med sammenlignbare selskaper menes bedrifter innenfor samme bransje med tilsvarende kjernevirksomhet.

- De observerte egenkapitalbetaene blir gjort om til forretningsbetaer, som er den beta selskapene vil hatt gitt 100 % egenkapitalfinansiering.

$$\text{Forretningsbeta: } \beta_U = \beta_E \cdot \frac{E}{EV}$$

Hvor:

E = Verdien av egenkapital

EV = Verdien av egenkapital og netto rentebærende gjeld

- Før en benytter disse betaene for å eventuelt foreta justeringer på egen beta må en gjøre de om til egenkapitalbeta gitt XXLs kapitalstruktur. En kan da ta gjennomsnittet av forretningsbetaen til alle de sammenlignbare selskapene for så å justere for gjeldsgraden til XXL.

$$\text{Justert egenkapitalbeta: } \beta_E = \beta_{U(\text{snitt})} \cdot \frac{EV}{E}$$

Videre kan man velge å justere betaen for «mean reversion». Marshall E. Blume fremla empirisk bevis for at beta tenderte mot å bevege seg mot gjennomsnittet i markedet over tid. Formelen for justering er som følger (Koller, Goedhart & Wessel, 2010):

$$\text{Blume justert egenkapitalbeta: } 1 \cdot \frac{1}{3} + \beta_{E(\text{justert})} \cdot \frac{2}{3}$$

8.5 Markedets risikopremie

Markedsrisiko er den risikoen en ikke kan fjerne ved hjelp av diversifisering som for eksempel vanlige konjunktursvingninger, renteendringer, men også ekstreme tilfeller, såkalte «Black Swans» (Taleb, 2007), som finanskrisen i 2008, oljekrisen 1973 m.fl. Det er altså en risiko alle selskaper i markedet innehar. Markedets risikopremie (MRP) gjenspeiler investorenes krav til risikokompensasjon for en gjennomsnittlig likvid aksje. For mindre likvide aksjer, og da spesielt ikke-børsnoterte aksjer, er det vanlig å justere opp et egenkapitalkrav med en småbedriftspremie (Dahl, Hansen, Hoff & Kinserdal, 1997). Kalkulering av markedsrisiko er ingen eksakt vitenskap, og det er umulig å vite hva den

eksakte risikopremien er. MRP er forventet avkastning på markedsporteføljen fratrukket risikofri rente som uttrykt nedenfor:

$$MRP = E(R_m) - r_f$$

$E(R_m)$ = Forventet avkastning på markedsporteføljen

r_f = Risikofri rente

Det finnes to metoder å finne markedets risikopremie på, henholdsvis ex-post- og ex-ante metode. Ex-post fremgangsmåten ser på historisk avkastning på aksjer i forhold til risikofri rente 50 til 100 år tilbake i tiden. Denne metoden antar at historisk risikopremie er en god indikator på fremtidig risikopremie, noe som er en bestridd antagelse. Ex-ante metoden forsøker, basert på framtidig inntjenings konsensus blant analytikere, å ut i fra dette tolke hva fremtidig risikopremie blir (Pettersen & Plenborg, 2012).

En spørreundersøkelse av professorer fra hele verden foretatt av Pablo Fernandez i 2009 viser at de aller færreste professorene beregner markedets risikopremie selv. De fleste støtter seg til eksisterende artikler eller bøker når de skal rettferdiggjøre hvilken markeds risikopremie de benytter, og en vesentlig andel rettferdiggjør ikke valget i det hele tatt (Pettersen & Plenborg, 2012).

Markedets risikopremie er ikke konstant, og historisk ser en store svingninger i implisitt markeds risikopremie. Det er to faktorer som bestemmer hvor stor risikopremie en investor krever, investorens risikoaversjon og aksjemarkedets volatilitet (Kinserdal, 2014). Således kan en si at markedets risikopremie vil være et produkt av risikoaversjon og varians. En endring i en av disse to faktorene vil endre investorenes krav til risikopremie. En tendens man har observert er at i gode tider blir investorer mer villig til å påta seg risiko – risikoaversjon reduseres, ceteris paribus markedets risikopremie reduseres. Motsatt vil markedets risikopremie øke hvis det er turbulente tider i økonomien, dette skyldes at investorer er mindre villig til å påta seg risiko. Dette kan blant annet skyldes at investorene har blitt fattigere som følge av fall i aksjepriser. Sammenhengen mellom markedets risikopremie og lav rente vil derfor avhenge av årsaken bak den lave renten. Er renten satt lavt for å stimulere en økonomi preget av dårlige utsikter så vil investorene kreve en høyere

risikopremie. På motsatt side vil lave renter føre til at alternativet til å investere i aksjer bli dårligere. En av effektene sentralbanken håper på når de setter ned renten er at det skal bli mindre attraktiv for investorer å ha penger i banken og at de dermed re allokere til realaktiva. Når det er høyere etterspørsel etter aksjer vil risikopremien bli bydd ned.

Pablo Fernandez foretok en ny omfattende spørreundersøkelse i 2014, hvor han avdekket hvilken markeds risikopremie som faktisk ble benyttet i forskjellige land². Undersøkelsen viser en stor variasjon i risikopremie benyttet fra land til land. Gjennomsnittet for de spurte i Norge, USA og Ukraina var henholdsvis 5.8 %, 5.4 % og 13.9 % (Fernandez, Anars, & Acin, 2014). Dette viser at det legges til grunn forskjellige risikopremier i forskjellige land noe som indikerer at det finnes en risikopremie knyttet til landet. Det finnes argumenter både for og imot bruk av en risikopremie knyttet til land, alternativet er å bruke en internasjonal risikopremie for alle investeringer. Det faktum at det vil være større risiko knyttet til en investering i Pakistan eller India enn i USA taler for å bruke en landsspesifikk risikopremie. Sett i lys av CAPM vil dette være korrekt kun om den landsspesifikke risikoen er å regne som systematisk, da usystematisk risiko kan diversifiseres bort og skal følgelig ikke være med i avkastningskravet. Svaret på om et lands risiko skal inkluderes i risikopremien ligger derfor i om risikoen er diversifiserbar. Argumenter mot at risikoen er diversifiserbar er at vi i de senere årene har sett en økning i korrelasjonen mellom geografiske markeder, dette vil føre til at deler av risikoen ikke er diversifiserbar (Damodaran, 2012). Forfatteren er enig i at en økt korrelasjon nødvendigvis gjør diversifisering vanskeligere, og at risikoen da er å beregne som systematisk. Vi mener dog om dette er tilfellet vil denne risikoen bli hensyntatt i en internasjonal risikopremie, da risikoen ikke lenger vil være et nasjonalt fenomen.

8.6 Weighted average cost of capital (WACC)

WACC er en kapitalkostnad som reflekterer «gjennomsnittlig» kostnad for kapitalkildene egenkapital og gjeld. Modellen representerer totalavkastningen til selskapet, og er enkelt forklart et veid snitt av gjeldskostnad etter skatt og egenkapitalkostnad. Formelen er som følger.

² 8,224 svar fra økonomi og finans professorer, analytikere og sjefer for selskaper.

$$WACC = K_E \cdot \frac{E}{V} + K_G \cdot (1 - s) \cdot \frac{G}{V}$$

Hvor:

K_E = Kapitalkostnad

E = Markedsverdi egenkapital

K_G = Lånekostnad

s = skattesats

G = markedsverdien av gjeld

$V = E + G$

For å kunne bruke denne metoden er en avhengig av å benytte markedsverdien av egenkapital og gjeld. Det er kun netto rentebærende gjeld som tas med i beregningen.

9. Omgruppering og normalisering

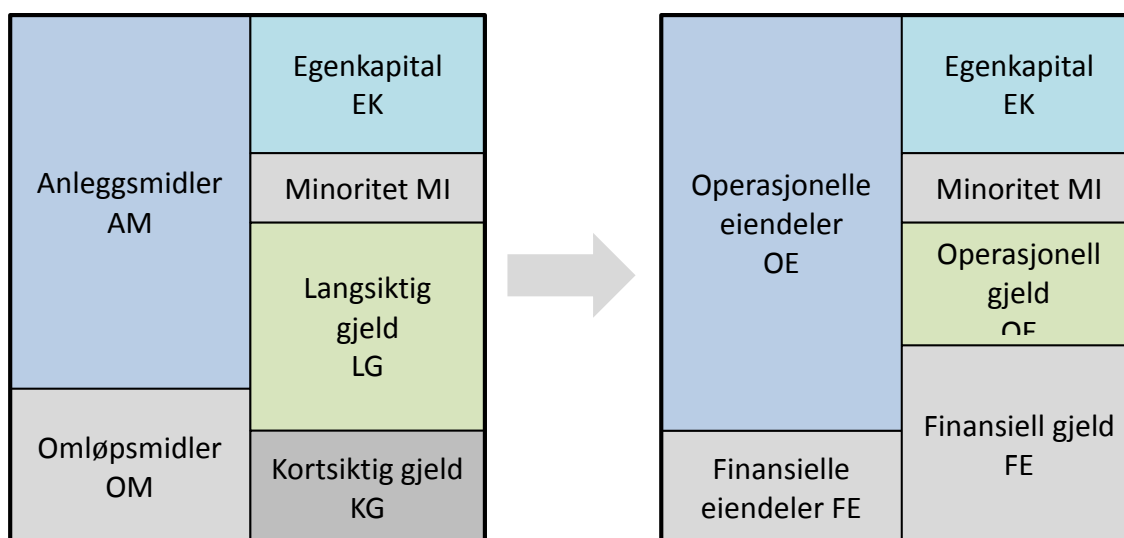
I følgende avsnitt vil vi omgruppere XXL sin balansen og normalisere XXL sine historiske resultater.

XXL ble ved utgangen av 2014 notert på Oslo Børs. Det er ved børsnotering et krav om å fremlegge IFRS regnskap for de tre foregående årene (2011-2013) (Finanstilsynet, 2014), det er disse regnskapene vi har benyttet som utgangspunkt i oppgaven vår. I tillegg til dette har vi benyttet tall fra årsrapporten for 2014. Videre har vi erfart at de historiske regnskapene inneholder lite detaljert informasjon i forhold til generelle årsrapporter for børsnoterte selskaper. Dette har ført til en del utfordringer for normaliseringen. Videre for oppgaven kan dette få konsekvenser i form av at det ikke vil være mulig å være så detaljert som ønsket.

9.1 Omgruppering

I omgrupperingen er vi ute etter å skille bedriftens finansielle midler fra de operasjonelle. Nedenfor vil vi derfor kategorisere de forskjellige eiendelene og gjelds/eier postene i følgende kategorier; Finansielle eiendeler (FE), operasjonelle eiendeler (OE) og egenkapital. Finansielle eiendeler vil inneholde finansielle gjeld, nettet for finansielle eiendeler på eiendelsiden, og operasjonelle eiendeler vil inneholde eiendelene samt operasjonelle gjeld. Omgrupperingen er illustrert i figuren under.

Figur 13 Omgruppert balanse



Kilde: Kinserdal, 2014

9.1.1 Kontanter, bankinnskudd og lignende

XXL hadde ved utgangen av 2014 220 millioner i kontanter. Et selskap trenger en viss mengde kontanter til daglig drift, i hovedsak brukes disse kontantene til å dekke svingninger i arbeidskapital, for eksempel kreves det kontanter (eller kassakreditt) ved investering i varelager. Vi er ute etter å skille mellom operasjonell kontantbeholdning og overflødig kontantbeholdning. Hvor stor andel av kontanter vi velger å klassifisere som operasjonelle vil påvirke verdsettelsen, fordi operasjonelle kontanter vil ha «null» i verdi. Verdien fra operasjonelle eiendeler kommer fra resultatet av driften. Overflødige kontanter vil derimot ha verdi i form av at den kan brukes til å nedbetale gjeld og dermed blir netto finansielle gjeld redusert, noe som øker verdien på egenkapitalen ($EK=EV-FE$).

Det er vanskelig å definere hva som er operasjonelt og ikke, en tommelfingerregel er at operasjonell kontanter skal tilsvare 10 % av varelager og kundefordringer (Kinserdal, 2014). McKinsey & Company fant i en undersøkelse at den laveste kontantbeholdningen holdt av S&P 500 ikke-finansielle selskaper i perioden 1993 til 2000 var 2 % av salgsinntekter (Koller, Goedhart & Wessels, 2010). Det er interessant å se på den laveste kontantbeholdning da dette indikerer hvor lite man kan operere med, ergo hva som er nødvendig for driften, operasjonelt. Det er viktig å påpeke at behovet for kontanter varierer betydelig fra bransje til bransje, dette tar ikke McKinsey sin undersøkelse høyde for, og til en viss grad ikke tommelfingerregelen. De to metodene gir oss henholdsvis 170 millioner og 105 millioner i operasjonelle kontanter. Sportsbutikker har varierende etterspørsel og aktivitet gjennom året (Kaldestad & Møller 2011), noe som øker behovet for kontanter for å dekke de store svingningene i arbeidskapital. I tillegg har XXL en forholdsvis lang «cash conversion cycle»³ (Vedlegg 10), godt over 100 dager. Dette i kombinasjon med en ekspansive vekststrategi gir oss grunn til å tro at XXL har behov for mye kontanter. Å åpne nye butikker krever investering i innredning og varelager m.m. dette krever likvide midler. XXL har ført en ekspansiv vekststrategi i lang tid og har planer om å fortsette i samme løp fremover (Prospekt, 2014). Vi mener derfor at det er rimelig å definere kontant behovet som oppstår i forbindelse med vekst som operasjonell.

³ Antall dager fra kjøp av varer til pengene for salg av varen kommer inn. Gjennomsnittlig antall dager på lager + gjennomsnittlig antall dager til innbetaling av kundefordringer – gjennomsnittlig antall dager fra varekjøp til utbetaling til leverandører.

Vi mener at det høyeste anslaget fra tommelfingerregelen er noe lavt, da XXL er i en bransje med store fluktuasjoner i arbeidskapital, samtidig som de er i stor vekst. Vi vil definere 200 millioner av XXLs 220 millioner i kontanter som operasjonelle.

9.1.2 Investeringer

XXL har ingen investeringer i regnskapsmessig forstand. Investeringene er av strategisk karakter og er således inkludert i regnskapet til XXL.

9.1.3 Fordringer

Kundefordringer er operasjonelle. Andre fordringer inneholder stort sett forhåndsbetalte kostnader samt påløpte inntekter hva gjelder de foregående årene. Siden både påløpte inntekter og forhåndsbetalte kostnader er operasjonelle, er det rimelig å anta at de totale fordringene ved utgangen av 2014 er operasjonelle.

9.1.4 Varelager

Varelageret er operasjonelt.

9.1.5 Finansielle anleggsmidler

XXL har ingen finansielle anleggsmidler. De har i lenger tid hatt et «loan to associates», men dette ble nedbetalt i 2014.

9.1.6 Varige driftsmidler

Varige driftsmidler består i hovedsak av butikkinnredning samt maskiner og utstyr, disse hadde i slutten av 2014 en bokført verdi på 474 millioner. Vi klassifiserer varige driftsmidler som operasjonelt.

9.1.7 Immatrielle eiendeler

Varemerke samt software klassifiserer vi som operasjonelt, det er ingen informasjon som indikerer at noe av dette ikke brukes i driften og kan selges. Goodwillen til XXL er på hele 2.7 MRD. NOK. Dette er et resultat av oppkjøpet av XXL Sport og Villmark i 2010. Goodwill kategoriserer vi også som en operasjonell eiendel.

9.1.8 Kortsiktig gjeld

XXL har ingen kortsiktige lån eller brukt av kassakreditt, vi velger derfor å kategorisere hele kortsiktig gjeld posten som operasjonell.

9.1.9 Langsiktig gjeld

XXL har et rentebærende banklån pålydende ca. 1 MRD. NOK. dette kategoriserer vi som finansiell gjeld. Hva gjelder utsatt skatteforpliktelse finnes det argumenter for å klassifisere det som kvasiegenkapital istedenfor en forpliktelse. Dette begrunnes med at det ikke er en finansiell post fordi det ikke er noen rentekostnad tilknyttet forpliktelsen, ei heller stammer forpliktelsen fra operasjonell drift, ikke brukes den til å finansiere arbeidskapitalen, og i tillegg har den ikke en gitt forfallstid (Bhattacharyya, 2012). Vi har valgt å holde utsatt skatteforpliktelse utenfor den omgrupperte balansen. En viktig antagelse i vår verdsettelse er å se på XXL som et «going concern», i dette innebærer det at selskapet skal fortsette driften inn i all overskuelig fremtid. Gitt at dette er tilfellet, og eiendelene knyttet til den utsatte skatteforpliktelsen ikke blir solgt (før ferdig avskrevet) vil forpliktelsen aldri forfalle. Vi har tidligere konkludert med at eiendelene er operasjonelle, vi anser det derfor rimelig å anta at salg av disse eiendelene ikke vil forekomme.

9.1.10 Omgruppert balanse

Figur 14 Omgruppert balanse XXL

Operasjonelle eiendeler		Egenkapital	
Varelager	1 397 000	Aksjepremium	2 834 000
Kundefordringer og andre fordringer	93 000	Tilbakehold egenkapital	330 000
Kontanter	200 000	Total Equity	3 164 000
		Operasjonell gjeld	
Varige driftsmidler	474 000	Leverandørgjeld	455 000
		skyldig offentlige avgifter	255 000
Goodwill	2 733 969	Betalbar skatt	70 000
Andre immaterielle eiendeler	191 000	Annen kortsiktig gjeld	245 000
Sum operasjonelle eiendeler	5 088 969	Sum operasjonell gjeld	1 025 000
Finansielle eiendeler		Finansiell gjeld	
kontanter	22 000	Annen langsiktig gjeld	1 104 000
Sum Finansielle eiendeler	22 000	Sum finansiell gjeld	1 104 000

Kilde: Egenkomponert

Netto finansielle eiendeler vil være -1,082 MNOK, som et resultat av den finansielle gjelden minus overflødige kontanter.

9.2 Normalisering

Normalisering av historiske resultater har som formål å fjerne støy for å få frem det reelle underliggende resultatet fra driften. Dette gjøres for å lettere kunne si noe om hvilken inntjening en kan forvente i fremtiden.

Nedenfor vil vi gjennomgå de mest sentrale postene ved normalisering og hvilke korrigeringer vi vil foreta.

9.2.1 Salgsinntekter

Inntektene til XXL er delt opp i salgsinntekter og andre inntekter. Det er ikke spesifisert i fotnotene hva andre inntekter inneholder, men det er nærliggende å forutsette at dette er inntekter som ikke er relatert til kjernedriften. Posten er en forholdsvis liten, og varierer i størrelsesorden fra 216,000 til 5.8 millioner MNOK. Andre inntekter fjernes fra den normaliserte EBITDA.

9.2.2 Personalkostnader

Under personalkostnader vil det være interessant å se på selskapets bonusordninger da disse typisk kan variere stort fra år til år. Informasjon hva gjelder historiske bonusprogram og opsjoner er ikke oppgitt i regnskapene, og vi blir tvunget til å anta at det ikke er nødvendig med noen korreksjoner her. Det finnes dog informasjon om daglig leders bonusutbetaling, denne har økt litt for hvert år (50,000 NOK), vi ser det ikke nødvendig å foreta noe normalisering.

Når det gjelder pensjonskostnaden er vi ute etter å fjerne finansielle kostnader og inntekter. Dette vil komme i form av avkastning på midlene samt rentekostnad. De fleste selskaper plasserer disse postene under drift (pensjonskostnad), mens noen plasserer de under finansposter. Notene i våre regnskap er ikke så detaljerte at vi klarer å lokalisere disse postene, noe som er uheldig. Vi må dermed, med forbehold om at det kan være feil anta at XXL har plassert disse postene under finans. Gitt denne forutsetningen er det ikke behov for justering.

9.2.3 Andre driftskostnader

Det er ingen noter tilknyttet dette punktet i de tidligere årsregnskapene, og det er således ikke spesifisert hva andre driftskostnader inneholder for årene 2011 og 2012. Det fremkommer av årsregnskapet for 2014 at XXL har hatt en engangskostnad i forbindelse med børsnoteringen på til sammen 39 millioner kroner. EBITDA vil bli justert med 39 millioner kroner i forbindelse med børsnoteringskostnadene i 2014.

9.2.4 Forskning og utvikling

XXL kapitaliserer forskning og utvikling (FoU) de mener vil gi økonomisk verdi for fremtiden, dette gjelder i hovedsak postene software og trademark. Dette fører til problemer da disse kostnadene ikke kommer med i EBITDA. Når FoU blir kapitalisert vil kostnadene fremkomme som avskrivninger i resultatregnskapet (3 års avskrivning på investering i software). Historisk (2011-2014) har kapitalisert FoU vært gjennomsnittlig på 0.3% av salgsinntektene hvor noen år har hatt større investeringer enn andre. I vår normalisering har vi valgt å føre disse investeringene som en kostnad, slik at de inngår i EBITDA. Dette er gjort ved å trekke 0.3 % av salgsinntektene fra EBITDA.

9.2.5 Tilhørende selskaper

XXL hadde i 2013 eierandeler i totalt 10 selskaper, hvor samtlige selskaper var 100 % eid av XXL. Inntekter og kostnader fra selskapene er inkludert i det konsoliderte regnskapet, og inngår således i driften. Da alle eierinteressene er å anse som strategiske plasseringer i motsetning til finansielle investeringer ser vi ingen grunn til å reklassifisere behandlingen av disse. I tillegg til dette hadde XXL en 20 % eierandel i XXL Game Reserve Ltd. Selskapet solgte i 2. kvartal 2014 sine eierinteresser i XXL Game Reserve Ltd. til en ukjent sum og kvittet seg da med et utestående lån på 4 millioner kroner. Innvesteringen har ikke gitt noen avkastning i perioden og er skrevet ned til 0. Vi vil ikke foreta oss noe i henhold til hvordan tilhørende selskaper har blitt behandlet i regnskapet.

9.2.6 Tap på kundefordringer

XXL sin avsetning til tap på kundefordringer har økt fra 2.9 % i 2011 til 5.8 % av brutto kundefordringer i 2013, gjennomsnitt for perioden var ca. 4 %. Dersom en derimot ser på det som er det faktiske tapet på kundefordringer er denne posten vesentlig mindre enn

avsetningene, dette indikerer at det blir satt av for mye til tap på kundefordringer. Dette blir ytterligere styrket dersom en ser på sammensetningen av kundefordringene. Det er en tydelig nedadgående trend i andelen av kundene som har oversteget betalingsfristen med mer enn 30, 60 og 90 dager. I vårt normaliserte regnskap har vi derfor valgt å redusere den prosentvise avsetningen til 3 % av brutto kundefordringer.

9.2.7 Valuta

XXL sine kunder betaler i hovedsak i NOK, SEK og EUR, og XXL på sin side betaler sine leverandører i NOK, SEK, USD og EUR. Dette fører til at XXL er eksponert for svingninger i valutakurser. Tap og gevinst på valuta er ikke en del av kjernedriften til XXL og må være å anses som vilkårlig. Disse postene skal derfor ikke påvirke den normaliserte EBITDAen. I regnskapet er tap og gevinst på valuta plassert under other financial income og expenses. Dette betyr implisitt at tap/gevinst på valuta inngår under finans og vi vil følgelig ikke foreta oss noe hva gjelder valuta.

9.2.8 Varelager

Avsetningen til dødt varelager har ligget stabilt i perioden 2011 til 2014 på ca. 0.65 % av varelageret. Dødt lager kan komme av at etterspørselen etter en vare uteblir som følge av trender, men også grunnet for eksempel varme vintre. Vi ser ingen grunn til å gjøre noe endring her.

9.2.9 Operasjonell og finansiell lease

XXL har brorparten av sine leasingavtaler som operasjonell-lease. Men de har også en liten andel finansielle-leasing, problemet med dette er at kostnaden for den finansielle-leasen vil fremkomme som avskrivninger og rentekostnader, disse vil derfor ikke bli reflektert i EBITDA. Grunnet vanskeligheter med å korrigere for dette historisk har vi valgt å ikke gjøre noen endringer i vår normalisering, dog må vi ta hensyn til den finansielle-leasen når vi ser på investeringer for prognoseperioden (Kinserdal, 2014). For mer detaljert informasjon om hvordan vi behandler operasjonell lease se punkt 11.1

Historisk normalisert EBITDA er presentert i figuren nedenfor.

Figur 15 Normalisert EBITDA

År	2011	2012	2013	2014
EBITDA	324 563	370 577	459 914	601 000
Other income	-4 611	-5 796	-1 806	-3 000
FoU	-7 281	-9 156	-11 834	-15 388
Tap KF	-258	1 428	4 514	2 969
Engangsposter				39 000
Normalisert EBITDA	312 412	357 053	450 788	624 581

Kilde: Egenkomponent

10. Strategisk analyse

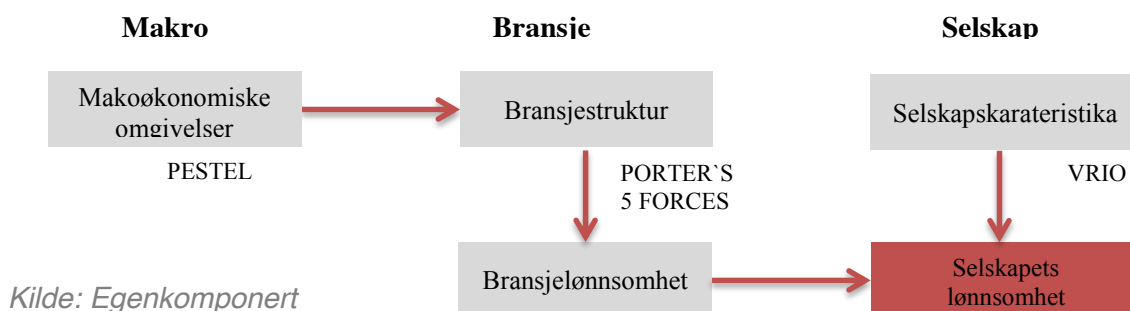
Målet med den strategiske analysen er å kartlegge XXL sine omgivelser og selskapets verdidrivere. Den strategiske analysen er delt inn i en ekstern og en intern del. Den eksterne analysen tar for seg de makroøkonomiske omgivelsene, bransjen og konkurrentene, mens den interne analysen har som formål å identifisere svakheter og styrker ved XXL sine ressurser.

Det eksisterer utallige strategiske rammeverk i academia, hvor alle har sine svakheter og styrker. Det er derfor viktig å vurdere de forskjellige rammeverkene i forhold til nytteverdien de har til den aktuelle bransjen man ønsker å eksaminere. Følgende rammeverk vil bli benyttet i denne oppgaven; PEST, Porters Five Forces og VRIO. Selv om dette er generiske modeller er det forventet at de vil gi et helhetlig bilde av de makro, bransje og selskappespesifikke faktorene som påvirker XXL.

For å få verdifull innsikt i de ulike kreftene som former bransjen, og som vil være essensielle for å predikere fremtidig lønnsomhet vil Porter's Five Forces bli benyttet. Samtidig vil vi foreta en PEST-analyse der politiske, økonomiske, sosiale og teknologiske forhold analyseres med den hensikt å oppnå forståelse av de omgivelsene virksomheten operer i. I den interne analysen vil VRIO-rammeverket bli benyttet for å avdekke XXL sine eventuelle konkurransefortrinn.

Den strategiske analysen kan også indikere hva man *bør* komme frem til i regnskapsanalysen. Dersom den strategiske analysen indikerer at det eksisterer forhold i bransjen eller at XXL har varige konkurransefortrinn som tilsier at man kan forvente høy lønnsomhet, bør regnskapsanalysen hentyde det samme.

Figur 16 Strategisk analyse og sammenheng mellom rammeverkene



10.1 PEST

PEST-modellen er et rammeverk som tar for seg de makroøkonomiske forholdene et selskap må ta hensyn til. Akronymet PEST står for, politiske, økonomiske, sosiokulturelle og teknologiske forhold.

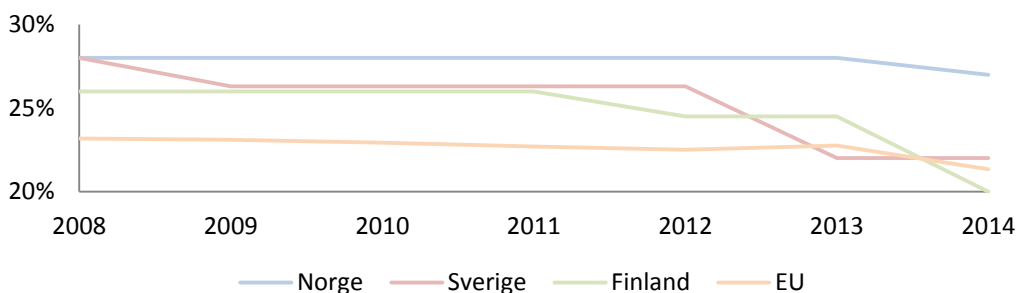
Det er avgjørende å ha kunnskap om hvordan de fire faktorene endrer seg og hvilke implikasjoner det har for selskapet. Rammeverket er fleksibelt, og hvilke forhold som er kritiske avhenger av karakteristikken til hver enkelt bransje. Vi vil følgelig fokusere på de faktorene som vi mener er mest relevante.

10.1.1 Politiske og legale forhold

De Nordiske landene som XXL operer i er å regne som politisk stabile stater, og det er vanskelig å forstille seg drastiske økopolitiske endringer i fremtiden. Skattesatsen for norske, svenske og finske selskaper er i dag på henholdsvis 27, 22 og 20 % (kpmg.no). Vi ser en tydelig utvikling i selskapskatten i landene som XXL operer i, samtlige har redusert skattesatsen sin betydelig siden 2008, med unntak av Norge som henger etter. Den norske regjeringen valgte i 2014 å sette ned bedriftsskattesatsen med 1 prosentpoeng for å nærme seg det europeiske skattenivået. Scheel-utvalget som hadde i oppgave å granske det norske skattesystemet anbefalte i sin rapport å redusere den norske skattesatsen ytterligere, helt ned til 20 %. Det vil derfor ikke være utenkelig at den norske stat vil følge i fotsprene til våre naboer og redusere bedriftsskattesatsen ytterligere.

Dersom den norske skattesatsen blir redusert vil dette føre til noe økt konkurransekraft for den norske sportsbransjen, blant annet i form av konkurranse mot utenlandske nettbutikker.

Figur 17 Bedriftsskattesats



Kilde: Egenkomponert, KPMG

I 2013 hadde XXL anslagsvis 400 leverandører (med salg over 100 000 NOK), hvor majoriteten er lokalisert innenfor den Europeiske Union (EU). Til tross for at Norge ikke er medlem av EU er landet likevel innvilget fri handel ettersom Norge er medlem av det europeiske frihandelsforbundet (EFTA). Dette sikrer XXL fri fly av varer, tjenester og kapital mellom de 31 medlemslandene. Selv om majoriteten av leverandørene er lokalisert innenfor EU foregår stort sett produksjonen av tekstiler i Asia. Bransjen har i senere tid fått økt oppmerksomhet for sin bruk av underbetalt arbeidskraft og dårlige arbeidsforhold med mer (samfunnsvitern.com). Det kan tenkes at det legges et politisk press på import og/eller eksportlandene for å bedre rammevilkårene for arbeiderne, dette vil føre til økte varekostnader for XXL og resten av bransjen.

Da Russland annekterte Krimhalvøya i mars 2014, økte den politiske spenningen mellom vesten og Russland betydelig. I etterdønningene av den pågående konflikten har det blitt innført en rekke sanksjoner fra begge parter. For land som Finland og Norge som har store deler av sin eksport knyttet til Russland, har dette fått store økonomiske konsekvenser (aftenposten.no). Bank of Finland har estimert at dersom den russiske økonomien faller med 3 % vil den finske falle med 0.5 % (yle.fi). Dette illustrerer hvordan politiske konflikter kan påvirke den økonomiske veksten, og derav markedssituasjonen i sportsbransjen i form av svekket kjøpekraft.

Verdens helseorganisasjon (WHO) estimerer at andelen med sykelig overvekt har mer enn doblet seg siden 1980, og at 39 % av den globale befolkningen er overvektige (who.int). For de Nordiske landene er tallene enda dystre hvor andelen overvektige i 2008 varierte mellom 50 til 55 %. I en rapport fra Nordisk råd fremkommer det at overvekt koster det Nordiske samfunnet 38 milliarder kroner årlig i form av utgifter til legebesøk, medisiner og sykefravær med mer (e24.no), dette har ført til et økt fokus på fedmeepidemien fra myndighetenes side (tv2.no). Vi forventer økt tilrettelegging for fysisk aktivitet og friluftsliv fra myndighetenes side. Tenkelige tiltak kan være utbygging av idrettsanlegg og økt fysisk aktivitet i skolen, samt holdningskampanjer og lignende.

Forventet effekt av politiske og legale forhold for framtidsprognosen

Den totale effekten av endringer i politiske og legale forhold for XXL sitt virksomhetsområdet er forventet å ha en nøytral effekt i prognoseperioden.

XXL operer i et forholdsvis stabilt politisk miljø og vi forventer ingen store endringer i den nære fremtid. Vi forventet at skattesatsen i Norge vil bevege seg mot nivået til nabolandene, men dette vil ikke ha en stor konkurransemessig effekt for XXL og sportsbransjen. Det legges til grunn et økt fokus på rammebetingelsene til tekstilarbeidere i u-land som kan føre til høyere varekostnader. Samtidig forventet vi et økt fokus på kosthold og trening fra myndighetenes side.

Veldig positiv

Positiv

Nøytral

Negativ

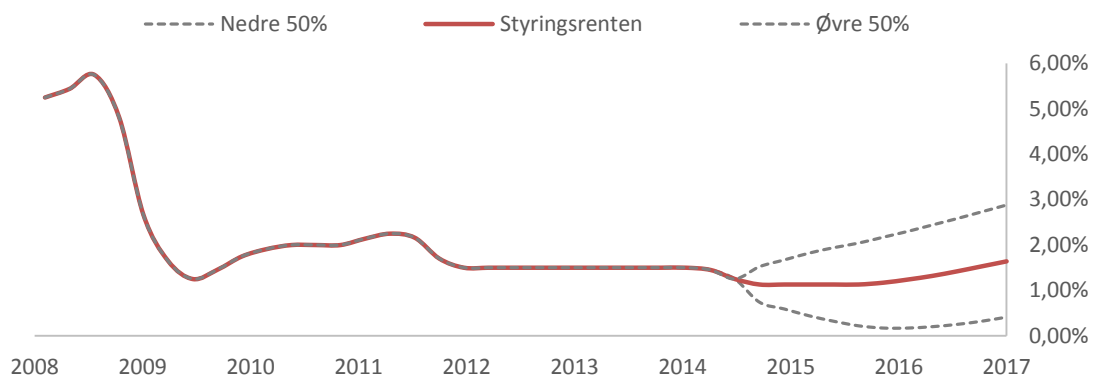
Veldig negativ

10.1.2 Økonomiske forhold

Utviklingen i sportsbransjen og XXL er hovedsakelig drevet av konsumentetterspørsel. De viktigste makroøkonomiske forholdene som påvirker konsumentens etterspørsel etter sports- og fritidsutstyr anser vi som bruttonasjonalprodukt (BNP), privat konsum og rentenivået.

Siden finanskrisen i 2009 har Norges Bank holdt styringsrenten på historisk lave nivåer for å stimulere til økt forbruk og økonomisk vekst. I dag er styringsrenten på 1.25 % og er forventet å holde seg på et lavt nivå fremover. Ved utgangen av 2017 har Norges Bank projisert styringsrenten til å være 1.64 % (Norges Bank).

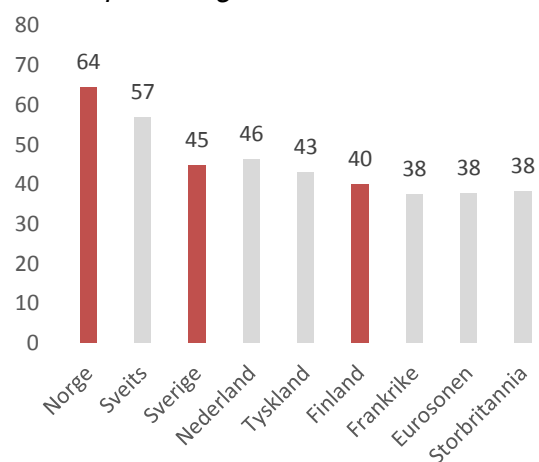
Figur 18 Norges Bank, styringsrente



Kilde: Egenkomponert, Norges Bank

De Nordiske landenes økonomi er blant de mest fremgangsrike i verden målt i BNP per innbygger. De ligger alle over gjennomsnittet i eurosonen og Norge skiller seg spesielt ut med en BNP per innbygger på nesten det dobbelte av eurosonen. I følge World Bank rangeres Norge og Sverige på henholdsvis 5. og 13. plass globalt (målt i BNP per innbygger og kjøpekrafts justert), mens Finland ligger noe bak på en 21. plass (worldbank.org).

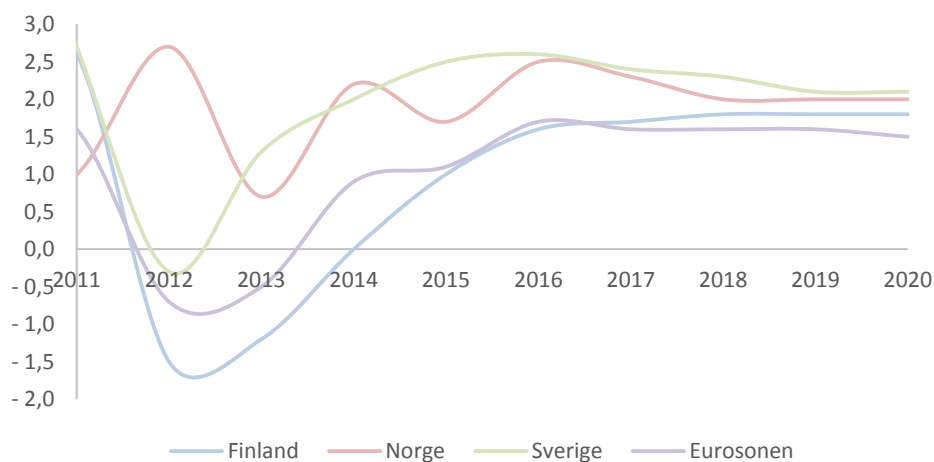
Figur 19 BNP per innbygger, current prices og PPP \$000



Kilde: Egenkomponert, OECD

Som grafen under viser er den prosjekterte veksten både for Norge, Sverige og Finland over den prosjekterte veksten i Eurosonen i perioden 2015-2020. Til tross for dette må prognosene for samtlige av landene sies å være noe svak sett i sammenheng med historisk vekst. Dette indikere noe svakere framtidsutsikter for Norge, Sverige og Finland.

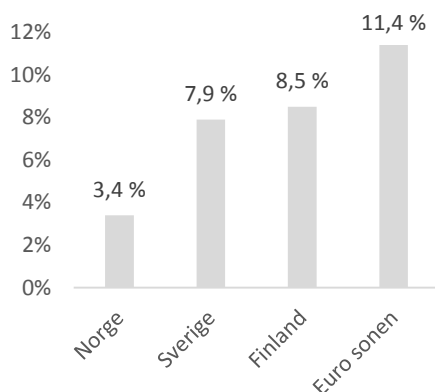
Figur 20 Projisert vekst i BNP %



Kilde: Egenkomponert, Euromonitor

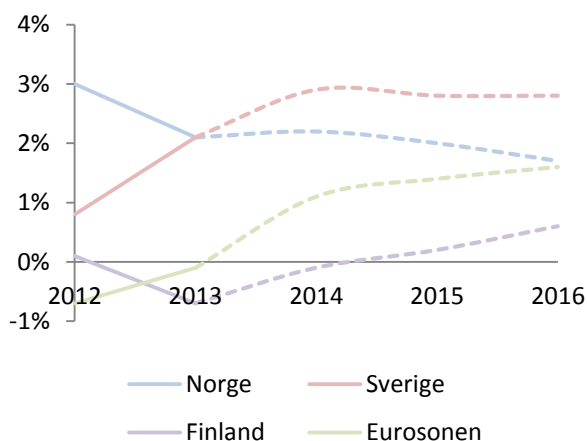
De nordiske økonomiene Norge, Sverige og Finland er solide dersom en ser på arbeidsledighet og forventet vekst i privat konsum. Landene har alle en arbeidsledighet som er markant under snittet i eurosonen, også her skiller Norge seg ut med mer enn 3 ganger lavere arbeidsledighet enn eurosonen. Det er dog forventet at arbeidsledigheten i Norge vil stige noe på sikt grunnet fall i oljeinvesteringene. Ser en på vekst i privat konsum som er en viktig driver for sportsbransjen og økonomien som sådan ser vi at det er forventet positiv vekst for alle landene XXL operer i. Finland som har hatt negativ vekst i privat konsum de siste årene er det ventet vil få positiv vekst fra 2015.

Figur 21 Arbeidsledighet



Kilde: Egenkomponert, OECD

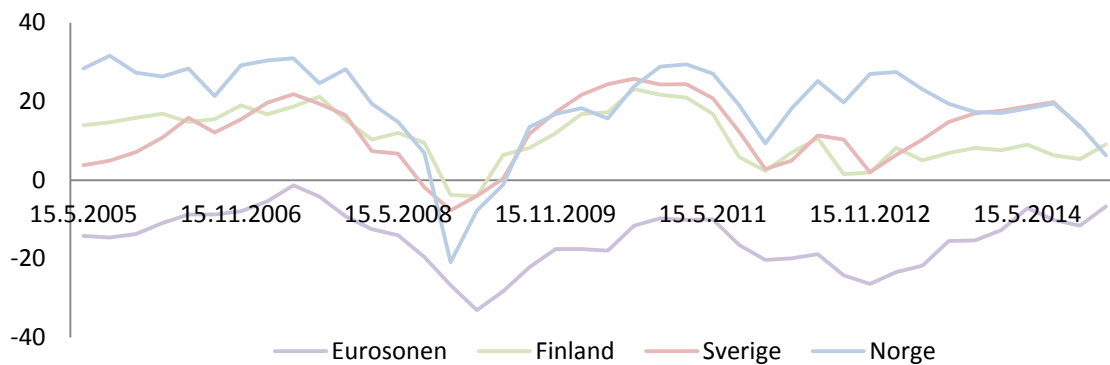
Figur 22 Privat konsum



Grafen nedenfor presenterer forbrukertilliten i landene hvor XXL operer i sammenlignet med eurosonen. Verdier høyere enn null impliserer at majoriteten av respondentene er optimistiske til fremtiden, mens negative verdier indikerer at majoriteten har negative forventninger.

Som grafen illustrerer ligger er forventningene til egen økonomi vesentlig høyere i landene hvor XXL operer enn i eurosonen. Det er dog verdt å notere seg det kraftige fallet i Norge og Sverige i utgangen av 2014 og starten av 2015. I Norge skylles fallet i stor grad svekket tro på landets økonomi, mens også tilliten til egen økonomi og arbeidsmarkedet er kraftig svekket (dn.no). Til tross for at forventningene til egen økonomi i de nordiske landene er høyere enn i eurosonen, er det så vidt de er positivt, dette betyr at forbrukerne ikke har spesielt god tro på fremtiden.

Figur 23 Forbrukertillit



Kilde: Egenkomponert, Datastream

Forventet effekt av økonomiske forhold for fremtidsprognosen

Den totale effekt av endring i økonomiske forhold er anslått å ha en svak negativ effekt for XXL i prognoseperioden.

De nordiske landene har svært sterke økonomier. For prognoseperioden vår forventer vi ikke en sterk makroøkonomisk utvikling for landene XXL er lokalisert i. Spesielt for Norge vil fremtiden bringe med seg utfordringer blant annet med tanke på fallende oljeinvesteringer. Finland har slitt i lengre tid og selv om vi forventer en bedring er det fortsatt ikke å regne som lovende.

Veldig positiv

Positiv

Nøytral

Negativ

Veldig negativ

10.1.3 Sosiale forhold

Det siste tiåret har man tydelig kunne observere at det i Norden har vært en økt interesse for sport, trening og helse. Denne trenden er sannsynligvis hoveddriveren bak den solide veksten sportsbransjen har opplevd de siste årene. Dette indikeres ytterligere om en ser på antall deltagere på noen av de største norske og svenske idrettsarrangementene.

Figur 24 Deltakelse norske idrettsarrangement

	Birkebeinerrennet		Birkebeinerrittet	Oslo maraton	Nordsjørittet	Holmenkollstafetten	Stoltzenkleiven opp	Total	Vekst
Type	Langrenn	Sykkel	Løping	Sykkel	Løping	Løping			
Sted	Lillehammer	Lillehammer	Oslo	Rogaland	Oslo	Bergen			y-o-y
2014	*	12 978	26 500	9 758	3 054	4 926	57 216	6 %	
2013	15 435	14 222	23 453	9 103	2 354	4 714	69 281	12 %	
2012	14 407	13 690	17 738	9 350	2 637	4 088	61 910	3 %	
2011	14 879	14 365	16 087	8 624	2 128	4 064	60 147	4 %	
2010	14 942	14 565	15 200	7 469	1 749	4 043	57 968	12 %	
2009	13 499	15 152	11 100	6 798	1 464	3 559	51 572	30 %	
2008	10 605	14 637	6 300	4 197	967	3 008	39 714	-	
Gjennomsnitt								11 %	

*avlyst, fjernet for å finne vekst 2014

Kilde: Egenkomponert, deltakerlister fra arrangørene

Figur 25 Deltakelse svenske idrettsarrangement

Type	Vasaloppet	Midnatts- loppet	Midnatts- loppet	Stockholm Marathon	Göteborgs- varvet	vättern- rundan	Vansbro- simmet	Total	Vekst
Sted	Langrenn Sälen	løping Stockholm	Løping Göteborg	Løping Stockholm	Løping Göteborg	Sykkel Motala	svømming Vansbro		y-o-y
2014	16 132	31 511	11 148	16 068	64 288	19 452	12 779	171 378	4 %
2013	15 858	26 830	10 870	15 654	64 169	19 406	12 545	165 332	5 %
2012	15 792	22 723	10 534	14 672	62 513	19 055	12 496	157 785	4 %
2011	15 750	18 927	10 538	15 466	59 417	19 114	12 567	151 779	6 %
2010	16 475	16 020	9 456	14 681	58 122	17 611	10 860	143 225	9 %
2009	15 075	15 989	8 436	13 720	53 848	15 491	9 206	131 765	11 %
2008	15 625	14 688	5 807	13 541	45 375	15 944	8 062	119 042	-
Gjennomsnitt									6 %

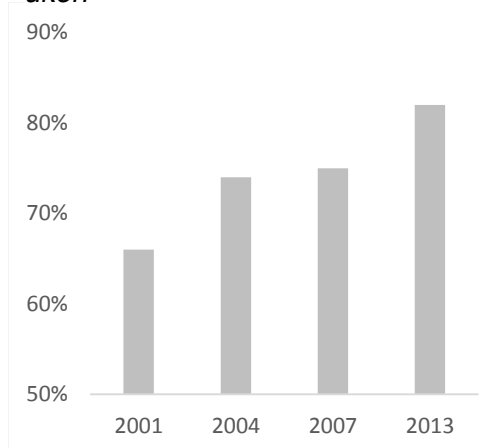
Kilde: Egenkomponert, deltakerlister fra arrangørene

De historiske tallene viser at både norske og svenske sportsarrangement har opplevd en markant vekst de siste årene. I Norge har den årlige veksten i deltagere gjennomsnittlig vært 11 % i perioden 2008 til 2014. Årlig vekst i Sverige har vært noe lavere med en gjennomsnittlig vekst i samme tidsperiode på 6 %.

I tillegg til den økende deltagelsen i sportsarrangement viser også undersøkelser gjort av SSB i 2013 en betydelig økning i andelen av befolkningen som mosjonører.

Fra 2001 til 2007 økte andelen som trente en eller flere ganger i uken fra 66 % til 75 % og i 2013 hadde andelen økt ytterligere til 82 %. Til sammenligning trener kun 41 % av befolkningen i EU landene en eller flere ganger i uken. Positivt for XXL er det dog at Sverige og Finland drar snittet betydelig opp, med henholdsvis 70 og 66 % (European Commission, 2014).

Figur 26 Norge, andel som trener en eller flere ganger i uken



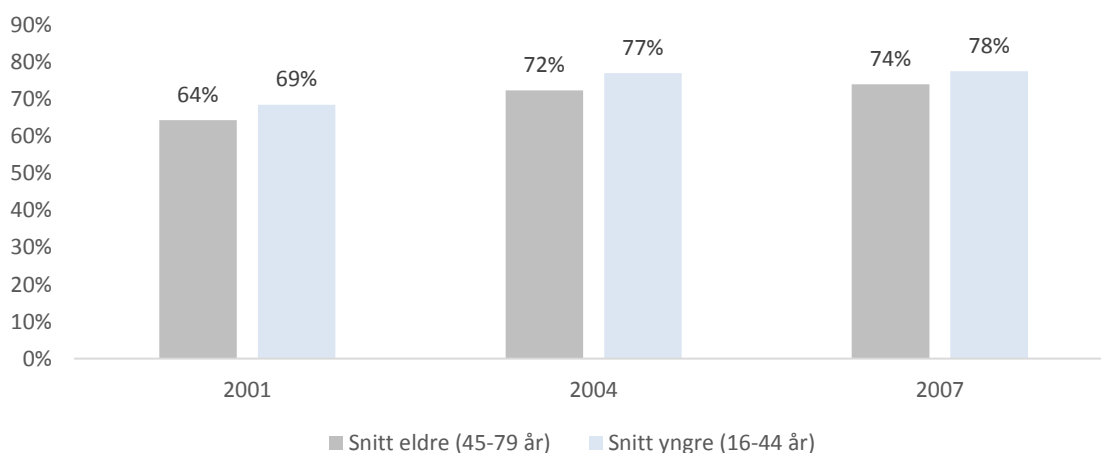
Kilde: Egenkomponert, SSB

Undersøkelsene fra EU og Norge viser en klar sammenheng mellom trening og utdanning. Hele 68 % av befolkningen i EU som avsluttet utdanningen før fylte 15 sier at de aldri trener, tallet faller til 45 % for de som avsluttet utdanningen i alderen 16-19. Av de som avsluttet utdanningen etter fylte 20 år ser man en markant reduksjon hvor kun 27 % sier at de aldri

trener (European Commission, 2014). Denne sammenhengen finner man også i Norge, men ikke like sterk. Av de som bare har grunnskole er det 20 % som aldri eller sjeldnere enn hver måned trener, mens tilsvarende andel for de med høyere utdanning er bare 7 %. (SSB, 2007). Disse tallene er helt klart bekymringsverdig og helseminister Bent Høie har uttrykket bekymring for at det vil bli større sosiale forskjeller når det kommer til folks helse (tv2.no). Gitt disse funnene er det positivt for sportsbransjen at trenden i Norden over lengre tid har vært at flere og flere velger å ta utdanning utover videregående skole (SSB, 2013. UKÄ, 2014 og OECD, 2013).

De Nordiske landene vil oppleve en stor demografisk endring i form av flere eldre og færre unge i fremtiden (SSB.no og norden.org). Denne tendensen har vi allerede begynt å se konturene av. Dette skyldes at folk lever lenger og at det fødes færre barn. Det er liten tvil om at denne utviklingen vil føre til store utfordringer for samfunnet, men en norsk undersøkelse gjort av statistisk sentralbyrå i 2007 tyder på at dette ikke nødvendigvis vil føre til en betydelig nedgang i andel av befolkningen som trener. Som figuren viser er det ikke veldig stor forskjell mellom unge og gamle hva gjelder treningsmengde når man ser på andel som trener en eller flere ganger i uken. Utviklingen i treningsmengden følger hverandre og andelen av eldre som trener en eller flere ganger i uken ligger konsekvent ca. 5 % under andelen yngre.

Figur 27 Norge, treningsmengde blant unge og eldre



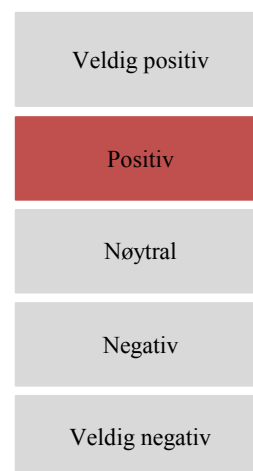
Kilde: Egenkomponert, SSB

Forventet effekt av sosiale forhold for fremtidsprognosen

Den totale effekt av endring i sosiale forhold er anslått å ha en svak positiv effekt for XXL i prognoseperioden.

Vi ser en klar positiv treningstrend for den nordiske befolkningen, noe som er godt nytt for XXL og bransjen forøvrig. Til tross for dette er forfatterne av den oppfatning at den sterke historiske trenden gjør at oppsidepotensialet er begrenset, ettersom det finnes en øvre terskel for treningsmengde og hvor stor andel av befolkningen som trener.

Den negative effekten av de forventede demografiske endringene hva gjelder alderdom blir noe dempet av en sprek eldre garde. Dog er forfatterne av den oppfatning at de unge har en noe mer utstyrskrevenne treningsform enn de eldre.

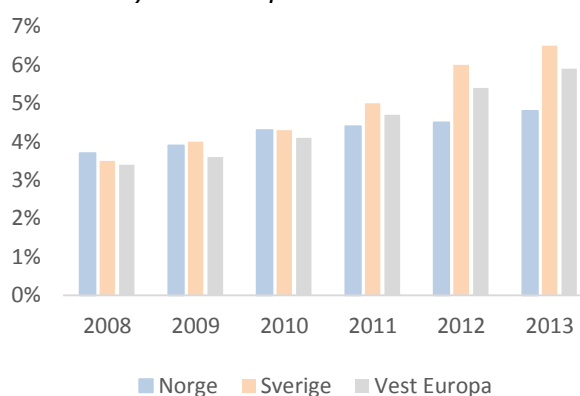


10.1.4 Teknologiske forhold

I 2013 kjøpte 8 av 10 konsumenter i Norden en vare over internett, dette tilsvarer 15.3 millioner kunder, hvor konsumentene er relativt likt fordelt mellom landene.

Som figuren viser ser vi en positiv trend i andelen sport- og fritidsutstyr som ble kjøpt på internett. I 2013 var 4.8 % av omsetningen fra sportsbransjen i Norge fra internetthandel, tilsvarende tall for Sverige var 6.5 %, opp fra henholdsvis 3.7 og 3.5 % i 2008.

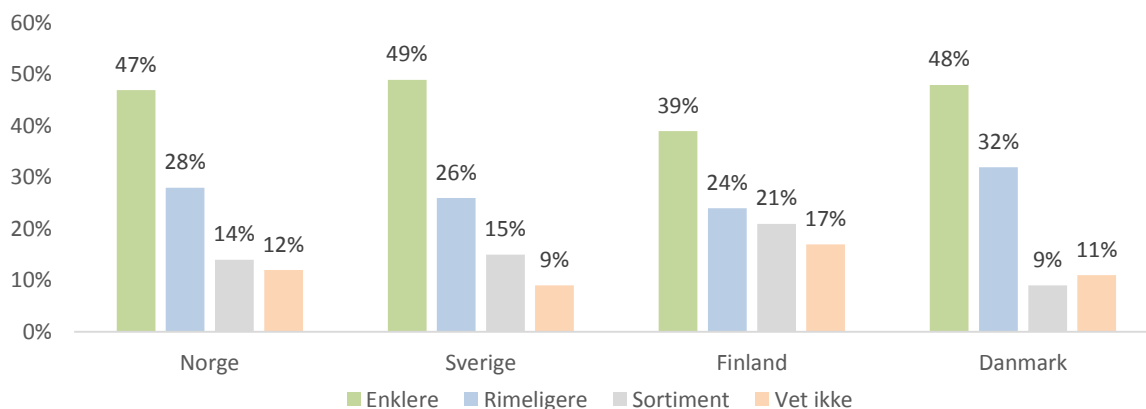
Figur 28 Andel sports- og fritidsutstyr handlet på internett



Kilde: Egenkomponert, Euromonitor

Som grafen under viser er det flere årsaker til at konsumenten foretrekker å handle på nett fremfor den tradisjonelle markedspllassen. For alle landene er enkelhet den viktigste driverne for å handle på nett, det er praktisk, sparer tid og konsumenten kan handle når det passer han. Konsumenten svarer også at pris og utvalg er viktige motivasjonsfaktorer for å velge internetthandel fremfor tradisjonell handel. Den gjennomsnittlige forbrukeren i Norge og Danmark er noe mer opptatt av pris enn sine naboer. Finnene og svenskene er derimot i større grad opptatt av varesortimentet (postnord.com). Det faktum at forbrukeren i mange tilfeller foretrekker å handle på nett har resultert i at sportsbransjen har økt sin satsning mot markedet ved å åpne egne nettbutikker. Dette skiftet stiller krav til den teknologiske utviklingen i bransjen, eksempelvis er logistikken et sentralt element i netthandel. Den økte netthandelen de siste årene har ført til at flere aktører i konsumentmarkedet har innført automatiserte robotlagre for å kunne håndtere ordrene på mest effektiv måte. Det er per dags dato kun XXL som har innført dette i sportsbransjen i Norge, men det er naturlig å legge til grunn at flere av aktørene vil gjøre det samme.

Figur 29 Fordeler internettsalg



Kilde: Egenkomponert, Postnord

Sett på lang sikt ser vi muligheten for at 3D printing kan entre motebransjen, og videre også sportsbransjen. 3D printing ble oppfunnet på 80-tallet, men har foreløpig ikke tatt av i tekstilbransjen. Dette skyldes i stor grad at det har vært og fremdeles er store begrensninger på materialet som kan brukes og at det er høye kostnader knyttet til 3D printing. Imidlertid har vi vært vitne til en rekke innovasjoner de siste årene som har redusert kostnadene og åpnet for bruk av flere typer material. Dette har gjort at tekstilindustrien har fått øynene opp for fenomenet og under Paris Fashion Week i 2013 presenterte den kjente tyske designeren Iris van Herpen 3D printing for publikumet for første gang (materialise.com). En av de store

fordelene med 3D printing er at man starter uten noen ting for så å legge til materialet etter ønsket form og farge. På denne måten kan man spare store deler av materialet ettersom den tradisjonelle måten å lage klær på etterlater seg store mengder tekstiler som ikke er brukende i produksjonen (Passport, 2014).

Dersom fenomenet entrer sportsbransjen i stor skala vil det kunne åpne for et hav av muligheter. Konsumenten vil blant annet kunne få en sko som er skreddersydd etter egen passform. Det kan tenkes at det blir mulig å skanne foten for så å få maskinen til å printe den «perfekte» sko. I tillegg til å endre måten konsumenten handler på vil det bringe store omveltninger i verdikjeden.

Figur 30 3D printet sko



Kilde: Cargocollective.com

Lagerplass og transportkostnader vil bli betydelig redusert og det kan tenkes at i stedet for å kjøpe et ferdig produkt fra leverandøren vil sportsbutikkene kjøpe et design. Det kan også tenkes at konsumenten kjøper design direkte fra produsenten, og dermed gjør sportsbutikkene overflødige. Hva fremtiden bringer er umulig å spå, men det er liten tvil om at 3D printing har potensiale til å revolusjonere hele bransjen.

Forventet effekt av teknologiske forhold for framtidsprognosen

Den totale effekt av endring i teknologiske forhold er anslått å ha en positiv effekt for XXL i prognoseperioden.

XXL er godt posisjonert til å håndtere den økende internetthandelen. De har en nyutviklet og veletablert nettplattform samt et automatisert sentrallager som gjør vareflyten rask og effektiv. De nordiske konsumentene ser på pris som en viktig grunn til å handle på nettet, dette kombinert med globale nettaktører øker trusselen for utenlandsk konkurranse.

3D printing kan på lengre sikt bli en game changer for hele bransjen, om dette vil ha positive eller negative konsekvenser for XXL er per dags dato umulig å forutsi.

Veldig positiv

Positiv

Nøytral

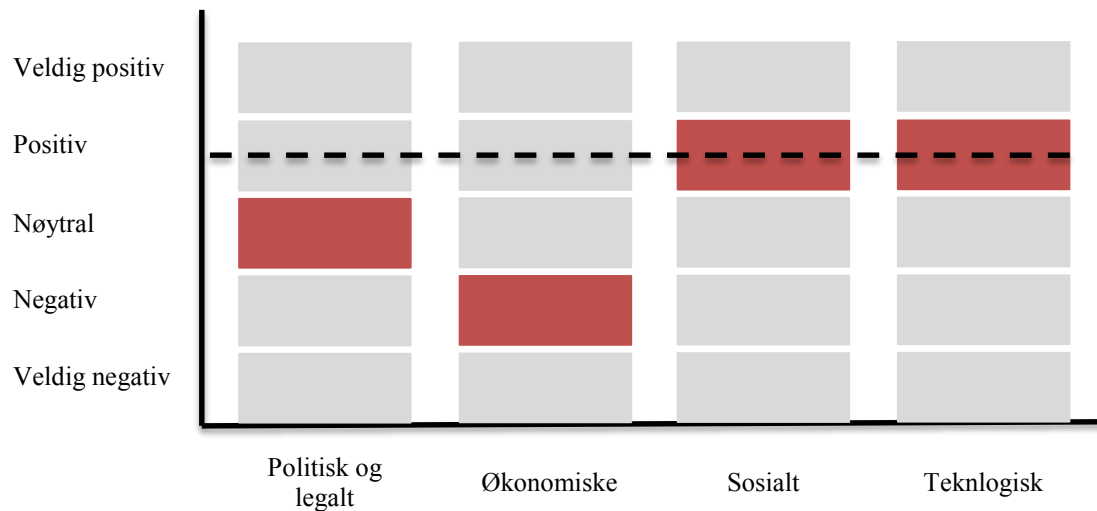
Negativ

Veldig negativ

10.1.5 Oppsummering PEST

Basert på PEST analysen vil den totale effekten av makroøkonomiske faktorer etter vår vurdering ha en **moderat positiv** effekt på sportsbransjen i prognoseperioden.

Figur 31 Oppsummering PEST



Kilde: Egenkomponert

10.2 Porters Five Forces

I 1979 introduserte Michael Porter femkraftsmodellen (Porter, 1979), og argumenterte for at konkurranseintensiteten i en bransje avhenger av fem faktorer. De fem kreftene Porter hevder har størst innvirkning på konkurranseintensiteten er; kundenes forhandlingsmakt, leverandørenes forhandlingsmakt, trusler fra inntrengere, trusler fra substitutter og intern rivalisering i bransjen. De fem konkurransekreftene påvirker prisene, kostnadene, og de nødvendige investeringene for å være konkurransedyktige, dette resulterer i at kreftene direkte påvirker resultatet. Rammeverket vil danne grunnlaget for å forstå lønnsomheten til bransjen og XXL i dag, og vil være et hjelpemiddel for å projisere fremtidig inntjening.

10.2.1 Trussel fra inntrengere

Dette punktet omhandler hvor enkelt det er for nye aktører og for eksisterende aktører og ekspandere i konkurransearenaen. I rammeverkets originale form er de fem kreftene antatt å være like viktige, men i senere tid har flere argumentert for at trusselen fra inntrengere er den mest dominerende kraften (Greenwald & Kahn, 2005). Dette skyldes i stor grad at nye

aktører tilfører bransjen ny kapasitet og med et ønske om å kapre markedsandeler resulterer dette i pressede priser, kostnader og økte investeringer. Det er flere faktorer som øker inngangsbarrierene, hvor de mest kritiske er, høy grad av kundelojalitet, høy grad av differensiering, stordriftsfordeler, represalier fra eksisterende aktører, reguleringer fra myndighetene, redusert tilgang på distribusjonskanaler (vertikal integrasjon) samt kapitalkrevende (Johnson, Whittington & Johnson, 2011).

Kundelojalitet

I henhold til neo-klassisk teori vil en rasjonell forbruker skifte forhandler til den som tilbyr lavest pris dersom prisforskjellen overgår byttekostnaden i form av pengemessig kostnad, tid, usikkerhet osv.

Å skifte til en annen sportsforhandler vil i våre øyne ikke føre med seg betydelige byttekostnader. Sportskjedene selger fortrinnsvis produkter som ikke har noen form for kunde «lock-in». Den pengemessige kostnaden ved å kjøpe din neste fritidsjakke hos G-MAX fremfor XXL er ikkeeksisterende. Tiden det tar å bytte forhandler baserer seg stort sett på geografisk plassering, her stiller XXL forholdsvis svakt grunnet få, men store butikker. Usikkerheten knytter seg i stor grad til kvaliteten på produktet, og dette baserer seg i større grad på merkevaren enn forhandleren. Hva gjelder pris kan det finnes en grad av usikkerhet i form av mangelfull oversikt over prisene hos samtlige aktører. XXL og G-MAX har i stor grad fjernet denne usikkerheten ved å tilby 100 % prisgaranti.

En faktor som kan bidra til å øke byttekostnaden er det økende salget av tilleggstjenester. Dersom en kunde for eksempel tegner en serviceavtale på sykkelen sin, vil han i fremtiden ha vanskeligere for å kjøpe tilleggsutstyr hos en annen forhandler. På denne måten låser kunden seg noe til forhandleren hvor han har tegnet serviceavtalen, dog vil effekten kun gjelde for det aktuelle produktet og vil ikke kunne videreføres til andre produkter.

Vi anser kundelojaliteten i sportsbransjen til å være lav.

Differensiering

Sportsbutikkene selger i stor grad de samme merkevarene, og det må derfor sies å være utfordrende å differensiere seg hva gjelder produktsortiment. Dog skal det nevnes at en del av kjedene har egne merkevarer, samt enerett på enkelte merker, dette kan til en viss grad differensiere dem fra konkurrentene. Til tross for dette eksisterer det en rekke mindre aktører som i større grad er spesialiserte. Et eksempel på dette er bikeshop.no som henvender seg til

de over gjennomsnittet sykkelinteresserte med et større utvalg av sykkelrelaterte varer som man ikke finner andre steder. Det er således et skille mellom de store kjedene og de mindre spesialiserte butikkene.

Ser man bort i fra like merkevarer i produktsortimentet differensierer kjedene seg ved å ha ulik profilering og strategi. Vi ser også her et todelt skille mellom kjedene. På den ene siden har man kjedene som satser på mindre butikker, med et lokalt særpreget, mens man på andre siden har kjeder som XXL og G-MAX som systematisk plasserer seg ved trafikknutepunkter. I tillegg til å satse på store butikker ved trafikknutepunkter satser XXL og G-MAX på å vinne markedsandeler ved hjelp av lav pris, mens de mindre kjedene heller satser på ekspertise.

Det konkluderes med moderat differensiering i sportsbransjen.

Stordriftsfordeler

Det er naturlig å anta at mye av årsaken til at enkelte kjeder satser på få og store butikker gjør dette nettopp for å oppnå stordriftsfordeler som de med mange små butikker ikke kan oppnå. Vi antar at det eksisterer betydelige stordriftsfordeler i sportsbransjen, dette vil bidra til å øke inngangsbarrierene. Av stordriftsfordeler er det rimelig å anta at de veletablerte kjedene som handler i store kvanta oppnår gunstigere innkjøpsbetingelser enn mindre butikker gjør. I tillegg til dette er det rimelig å anta at mindre butikker i større grad har ineffektive lagre som kan føre til at de i sesonger hvor salget uteblir (for eks. en mild vinter) ser seg nødt til å nedskrive varelageret ettersom de ikke har kapasitet til å håndtere det høye varelageret. En annen stordriftsfordel er at kjedene med flere butikker kan drive logistikken sin på en mer profesjonell måte med strategisk plasserte sentrallager. Vi er av den oppfatning at logistikken for kjeder som satser på store butikker som er plassert på trafikknutepunkter kan hente en ytterligere logistikkgevinst ved at de er plassert på lett fremkommelige steder, samt at en kan forflytte store kvantum til enkelt butikker.

En faktor som bidrar til å øke trusselen for inntrengere er internetbutikker som kan dra nytte av lavere driftskostnader i form av personell og leiekostnad, de er dermed ikke like avhengig av høyt volum for å dekke sine faste kostnader, noe som reduserer graden av stordriftsfordeler.

Stordriftsfordelene anser som høye i bransjen.

Represalier fra eksisterende aktører

Eksisterende aktører i sportsbransjen har gode muligheter til å komme med represalier dersom nye aktører skulle entre markedet. I hovedsak tenker vi oss at disse represaliene vil komme i form av reklamekampanjer samt kraftig konkurranse på pris. Som nevnt tidligere har blant annet XXL og G-MAX prisgaranti, noe som gjør det svært vanskelig for nye aktører å kunne konkurrere på pris.

Vi anser muligheten for eksisterende aktører til å komme med represalier dersom nye aktører entrer sportsbransjen som høy.

Tilgang til distribusjonskanaler

Det vil være forholdsvis enkelt for en ny aktør i markedet å få tilgang til distribusjonskanalene ettersom det vil være i leverandørenes interesse å øke sin kundebase, dog gjerne ikke med de samme vilkårene. Det skal dog nevnes at enkelte merkevarer vil stille strenge krav med tanke på hvor de vil at deres produkter skal selges. Som eksempel på dette vil vi trekke frem XXL som ikke har tilgang til å kjøpe de nyeste og beste produktene fra Nike. Dette skyldes at XXL markedsfører seg som et lavprisselskap og at det derfor vil være skadebyggende for merkevaren Nike.

Trussel for inntrengere

I sportsbransjen er det store stordriftsfordeler samt gode muligheter for represalier fra eksisterende aktører dette taler for høye inngangsbarrierer. Det som taler for lave inngangsbarrierer er lav kundelojalitet, liten grad av differensiering samt god tilgang til distribusjonskanaler. Med bakgrunn i dette konkluderer vi med lave inngangsbarrierer i sportsbransjen.

Veldig høy

Høy

Nøytral

Lav

Veldig lav

10.2.2 Trussel fra substitutter

En substitutt defineres som et produkt eller tjeneste som dekker kundens behov på en annen måte. Trusselen oppstår da avhengig av hvor tilbøyelig kunden er til å velge alternative produkter eller tjenester som yter samme funksjon. Dette avhenger i stor grad av substituttets kvalitet og pris, og i hvilken grad det dekker kundens behov.

Som nevnt tidligere kan det tyde på at sportsbransjen har stjålet markedsandeler fra sko og klesbransjen. Dette skyldes at produktene bransjene selger er nære substitutter, eksempelvis vil et par med joggesko ha mange av de samme bruksområdene som er par med tøysko. Dette paradigmeskiftet antar vi skyldes at forbrukene i større grad er opptatt av funksjonalitet og image. Dette bilde kan raskt bli reversert ettersom trender kommer og går samtidig som det finnes et hav av substitutter til fritidsklær.

Når det kommer til utstyrsdelen av sportsbransjen ser vi en mindre fare for substitutter. En kan alltid velge å ta buss til jobb fremfor å sykle, og det finnes mange alternative aktiviteter til å padle kayak, men disse substituttene er ikke like nærliggende som substituttene til fritidsklær.

Trusselen fra substitutter

Det finnes en rekke nærliggende substitutter til sportsklær, og i denne delen av bransjen karakteriserer vi trusselen for substitutter som veldig høy. For utstyrsdelen av bransjen er trusselen for substitutter lavere.

Som helhet anser vi trusselen for substitutter til sports- og fritidsutstyr som høy.



10.2.3 Leverandørenes forhandlingsmakt

Det er flere faktorer som avgjør leverandørenes forhandlingsmakt, fokuset i denne oppgaven vil være mot konsentrasjonen av leverandører, i hvilken grad produktene er diversifiserte og aktørenes byttekostnader.

Leverandørenes forhandlingsmakt ovenfor bransjen varierer fra leverandør til leverandør. Det foreligger ikke tall fra bransjen som helhet på hvor mange leverandører de ulike kjedene benytter seg av, men for XXL er dette omtrent 400 leverandører. Dette må sies å være et betydelig antall leverandører og det er rimelig å anta at dette gjelder for hele bransjen. Dette indikerer i utgangspunktet (gitt lave byttekostnader) at leverandørene har liten forhandlingsmakt. Det som dog er mer interessant er å se på den akkumulerte andelen av varekjøp i forhold til den akkumulerte andelen av leverandører, på fagspråket kalt Lorenz-kurven (Gastwirth, 1979). Heller ikke her har vi bransjetall, men tall fra XXL viser at de 25 største leverandørene står for omtrent 50 % av selskapets innkjøp (Prospekt, 2014). Det er også her rimelig å anta at dette er representativt for bransjen som helhet. Dette indikerer noe forhandlingsmakt på generell basis, men sammenlignet med andre bransjer anser vi den som svak. Produktene til leverandørene er forholdsvis like, og det vil på generell basis være forholdsvis enkelt for sportskjedene å bytte ut et produkt fra en leverandør med et lignende produkt fra en annen leverandør.

Det finnes derimot leverandører som vi antar har relativt høy forhandlingsmakt. Disse antar vi er de store vertikalt integrerte multinasjonale merkevarene (Nike, Adidas, Asics, Puma) som selger sine produkter direkte fra egne butikker. Det faktum at de operer sine egne salgskanaler fører til at de er i direkte konkurranse med kjedebutikkene, noe som styrker deres posisjon. Vi anser ikke Norge, Sverige eller Finland som veldig attraktive for «concept stores», dog skal det nevnes at de multinasjonale merkevarene selger i stort kvantum over internett og er således i direkte konkurranse med kjedebutikkene. Det er også et faktum at de store merkevarene har høy kundelojalitet noe som bidrar til å øke deres forhandlingsmakt.

Leverandørenes forhandlingsmakt

Sportsbransjen nyter godt av et stort antall leverandører, noe som i stor grad bidrar til å redusere leverandørenes forhandlingsmakt. Til tross for dette selger bransjen produkter fra en industri som bruker enorme summer på merkevarebygging. Dette har resultert i at enkelte av leverandørene har opparbeidet seg høy kundelojalitet, noe som har økt leverandørenes forhandlingsmakt. I tillegg operer de multinasjonale sportsmerkene med egne salgskanaler noe som også bidrar til økt forhandlingsmakt.

Forfatterne er av den oppfatning at de virkelig store sportsmerkene har moderat høy grad av forhandlingsmakt, mens de mindre kjente merkene har liten grad av forhandlingsmakt. Basert på dette anser vi leverandørenes forhandlingsmakt til å være nøytral.

Veldig positiv
Positiv
Nøytral
Negativ
Veldig negativ

10.2.4 Kundenes forhandlingsmakt

Kundene har forhandlingsmakt ovenfor selskapet dersom de er i en posisjon hvor de har mulighet til å presse ned prisen eller kan kreve bedre kvalitet og/eller service. Analysen vil rette fokus mot kundenes byttekostnader og antall tilbydere og kunder.

Som argumentert for tidligere anser vi byttekostnaden for kunden til å være lav. Dette medfører at kunden enkelt og uten betydelige kostnader kan velge å kjøpe et likt eller tilsvarende produkt hos en konkurrent. Denne muligheten gir kunden forhandlingsmakt.

Til tross for at det både i Norge, Sverige og Finland finnes noen få sterke markedsledere, må det sies å være et stort antall tilbydere av sportsutstyr. Andelen av uavhengige sportsbutikker har gått ned og kjedene har styrket seg, dette har redusert antall tilbydere noe. Men fortsatt finnes det mange kjeder og i tillegg til dette er det et hav av tilbydere på internett. Et høyt antall tilbydere øker kundens forhandlingsmakt.

Det som reduserer kundenes forhandlingsmakt betydelig er at det finnes enormt mange kunder. Sportskjedene vil på ingen måte være avhengig av en enkelt kunde. Kundene operer

som mange individuelle kjøpere, og de handler i liten skala; en kunde vil stå for en veldig liten andel av sportskjedenes omsetning. Derfor ville en Lorenz kurve (kumulativ distribusjons kurve) over inntektsfordelingen fra kundene gitt oss en forholdsvis lav gini koefisient, noe som betyr at inntektsfordeling fra kundene er jevn, og at en liten gruppe ikke står for en stor del av omsetningen. I senere tid har det blitt mer og mer vanlig med forbrukertester og pristester. Utfallet av dette er at slike tester i større grad evner å påvirke en stor kundegruppe, noe som har resulterte i en styrket forhandlingsmakt.

Kundenes forhandlingsmakt

Kundene kan uten betydelige byttekostnader enkelt velge mellom en stor mengde forskjellige tilbydere, dette styrker kundenes forhandlingsmakt. Dog finnes det enormt mange kunder som opererer som individuelle kjøpere, noe som svekker forhandlingsmakten.

Som helhet anser vi kundenes forhandlingsmakt i sportsbransjen til å være nøytral.

Veldig høy

Høy

Nøytral

Lav

Veldig lav

10.2.5 Rivalisering i bransjen

Intern rivalisering sier noe om konkurransen mellom aktørene i bransjen. I tillegg til de fire overnevnte faktorene regnes rivaliseringen som høy dersom bransjen karakteriseres av at det er mange tilbydere som er av mer eller mindre samme størrelse, høye faste kostnader, bransjen har lav vekst og det er en hard kamp om markedsandeler, eller hvis det er overkapasitet som følge av høye utgangsbarrierer. Omfattende rivalisering i bransjen er spesielt destruktivt for lønnsomheten i bransjen ettersom en større del av gevinsten da tilfaller kundene.

Typisk for sportsbransjen i de nordiske landene er at det er en eller to dominerende aktører. I Norge regnes XXL og G-sport/G-MAX som de dominerende aktørene med en markedsandel på omtrent 24 % hver. Det er stor avstand til neste utfordrer i bransjen Sport 1, som har en markedsandel på 16 %. Det samme bilde ser vi i Sverige med Stadium og Intersport som

markedsledere med en markedsandel på henholdsvis 27 og 23 %, mens utfordreren Team Sportia også her ligger et stykke bak med en markedsandel på 18 %. For Finland er bildet noe annerledes med Intersport som en klar dominerende aktør i markedet med en markedsandel på hele 28 %, mens utfordreren Prisma ligger langt bak med en markedsandel på 15 %.

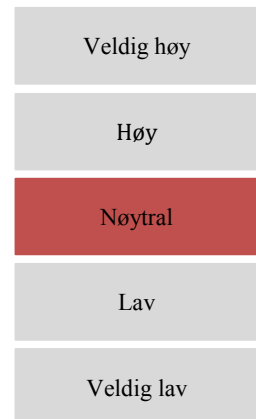
Slike markedssituasjoner leder ofte til lite rivalisering. Dette skyldes at utfordrende i markedet ikke ønsker å utfordre storaktørene i frykt for represalier (Greenwald og Kahn, 2005). Dette ser vi igjen i dagens markedssituasjon hvor de mindre aktørene satser på spesialisering og lokalt særpreg.

Siden 2006 har markedet for sports- og fritidsutstyr i landene hvor XXL operer hatt en CAGR på ca. 5 %. Dette må sies å være en relativt høy vekst. Til tross for den høye veksten ser vi en hard kamp om markedsandeler. Dette antar vi i stor grad skyldes XXL sin inntreden i bransjen. Dette har utløst en priskrig i markedet og ført til en tilspissing av konkurransen som har resultert i at flere butikker har måtte legge inn håndkleet (Kleppe, 2015). Dette blir tydelig illustrerer når en ser på historisk utvikling i antallet butikker etter XXL entret markedet i Norge (Vedlegg 4).

Vi anser ikke bransjen for å ha høye utgangsbarrierer. Varelageret som er en stor del av den bundne kapitalen er forholdsvis lett omsettelig. I tillegg til dette er det vanlig at lokalene til sportsbutikkene er leid. Vi anser sportsbransjen for verken å ha høye faste kostnader eller høye utgangsbarrierer. Mangel på utgangsbarrierer gjør at rivaliseringen i bransjen blir mindre, dette skyldes at butikker som ikke er lønnsomme uten store problemer kan legges ned. Alternativt vil en i en bransje med høye utgangsbarrierer kjempe lengre før en eventuelt blir tvunget til å gå konkurs, dette vil presse marginene i bransjen ned. I sportsbransjen spesielt i Norge har vi sett flere eksempler på at butikker legger ned når de møter hard konkurranse (Kleppe, 2015).

Rivalisering i bransjen

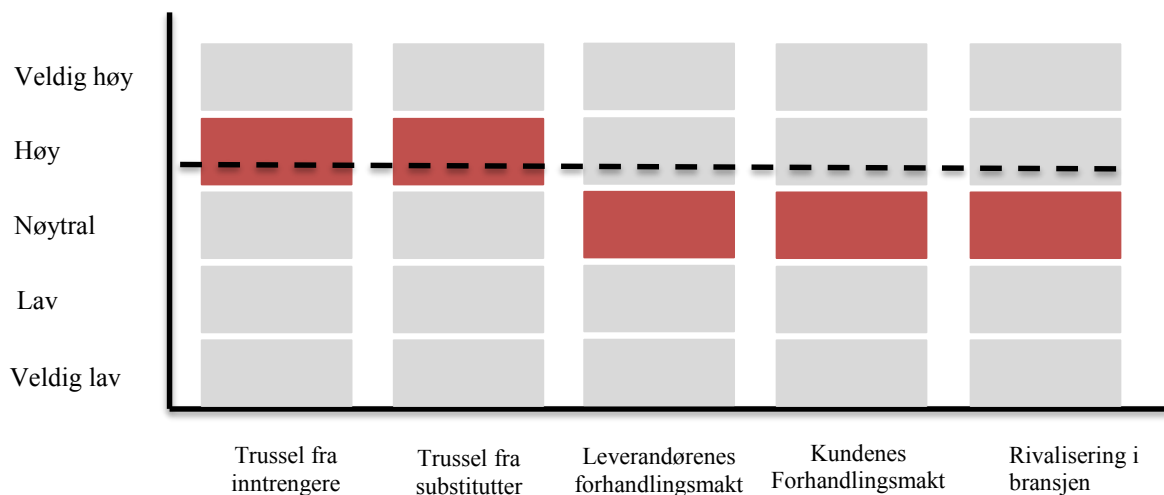
Markedsituasjonen i landene hvor XXL operer karakteriserer av en dominant aktør i Finland og med to dominante aktører i Norge og Sverige. Dette bidrar til redusert rivalisering i bransjen. På den andre siden har det de siste årene, spesielt etter XXL entret markedet vært en hard kamp om markedsandelene. Videre anser vi ikke bransjen til å ha høye utgangsbarrierer. Dette fører til at vi klassifiserer rivaliseringen i bransjen som nøytral.



10.2.6 Oppsummering av Porters femkraftsmodell

Ved hjelp av å benytte Porters femkraftsmodell som analyseverktøy med hensikt å vurdere konkurranseintensitet i bransjen har vi kommet frem til at det er **nøytral/høy** rivalisering i sportsbransjen. Dette indikerer en middels attraktiv bransje, og en moderat lønnsomhet.

Figur 32 Oppsummering Porters Five Forces



Kilde: Egenkomponert

10.3 VRIO

VRIO-rammeverket er et analytisk verktøy som skal avdekke om selskapets ressurser kan bidra til å skape varige konkurransefortrinn. Det er flere måter å dele ressursene inn på, vi har valgt å dele dem inn i, varige driftseiendeler, immaterielle eiendeler og organisatoriske evner. Disse gruppene inneholder flere underkategorier. Varige driftseiendeler inkluderer finansielle, fysiske og teknologiske ressurser, som i XXLs tilfellet kan være at selskapet er børsnotert eller dets helautomatiserte sentrallager. Immaterielle eiendeler innebærer menneskelige ressurser, merkenavn og innovasjon. Dette kan være ledelsens kunnskaper eller selskapets evne til posisjonering mfl. Organisatoriske evner omhandler om selskapet er organisert på en slik måte at de evner å utnytte de varige driftseiendelene og de immaterielle eiendeler til sin fordel.

Et selskap er sammensatt av et vidt spekter av disse ressursene, det er dog kun et lite knippe av dem som kan bidra til at selskapet har et varig konkurransefortrinn. I følge rammeverket *må* en ressurs være verdifull, sjelden, vanskelig å imitere og organisert dersom den skal bidra til å skape et konkurransefortrinn i forhold til konkurrentene.

- **Verdifull:** Ressurser er verdifulle når...
 - De signifikant påvirker kundens betalingsvilje.
 - Og/eller kostnaden ved å «servere» kunden.
- **Sjelden:** Ressurser som gjennomsnittsselskapet har kan ikke forklare prestasjoner over gjennomsnittet.
- **Imiterbar:** En verdifull og sjelden ressurs kan gi et konkurransefortrinn, men for at det skal være bærekraftig må ressursen være vanskelig å imitere.
- **Organisert:** Selv om ressursene innehar alle kvalitetene beskrevet ovenfor må selskapet være organisert på en måte som gjør at det utnytter sine ressurser.

Vi vil i vår analyse kun belyse de ressursene vi mener er de mest relevante for XXL.

Finansielle ressurser

Selskapets finansielle ressurser vil bli grundig gjennomgått i regnskapsanalysen punkt 11 og vil følgelig ikke bli kommentert i dette avsnittet.

Big-box (butikklokaler)

En av XXLs viktigste suksessfaktorer har vært deres big-box konsept. Dette innebærer store butikker som rangerer fra 3,000 til 5,300 kvadratmeter hvor det tilbys «alt» av sports- og fritidsutstyr.

Formålet med denne innretningen i tillegg til et bredt spekter av merkevarer skal gjøre at kunden får en «one-stop-shop» opplevelse – han kan handle alt han behøver av sportsutstyr i en og samme butikk. Det store utvalget, kombinert med tilgjengelighet og gode parkeringsmuligheter har ført til at forbrukerne vet at de lettvisnt kan skaffe seg det aller meste av sportsutstyr ved å ta seg en tur til XXL.

For XXL medfører de store varehusene stordriftsfordeler. Blant annet blir logistikken effektivisert når en kan frakte store vareforsendelser til en lokasjon istedenfor til mange små. Det vil også være lettere for XXL å ha en effektiv varelagerkontroll enn hva det er for de mindre butikkene. Dette mener vi skyldes 1) det er færre butikker som trenger ettersyn, 2) butikkene ligger lokalisert på strategiske knutepunkt, således vil en raskere kunne nå ut til butikk som trenger varepåfyll. Det er vanskelig å tallfeste stordriftsfordelene de store varehusene fører med seg. Imidlertid ser vi fra regnskapsanalysen at XXL har en betydelige høyere driftsmargin enn konkurrentene i vårt utvalg (punkt 11.2). Det skal påpekes at driftsmarginen er et resultat av flere faktorer, men det er nærliggende å anta at stordriftsfordelene i forbindelse med de store varehusene bidrar til den høye driftsmarginen sammenlignet med konkurrentene.

Da XXL introduserte big-box konseptet i Norge tok det sportsbransjen på sengen, bransjen hadde aldri før sett butikker av slik størrelse og karakter. Som et motsvar på XXL sine store varehus er det nå flere kjeder som har gått i XXL sine fotspor, resultatet er at konkurrentene sine varehus blir større og større. Kjeder som GMAX i Norge, Stadium i Sverige og budget sport i Finland har alle lignende størrelse på lokalene samt maken innretning. Dette indikerer at big-box konseptet ikke er vanskelig å imitere av natur, en kan dog stille spørsmålstejn rundt om de andre kjedene evner å dra nytte av stordriftsfordelene på lik linje som XXL. Forfatterne er av den oppfatning at XXL har hatt et kortsiktig konkurransefortrinn som følge av big-box konseptet. På lang sikt anser vi ikke dette som et varig konkurransefortrinn.

Ansatte

XXL er en serviceytende bedrift som er siste ledd i verdikjeden. Dette innebærer at de ansatte til enhver tid er i direkte kontakt med sluttbrukeren, det er således viktig at selskapet innehar kompetente og motiverte medarbeidere i alle deler av organisasjonen.

XXL sitt big-box konsept gjør at de ansatte får muligheten til å spesialisere seg innenfor det fagfeltet de har interesse for og kompetanse innen. Dette kan bidra til at XXL evner å rekruttere og beholde de beste folkene. I tillegg forbedrer det handleopplevelsen til kunden da de vil bli ekspedert av ansatte med god kompetanse innenfor sitt område.

Dette reflekteres blant annet i Norsk Kundebarometer hvor XXL scoret høyest på kundetilfredshet i sportsbransjen i 2014, mens de i Sverige i 2012 bare to år etter inngangen ble rangert som 4. best på kundeservice i en undersøkelse utført av daymaker⁴.

Denne form for spesialisering vil de mindre alt-selgende butikkene ha vanskeligheter med å oppnå innen de forskjellige fagfeltene. Dette skyldes at det i de mindre butikkene kreves at de ansatte har en bredere kompetanse, da det som oftest er få personer som betjener hele butikken til enhver tid.

XXL legger stor vekt på opplæring og har et eget kurs og overnattingssted, Camp XXL i Finnskogen hvor blant annet nyansatte får grundig produkt og salgsoplæring (XXL.no). Hver XXL butikk har en egen «store manager», i tillegg har hver avdeling en egen «sales manager». I de mindre lokale butikkene er det ofte tilfellet at den som driver butikken har sport og fritidsaktiviteter som en hobby og ønsker derfor å starte en sportsbutikk. XXL vil på den måten differensiere seg ved å ha en mer profesjonelle butikkledelse enn småbutikkene.

De ansatte i XXL vil absolutt være å regne som en verdifull ressurs da deres kompetanse og imøtekommenhet i stor grad former kundens opplevelse, og således betalingsvillighet og lojalitet. Vi anser det ikke som veldig sjeldent at sportsbutikker har kompetente og motiverte medarbeidere. Det vil nok gi XXL en fordel i konkurranse mot de små alt-selgende sportsbutikkene, men de større sportskjedene som GMAX, budget sport og Stadium innehar sannsynligvis i stor grad samme form for spesialisert kompetanse. Det finnes også spesialiserte butikker som i enda større grad tilfredsstillt kravet om spesialisert kompetanse

⁴ Utvalget til daymaker.se baserer seg på 92 detaljhandelbutikker i Sverige.

innenfor enkelt fagområder. Blant annet vil Löplabbet inneha større kompetanse og utvalg for løpeentusiaster. Vi anser ikke at de butikkansatte gir XXL et varig konkurransefortrinn

Ledelsen

Ledelsen i XXL innehar bred kompetanse, med lang fartstid innen detaljhandel. Flere sentrale nøkkelpersoner i ledelsen har tidligere blant annet jobbet for elektronikkjeden Elkjøp. I Elkjøp var flere av nøkkelpersonene sentrale under Elkjøp sin offensive ekspansjon i de nordiske landene. Blant andre i ledelsen er det flere med bakgrunn fra konkurrentene, deriblant Gresvig i Norge og Stadium i Sverige.

For å få et innblikk i om XXL har klart å utnytte ekspansjonskompetansen ledelsen innehar vil vi i følgende avsnitt analysere veksten i de geografiske markedene XXL operer i.

Dersom man ser på den absolutte veksten i antall butikker uavhengig av geografisk plassering har antall butikker mer enn doblet seg siden januar 2011. Det mest oppsiktsvekkende er at dette har skjedd i en periode hvor antall butikker i Norge og Sverige har blitt redusert med 5.3 %⁵. Ser man utelukkende på veksten i omsetning må ekspansjonen sies å være vellykket. Markedsandelene til XXL i Norge har økt fra 8 % i 2008 til 24 % i 2013, og etter kun tre år i det svenske markedet har XXL opparbeidet seg en markedsandel på 9 % (2013). Til tross for den hurtige veksten har selskapet greid å ha en vekst i EBITDA marginen⁶ i samtlige land *samtidig* som de har ekspandert. Fra 2011 til 2013 økte EBITDA marginen fra 19.8 % til 20.4 % i Norge, fra 1.3 % til 2.3 % i Sverige og den første butikken i Finland oppnådde en positiv EBITDA margin på 2.6 % etter tre måneder. Dette indikerer at veksten har vært og fremdeles er lønnsom.

Vår analyse av XXL sin ekspansjon i de nordiske markedene indikerer at selskapet i stor grad har dratt nytte av ledelsens tidligere erfaring fra Elkjøp samtidig som selskapet har bygget opp en organisk kunnskap. Selskapet har evnet å vokse hurtig, uten at det har gått på bekostning av lønnsomheten, dette må sies å være verdifullt. Det faktum at andre butikker

⁵ Nedgangen er beregnet på bakgrunn av totalt antall butikker i Norge og Sverige i perioden 2011 til 2013 ekskludert for veksten i antall XXL butikker. Det foreligger ikke tall for Finland, dermed er det utelatt fra utvalget.

⁶ EBITDA marginen er ikke normalisert ettersom det ikke foreligger geografisk detaljerte tall. Inkluderer ikke gruppens støttefunksjoner. Støttefunksjonskostnadene er henholdsvis 3.8 %, 3.9 % og 3.6 % av total omsetning i 2013, 2012 og 2011.

har måtte gi slipp på markedsandeler samtidig som de har lagt ned butikker indikerer at ledelsen i XXL er i besittelse av en sjelden ressurs. Vi mener at en slik hurtig ekspansjon som XXL har hatt krever usedvanlig kompetente og erfarne lederne, samtidig som organisasjonen som helhet må være rustet for vekst. Basert på dette mener vi det vil være vanskelig for andre selskap å imitere selskapets hurtige vekst. Dette skyldes at ledere med ekspansjonserfaring i Norden innen detaljhandel er av sjelden kost, samtidig som de andre etablerte aktørene ikke har en kultur for ekspansjon. Når det kommer til om selskapet er organisert på en slik måte at de kan dra nytte av ressursene taler tallene for seg. Vi er av den oppfatning at selskapets systematiske oppbygning av automatiserte sentralvarelager på strategiske knutepunkt kombinert med ledelsens tidligere erfaring fra Elkjøp og konkurrentene gir dem et varig konkurransefortrinn.

Merkevare

XXL sin forretningsidé er, stort utvalg, kjente merkevarer og Xtra Xtra Lave priser (xxl.no). Selskapets strategi for å vinne kunder er deres prisløfte. På hjemmesiden til XXL reklamerer de med følgende klausul (xxl.no/xxl.se/xxl.fi):

«Dersom du kan kjøpe identisk vare til en lavere pris enn du betalte hos oss innen 30 dager etter kjøpsdatoen hos oss, betaler vi deg differansen tilbake.»

XXL markedsfører seg som å være billigst, og gir i tillegg forbrukeren en garanti på at de er billigst. I tillegg vant XXL i Norge VGs store pristest på sportsutstyr i april 2014. I testen fremkommer det at XXL er hele 40 % billigere på 24 av de 49 testede varene. Vi er av den oppfatning at XXL har lykket med å få en «top of the mind» posisjon om å være billigst. Dette har resultert i verdi både for kunden, men også for selskapet. For forbrukeren har merkevaren til XXL verdi gjennom blant annet å redusere risikoen. Dersom kunden kjøper en vare hos XXL kan han være sikker på at dersom han finner varen billigere hos en konkurrent vil han bli kompensert. For XXL tjener merkevaren med å sikre dem høyere kundelojalitet, kunden vet at han kan kjøpe billig sportsutstyr hos XXL og kommer derfor tilbake. Disse funnene blir forsterket av det faktum at XXL scoret høyest på kundelojalitet og kundetilfredshet i Norge i 2014 (Kundebarmometeret) og var en av de mest anbefalte butikkene i Sverige av forbrukerne i 2012. Forbrukerens oppfatning av at XXL er billigst fører også til mer effektiv markedskommunikasjon for XXL.

Vi er av den oppfatning at XXL sin merkevare skiller seg ut fra mengden på en positiv måte.

XXL har i Norge gjennom en lang prosess klart å skape noe som har brent seg inn i hukommelsen til forbrukeren. Forfatterne av denne oppgaven har mindre tilgjengelig informasjon fra det svenske og finske markedet. Det faktum at XXL var en av de mest anbefalte butikkene i Sverige i 2012 indikerer at de evner å videreføre merkenavnet de har skapt i hjemmemarkedet til andre markeder. Vi anser at merkevaren til XXL gir selskapet et varig konkurransefortrinn.

10.3.2 Oppsummering av VRIO-analysen

XXL har ingen varige driftsmidler som gir dem et konkurransefortrinn. Vi har derimot avdekket to immaterielle eiendeler vi mener gir XXL et varig konkurransefortrinn, henholdsvis ledelsen og merkevaren. Begge disse anser vi som verdifulle, sjeldne, vanskelig å imitere og utnyttet ved god organisering. Ledelsen har lang og uvurderlig erfaring innen ekspansjon, og få har vært delaktig i tilsvarende mengde butikkåpninger. Implikasjonen av dette er at XXL på en effektiv og lønnsom måte kan fortsette å utvide sin butikkbase i fremtiden. XXL har bygd en sterk merkevare og oppnådd en «top-of-mind» posisjon hos forbrukerne. De er forbundet med å kunne tilby gode produkter fra kjente merkevarer til den rimeligste prisen. Implikasjonen av dette vil være økt kundelojalitet, effektiv markedskommunikasjon og økt salg.

Figur 33 Oppsummering VRIO

Ressurs	Verdiful?	Sjelden?	Imiterbar?	Utnyttet ved organisering?
Big-box	✓	✗	✗	✓
Ansatte	✓	✗	✗	✓
Ledelsen	✓	✓	✓	✓
Merkevare	✓	✓	✓	✓

Kilde: Egenkomponert

11. Regnskapsanalyse

Formålet med en regnskapsanalyse er å gjøre en systematisk bearbeidelse av bedriftens regnskapsdata i den hensikt å kunne si noe om bedriftens økonomiske stilling og utvikling (Kristoffersen, 2005). Regnskapsanalysen bygger på kvantitativ metode hvor vi sammenligner nøkkeltall fra tidligere perioder for XXL med sammenlignbare selskaper.

Vi håper regnskapsanalysen skal avdekke relevante elementer som skal danne grunnlag for verdsettelsen, dog må en være oppmerksomt på begrensninger i analysen. Regnskapsanalysen kan aldri bli bedre enn kvaliteten på regnskapsmaterialet, og en feil i materialet kan føre til feil konklusjoner.

11.1 Sammenlignbare selskaper

For å være i stand til å sette XXLs økonomiske prestasjoner i perspektiv sammenligner vi XXLs regnskapstall med sammenlignbare selskaper. Optimalt sett skulle man ha vurdert alle aktørene i bransjen, men da dette ikke er praktisk gjennomførbart velger man et utvalg. De komparative selskapene vi har valgt er nære konkurrenter til XXL og deler mange av de samme selskapskarakteristikene. Formålet er som sagt å kunne sette XXL sine økonomiske prestasjoner i perspektiv, men også å gi oss et helhetsinntrykk av sportsbransjen.

Blant de næreste konkurrentene til XXL som danner det beste grunnlaget for regnskapsanalysen er de fleste sammenlignbare selskaper aksjeselskap som ikke er noterte på børs. Dette betyr implisitt at regnskapene ikke er så detaljerte som man skulle ønske. Flere av selskapene tilfredsstillter også terskelverdiene for forenklete regnskap ettersom de er å regne som små foretak(kpmg.no). Regnskapene til de ikke-børsnoterte selskapene er hentet fra forvalt.no og inneholder ikke nok informasjon til at det er mulig å foreta en normalisering.

I tillegg har flere av konkurrentene en franchise struktur, hvor hver franchisebutikk er organisert som et eget aksjeselskap. I slike tilfeller har vi lagt sammen regnskapene for hver butikk slik at vi i den grad det er mulig kan danne oss et bilde av lønnsomheten i detaljistledet. Videre har vi så langt det er praktisk mulig skilt ut grossistledet med den hensikt å kunne sammenligne lønnsomheten i grossist med detaljistledet.

For å styrke sammenligningsgrunnlaget består utvalget av konkurrenter i samtlige geografiske markeder XXL opererer i, samt et selskap som representerer Europa forøvrig. De komparative selskapene vi har valgt er; MX Sport, Gresvig, Stadium AB, Kesko og JD Sports.

Regnskapet for samtlige MX Sport butikker i Norge er manuelt lagt inn og summert. Butikker som det ikke er mulig å fremdrive regnskap for er blitt lagt til med gjennomsnittlige verdier. MX Sport har to hovedlager (grossistleddet), et i Nord-Norge og et på Vestlandet. Hovedlageret på Vestlandet inngår i regnskapet til T Fjelland & CO AS som har et vidt virksomhetsområde, det er således ikke mulig å skille ut det som tilhører MX Sport og følgelig har vi ekskludert det fra vår regnskapsanalyse. MX Sport sitt hovedlager for Nord-Norge er skilt ut som et eget selskap og er følgelig inkludert i MX Sport total.

Gresvig innefatter samtlige G-Sport, GMAX og Intersport butikker som er heleid av morselskapet, samt grossist leddet. Korrespondansen med Gresvig har ikke ført frem og vi er ikke i stand til å skille mellom de respektive kjedene.

Stadium AB er den største aktøren i det svenske markedet, de driver eget sentrallager og har således mange av de samme karakteristikkenes som XXL. I tillegg har Stadium en markedsandel på omtrent 8 % i Finland. Regnskapstallene er hentet fra «årsredovisning och konsernredovisning» i perioden 2010 til 2013. Regnskapsåret til Stadium skiller seg ut i utvalget ved at det strekker seg fra 1. september til 31. august. Sportsbransjen har varierende etterspørsel og aktivitet gjennom året, og har ofte høyt varelager i 4. kvartal. Dette kan føre til at validiteten på sammenligningsgrunnlaget ikke er så godt som vi skulle ønsket.

For Kesko har vi skilt ut regnskapet for «home and speciality goods». Divisjonen består av ni kjeder hvor av ca halvparten tilhører vår definisjon av sportsbransjen. Kesko representerer Finland i vårt utvalg og drifter blant andre kjente kjeder som Intersport, Anttila og Budget Sport. Det er ikke mulig å normalisere ”home and speciality goods” divisjonen ettersom regnskapsnotene gjelder gruppen som helhet og ikke divisjonene.

JD Sports har butikker i UK, Tyskland, Nederland, Frankrike og Spania og er således en proxy for det vest-europeiske markedet. JD Sports driver en rekke kjente kjeder som, JD Sports, Size?, Sprinter, Cloggs m.fl. Regnskapet er normalisert.

Når vi skal beregne beta og foreta en komparativ verdsettelse er vi avhengig av at de komparative selskapene er børsnotert. Vi vil senere gjennomgå hvilken sammenlignbare selskap vi benytter til denne delen, se 12.2.1.

Et annet element som er problematisk når vi skal sammenligne lønnsomheten i bransjen er operasjonell lease. Et selskap har som regel valget mellom å enten kjøpe eiendelene eller å leie dem. Ved operasjonell lease vil ikke den leasede eiendelene være i balansen og vil følgelig være en form for «off-balance sheet financing». Selskaper som har høy andel av operasjonell lease vil ha et kunstig lavt driftsresultat (EBIT) fordi leiekostnaden trekkes fra driftsresultatet og samtidig kunstig høyt produktivitet (ROCE/ROE) fordi eiendelen ikke inngår i balansen. Selv om disse to effektene til en viss grad motsvarer hverandre vil det som regel resultere i et dramatisk løft av avkastning på investert kapital, fordi effekten i driftsresultatet som følge av leiekostnaden typisk er mindre enn effekten av å utelate eiendelene fra balansen (Koeller, Goedhart & Wessels, 2010).

Blant våre komparative selskap er det utstrakt bruk av operasjonell lease, både de som er brukt i regnskapsanalysen og i den komparative verdsettelsen.

Blant de komparative selskapene i regnskapsanalysen, MX Sport, Gresvig, Stadium AB, Kesko og JD Sports leaser samtlige i all hovedsak sine butikker.

Både MX Sport og Gresvig leaser alle sine butikker og Kesko leaser ca. 75 % av butikkene målt etter areal. For JD Sports og Stadium har vi ikke noen klare tall på hvor stor andel av butikkene som leases, men det er i forfatterne sin tolkning at mesteparten av deres butikklokaler er leaset.

For å få best mulig sammenligningsgrunnlag skulle optimalt sett den operasjonelle leasingen vært kapitalisert for de sammenlignbareselskapene. Som tidligere nevnt er det begrenset informasjon for de ikke-børsnoterte selskapene og en slik justering er derfor ikke mulig ettersom leiekostnaden ikke fremkommer. Alternativet er da å fjerne de ikke-børsnoterte selskapene fra utvalget. Forfatterne er av den oppfatning at det vil være en bedre avveining å inkludere de ikke-børsnoterte selskapene i utvalget. Dette skyldes det faktum at samtlige av de komparative selskapene leaser brorparten av butikkene sine. Det vil derfor ikke være like kritisk å kapitalisere leasekostnaden ettersom man sammenligner likt med likt.

For de komparative selskapene som er brukt i den komparative verdsettelsen har vi valgt å følge samme fremgangsmetode. Etersom brorparten av butikklokalene til de komparative selskapene er leid på lik linje med XXL vil dette reflekteres i multiplene.

Det skal nevnes at verdsettelsen i seg selv ikke blir påvirket av måten man behandler lease på, verdien til selskapet er den samme enten man velger å kapitalisere lease eller ei.

11.2 Lønnsomhet

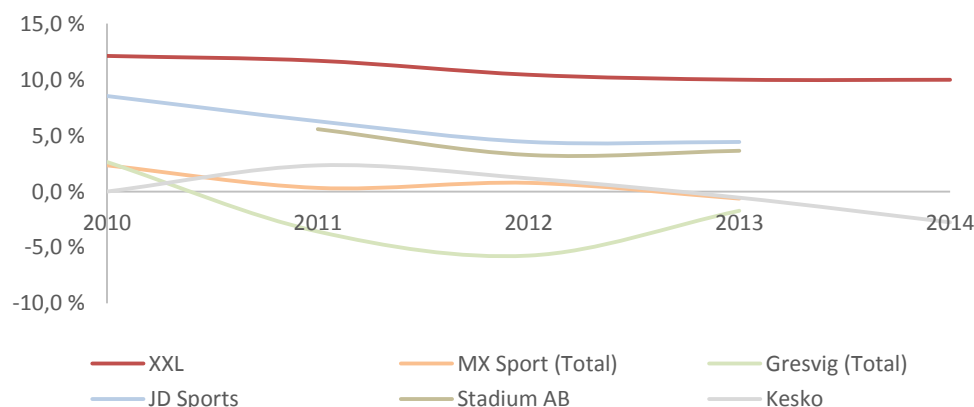
Lønnsomhet forklarer bedriftens evne til å skape overskudd. For at et privat selskap skal overleve på lengre sikt, er det en absolutt nødvendighet at det er lønnsomt. Samtidig er tilstrekkelig lønnsomhet også nødvendig for at investorer og eiere skal være interessert i å skyte inn egenkapital i bedriften. Ved hjelp av analyse vil vi videre belyse bedriftens lønnsomhet.

11.2.1 Driftsmargin (EBIT)

Driftsmarginen viser hvor mye bedriften får igjen for hver omsatte krone før renter og skatt.

$$\text{Driftsmargin i\%} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt}}{\text{Driftsinntekter}} \cdot 100\%$$

Figur 34 Driftsmargin XXL og konkurrenter



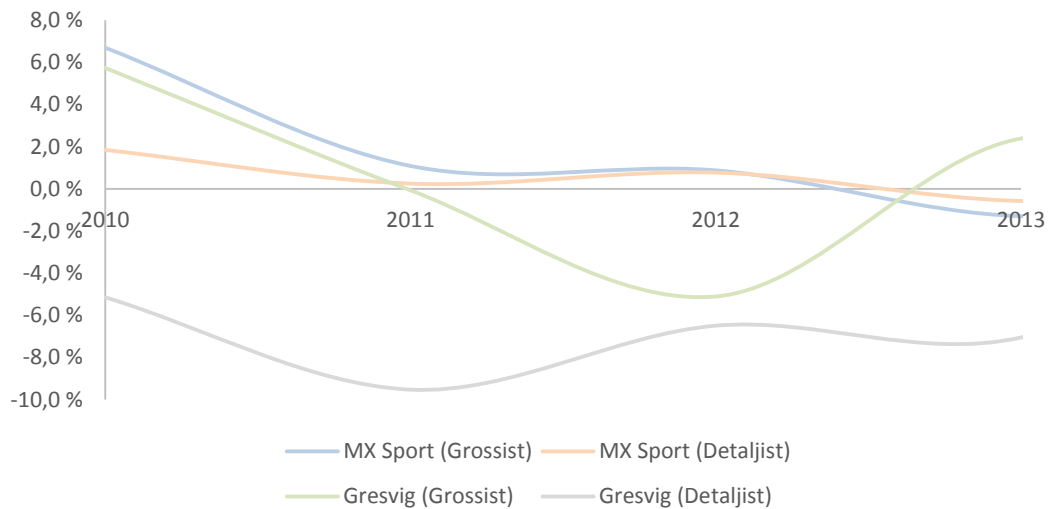
Kilde: Egenkomponert

Som figuren ovenfor viser skiller XXL seg ut med en driftsmargin som er vesentlig høyere enn konkurrentene, uansett geografisk tilhørighet. I 2013 var driftsmarginen til XXL hele 5.5 prosentpoeng bedre enn den nest lønnsomme konkurrenten, JD Sports. Stadium AB plasserer seg med en driftsmargin på 3.6 % i 2013 midt på treet i vårt utvalg. Kesko, MX Sport og Gresvig har alle negativ driftsmargin i 2013 og er således utvalgets tapere. I vårt utvalg ser vi en tydelig trend med fallende driftsmarginer i perioden 2010 til 2012, mens de fleste har vist forbedring i 2013. Dette gjelder spesielt Gresvig som gikk fra 2.6 % i 2010 til -5.7 % i 2012 før de klarte å snu den negative trenden og endte ved utgangen av 2013 på en driftsmargin på -1.7 %. Det er nærliggende å anta at dette skyldes lanseringen av big-box konseptet GMAX i 2010 og vi venter en bedring av marginen i fremtiden. XXL har også måtte se driftsmarginen synke med 2 prosentpoeng siden 2010, dette kan skyldes flere ting. I hovedsak tror vi dette skyldes ekspansjon i Sverige hvor det er hardere konkurranse og lavere marginer enn i Norge.

Dekomponering av EBIT for grossist og detaljistledd

For å få en dypere innsikt i lønnsomheten i utvalget har vi dekomponert driftsmarginen til MX Sport og Gresvig, måten dette er gjort på er beskrevet innledningsvis. Beveger man seg tilbake til 2010 ser man at det er store forskjeller i lønnsomheten i grossist og detaljistleddet. For MX Sport er denne forskjellen redusert, det er nå kun marginale forskjeller i lønnsomheten. I Gresvig sitt tilfellet er det derimot en relativt stor forskjell i lønnsomheten gjennom hele analyseperioden. Ser vi på gjennomsnittlig driftsmargin for utvalget vårt i analyseperioden ser vi at den er vesentlig høyere for grossist enn detaljist, henholdsvis har MX Sport sitt grossistledd 1.3 prosentpoeng høyere margin enn detaljistleddet. Tilsvarende er driftsmarginen 7.8 prosentpoeng høyere for Gresvig sitt grossistledd sammenlignet med detaljistleddet. Det skal dog nevnes at Gresvig sine regnskapstall baserer seg *kun* på de butikkene som er heleide av morselskapet, mens det for MX Sport inkluderes franchisebutikkene. I tillegg er analyseperioden og utvalget for lite til å kunne trekke noen endelige konklusjoner, men vi ser tendenser til at lønnsomheten er høyere i grossistleddet enn i detaljistleddet.

Figur 35 Dekomponering av EBIT for grossist og detaljistledd



Kilde: Egenkomponert

11.2.2 Avkastning til sysselsatt kapital (ROCE)

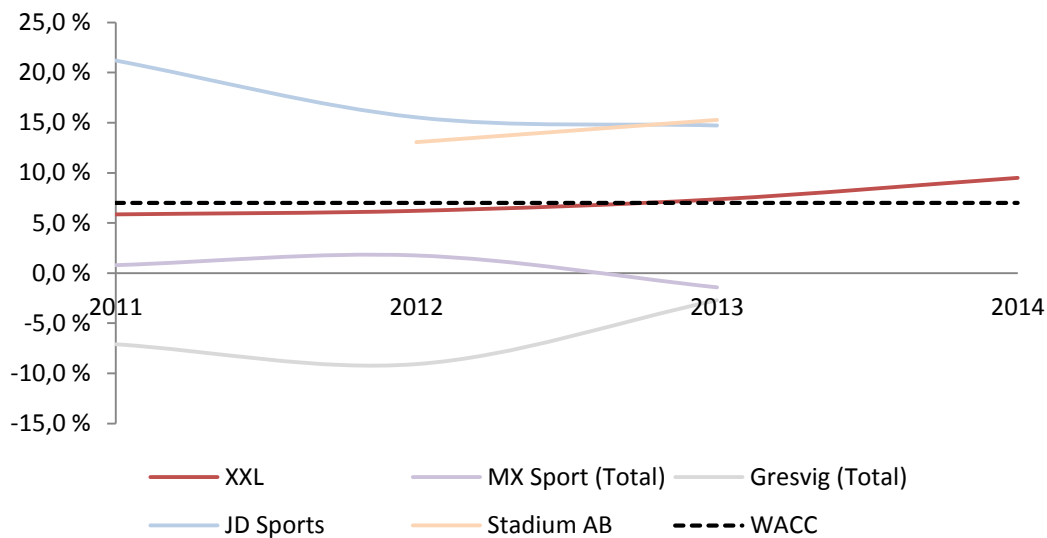
Avkastning til sysselsatt kapital viser hvor mye bedriften får igjen for hver investerte krone før skatt.

$$ROCE = \frac{\text{Driftsresultat (EBIT)} \cdot (1 - t)}{\text{Sysselsatt kapital}}$$

Hvor:

Sysselsatt kapital: Egenkapital + rentebærende gjeld

Figur 36 ROCE, XXL og konkurrenter



Kilde: Egenkomponert

Til tross for en fallende trend har JD Sports hatt høyest ROCE i analyseperioden mens XXL har hatt sterkest vekst. Og nok en gang havner XXL sine norske konkurrenter MX sport og Gresvig dårligst ut. Det faktum at XXL hadde klart høyest driftsmargin, men en midt på treet ROCE tyder på at de har en høy sysselsatt kapital. Dette skyldes i all hovedsak at omtrent halvparten av balansen til XXL er goodwill, som følge av oppkjøpet av XXL Sport og Villmark. De andre selskapene i analysen har betydelig lavere goodwill, dette fører til at sysselsatt kapital blir mindre, ergo ROCE høyere. Dersom goodwill utelates fra XXL sin balanse har de den desidert høyeste ROCE (over 20 % for hele perioden).

Vi har beregnet XXL sin WACC til å være 7 % (punkt 12.6). Det faktum at alle selskapene i regnskapsanalysen opererer innen samme bransjen, gjør at det er nærliggende å anta at selskapene innehar den samme systematiske risikoen. Dette kombinert med Miller & Modigliani sin teori om at WACC er uavhengig av kapitalstruktur gjør at en antagelse om at de respektive selskapene har lik WACC er plausibel. Dette vil ikke være helt korrekt, blant annet vil likviditetspremie for de ikke børsnoterte selskapene øke avkastningskravet, men antagelsen gjør det enklere for oss å identifisere en eventuell meravkastning utover avkastningskravet. Man kan se at de tre mest lønnsomme selskapene opererer med en betydelig meravkastning, spesielt gjelder dette JD sports og Stadium, men også XXL de to siste årene. Ut i fra vårt utvalg kan det tyde på at deler av sportsbransjen opererer med en klar superprofitt.

I Porters femkraftsmodell konkluderte vi med at bransjen «burde» ha moderat lønnsomhet. Litt overraskende er det derfor at 3 av 5 i utvalget vårt opererer med en tydelig superprofitt (Keskos ROCE er ukjent), og marginene er noe bedre enn hva vi ville definert som moderat. Dog er det noen aktører som presterer dårlig, slik at bransjen i sum ikke kan sies å være veldig lønnsom, men fortsatt over moderat lønnsomhet gitt vårt utvalg. En av forklaringsvariablene til selskapene med dårlig lønnsomhet er gross margin. Vi forventet å finne forholdsvis like gross marginer på tvers av bransjen, da selskapene selger forholdsvis like produkter kombinert med at vi i fremkraftsundersøkelsen avdekket at leverandørene har nøytral forhandlingsmakt (10.2.3). Forskjeller i lønnsomheten stammer da fra effektivitet i driften og kostnadskontroll for øvrig. Det vi imidlertid ser er at selskapene som gjør det dårlig har en markant svakere gross margin enn selskapene med god lønnsomhet.

Figur 37 Gross margin, XXL og konkurrenter

	2010	2011	2012	2013	2014
XXL	N/A	40,8 %	39,4 %	40,2 %	40,9 %
MX Sport (Total)	34,7 %	35,0 %	36,6 %	35,4 %	N/A
Gresvig (Total)	29,6 %	28,6 %	28,6 %	29,0 %	N/A
JD Sports	49,6 %	49,3 %	48,8 %	48,5 %	N/A
Stadium AB	N/A	47,5 %	45,9 %	46,2 %	N/A

Kilde: Egenkomponert

Den bakenforliggende årsaken til den relativt store forskjellen i gross margin mellom selskapene vet vi ikke med sikkerhet. Det kan tenkes at forskjellen skyldes at forhandlingsmakten til leverandørene er høyere enn først antatt. Dette stemmer godt overens med at de 3 største butikkene i utvalget skiller seg ut med høyest grossmargin. En annen faktor som kan bidra til forskjellen er de respektive butikkene sin produktmix.

11.3 Analyse av likviditet

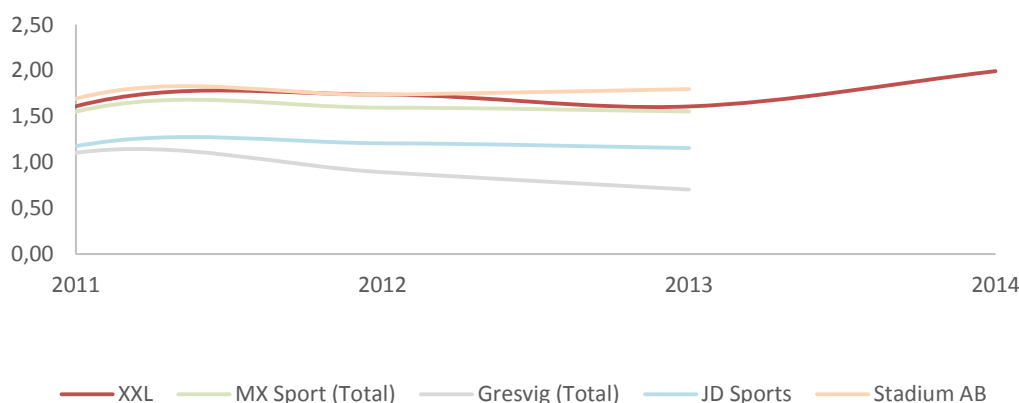
Likviditetsanalyse tar for seg en bedrifts betalingsevne, hvor godt bedriften evner å betale sine forpliktelser ved forfall. Selv om ett selskap har god lønnsomhet, kan de havne i alvorlige problemer om de ikke innehar midler til å betale sine forpliktelser. God likviditet styrker selskapets fleksibilitet, det er dog viktig å se det i sammenheng med investeringsmulighetene.

11.3.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er et mål på hvor mye kortsiktige midler selskapet har i forhold til forpliktelse i samme tidshorisont. Kortsiktig gjeld er forpliktelser som forfaller innen ett år, mens omløpsmidler er midler foretaket kan gjøre likvide innen ett år. Jo høyere forholdstallet, desto mer midler har en tilgjengelig til å betale sine forpliktelser. For en tilfredsstillende likviditetsgrad 1 er tommelfingerregelen at den skal være 1 eller høyere.

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

Figur 38 Likviditetsgrad 1, for XXL og konkurrenter



Kilde: Egenkomponent

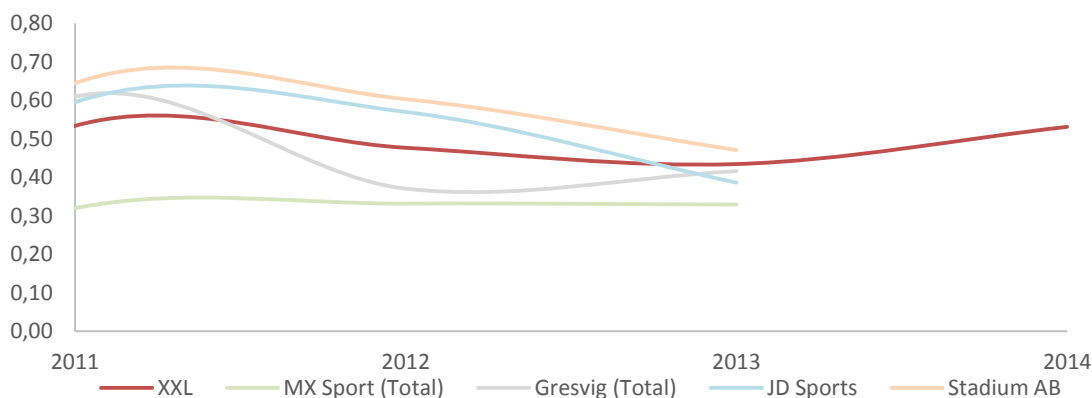
Sett i lys av tommelfingerregelen er likviditetsgrad 1 tilfredsstillende både for XXL og konkurrentene, med unntak av Gresvig som ved utgangen av 2013 hadde en likviditetsgrad 1 på 0.7. Gresvig har hatt en negativ trend siden 2011, da den var 1.1. Gresvig sin LG 1 på under 1 betyr implisitt at selskapet må dekke sine kortsiktige forpliktelser med langsiktig kapital. På lang sikt kan dette føre til at selskapet blir insolvent.

Sammenlignet med sine konkurrenter er XXL sin LG 1 i øverste sjiktet, med en tydelig positiv utvikling. Den markante økningen fra 1.6 i 2013 til 2.0 i 2014 skyldes i stor grad økning i fordringer (+26%) og kontanter (+31%). Dette styrker XXLs fleksibilitet og sammenfaller således godt med selskapets vekstplaner. Vi anser XXL LG 1 som meget god, og anser selskapet som godt rustet til å betale sine fordringer om dagens kapitalstruktur vedvarer.

11.3.2 Likviditetsgrad 2

For å danne oss et bedre bilde av likviditeten til XXL og konkurrentene vil vi også se på likviditetsgrad 2. Likviditetsgrad 2 ekskluderer varelageret, da det er det vanskeligst omsettelige omløpsmiddelet. LG 2 er spesielt interessant for sportsbransjen ettersom varelagertiden er høy sammenlignet med andre bransjer.

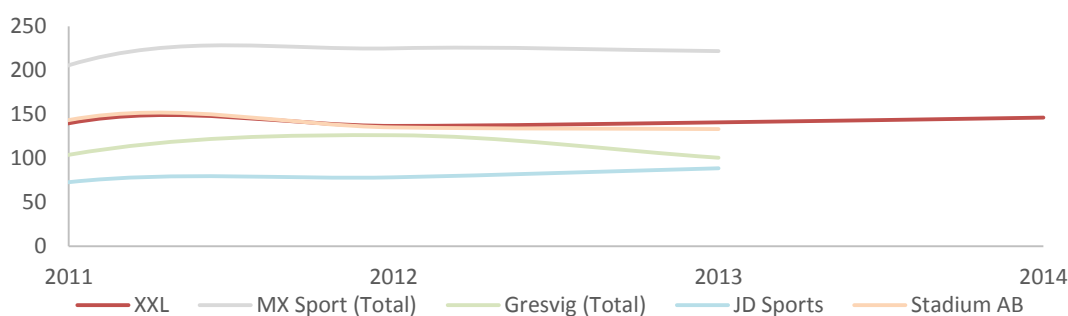
Figur 39 Likviditetsgrad 2, XXL og konkurrenter



Kilde: Egenkomponert

MX Sport skiller seg negativt ut med en LG 2 på 0.3 ved utgangen av 2013. MX Sport skiller seg også negativt ut dersom en ser på varelagertid, hvor selskapets varelagertid i 2013 var 222 dager, hele 81 dager mer enn XXL. Dette indikerer at MX Sport sin likviditet er heller svak, og gir indikasjoner på at selskapets høye LG 1 skyldes dårlig varelagerkontroll. Det er en klar trend at selskapene i vårt utvalg med lang varelagertid har lav LG 2. Nedenfor er varelagertiden til vårt utvalg presentert.

Figur 40 Varelagertid, XXL og konkurrenter



Kilde: Egenkomponert

11.4 Soliditet

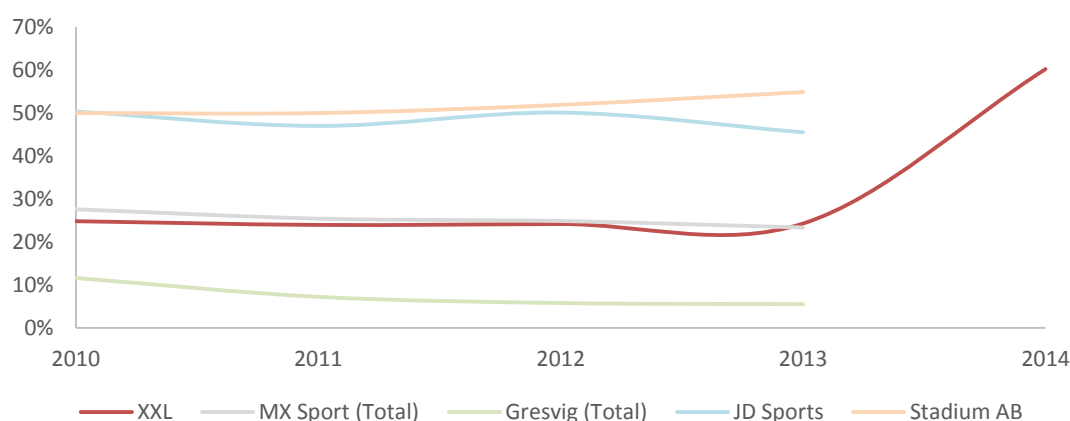
Soliditet sier noe om selskapets evne til å tåle tap, og er knyttet til bedriftens finansieringsstruktur.

11.4.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen forteller hvor stor egenkapitalen er i forhold til totalkapitalen. Ved et eventuelt underskudd vil tapet påføres egenkapitalen og redusere denne. Bedrifter som har høy egenkapitalandel vil derfor kunne gå med underskudd i en lengre periode før kreditorene blir påført et tap.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} \cdot 100\%$$

Figur 41 Egenkapitalandel inkludert goodwill, XXL og konkurrenter



Kilde: Egenkomponert

Som grafen viser har samtlige av selskapene i vårt utvalg hatt en relativt stabil egenkapitalandel i perioden 2010 til 2013. XXL sin egenkapitalandel styrker seg markant i 2014, fra å ligge jevnt på 25 % til å gå opp til 60 % inkludert goodwill. Dette skyldes endringer i kapitalstrukturen som følge av IPOén. Midler fra emisjonen har blitt brukt til å betale ned et utestående aksjonærlån på 1.7 milliarder NOK utstedt av Private Equity eieren EQT. I tillegg har «innskutt egenkapital» økt betraktelig som følge av emisjonen.

Gresvig skiller seg kraftig ut med den desidert laveste egenkapitalandelen, ved utgangen av 2013 var den 6 %. Dette kombinert med negativ driftsmargin og dårlig likviditet de siste tre årene reiser bekymringer for fremtiden. Selskapet kan ha problemer med å ta opp nye lån da

bransjen generelt sett har lite midler i balansen som kan brukes som sikkerhet ved lån, en forutsetning er da at egenkapitalen er solid. Det skal dog nevnes at Gresvig konsernet har måtte ta store engangskostnader i forbindelse med lanseringen av GMAX konseptet i 2010.

Dersom vi ekskluderer goodwill fra egenkapitalen er bildet et helt annet. For de sammenlignbare selskapene utgjør det lite forskjell, med unntak av JD Sports som har en egenkapitalandel i 2013 på 37 % når vi ekskluderer goodwill. For XXL reduserer det egenkapitalandelen betydelig. I 2010 hadde XXL en negativ egenkapitalandel på 170 %. Trenden er dog den samme når man ekskluderer goodwill, egenkapitalandelen øker jevnt før den gjør et kraftig byks som følge av IPOén. XXL hadde en egenkapitalandel ved utgangen av 2014 på 18 % ekskludert goodwill, noe som plasserer dem ca. midt i utvalget.

11.4.2 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden gir et oversiktlig bilde på selskapets evne til å betale rentekostnaden på gjelden sin. Forholdstallet sier hvor mange ganger driftsresultatet kan betale rentekostnaden, og således gir rentedekningsgraden en indikasjon på hvilken sikkerhetsmargin selskapet har til å betale rentekostnaden til forfall. Selskap som har høy rentedekningsgrad er bedre rustet til å overleve i nedgangskonjunkturer.

Figur 42 Rentedekningsgrad, XXL og konkurrenter

	2010	2011	2012	2013	2014
XXL	N/A	1,3	1,3	1,6	1,8
MX Sport (Total)	2,3	0,3	0,5	-0,4	N/A
Gresvig (Total)	7,8	-5,7	-4,3	-1,4	N/A
JD Sports	166,2	63,7	37,2	33,1	N/A

Kilde: Egenkomponert

JD Sports skiller seg ut med en rentedekningsgrad som er vesentlig høyere enn konkurrentene i utvalget, til tross for en egenkapitalandel i 2013 som er lavere enn XXL sin egenkapitalandel i 2014. Årsaken til den høye rentedekningsgraden skyldes i stor grad at selskapet har svært lite rentebærende gjeld, store deler av den kortsiktige gjelden i balansen består av ikke-rentebærende leverandørgjeld. Gresvig og MX Sport vekker også her bekymring, de har begge hatt en fallende trend, og i 2013 har begge selskapene negativ rentedekningsgrad, hvilket betyr at selskapene ikke generer en høy nok EBIT til å dekke sine løpende rentekostnader. XXL sin rentedekningsgrad stiger fra 1.3 i 2011 til 1.8 i 2014 og

forventes å være enda høyere i 2015 da aksjonærlånet fra EQT ble nedbetalt i slutten av 2014.

11.5 Syntetisk rating

Med utgangspunkt i regnskapsanalysen har vi utført en syntetisk rating av XXL. Forholdstallene er sammenlignet med terskelverdiene til gjennomsnittlige «key financial key ratios from US industrial companies». Kreditratingen rangerer fra AAA til CCC hvor en rating mellom AAA til BBB tilsvarer investment grade. Rating under BBB klassifiseres som high yield (Petersen & Plenborg). Den syntetiske ratingen er ment å tjene som et verktøy til å tallfeste konkurssansynligheten til selskapet og kreditorenes implisitte risikopremie.

Fra figuren nedenfor ser vi at XXL sin gjennomsnittlige rating i perioden 2011 til 2014 korresponderer med en B rating. En enkel B rating impliserer at selskapet er utsatt for endringer både på mikro og makro nivå, men per dags dato har den finansielle kapasiteten til å dekke sine forpliktelser (Petersen & Plenborg). En enkel B rating tilsvarer en lånekostnad før skatt på 6.5 %, gitt risikofri rente på 1.5 %. Den estimerte lånekostnaden på 6.5 % stemmer godt overens med XXL sitt banklån hos Nordea som har hatt en gjennomsnittlig rentekostnad på 6.1 %.

Problemet med å bruke gjennomsnittlig rating er at en ikke tar hensyn til de strukturelle endringene selskapet har gjennomgått. Vi mener dette er spesielt relevant for XXL ettersom selskapet nylig gikk på børs. I forbindelse med børsnoteringen ble det som sagt tidligere tilbakebetalt et aksjonærlån på 1.7 milliarder som hadde en rentekostnad på 10 %. Dette fører til en vesentlig forbedring i de finansielle nøkkelparameterne i den syntetiske ratingen. Vi er av den oppfatning at selskapets kapitalstruktur ved utgangen av 2014 er mer representativ for fremtiden.

Gitt selskapets syntetiske BB+ rating for 2014, en risikofri rente på 1.5 % og en spread på 2.75 % ender vi opp med en lånekostnad på 4.25 % før skatt. Dette er vesentlig høyere enn selskapets egne uttalelser om at de etter refinansieringen (16.06.2014) vil ha en lånekostnad på NIBOR 3M + 171 basispoeng som gir en lånekostnad på 3.1 %. Det er viktig å påpeke at selskapets rating i 2014 er noe skewed. Dette skyldes at selskapet tilbakebetalte aksjonærlånet sent i 2014 og at refinansieringen av banklånet fant sted 16.06.2014. Den fulle effekten av disse endringene vil ikke tre i kraft før 2015. Dette betyr at vår BB+ rating

muligens er noe konservativ og at en BBB rating kan være mer korrekt. Dersom selskapet har en BBB rating, ceteris paribus får vi en rentekostnad på 3.25 %. Dette stemmer godt overens med selskapets egen uttalelse om en rentekostnad på 3.1 %.

Figur 43 Syntetisk rating XXL

Adjusted US key industrial financial ratios					
		2011	2012	2013	2014
Syntetisk rating XXL	EBITDA/Omsetning (%)	12,6	11,5	11,2	11,9
	EBIT Interest Cover (X)	1,3	1,3	1,6	1,8
	EBITDA Interest Cover (X)	1,4	1,5	1,8	2,2
	LG 1 (X)	1,6	1,7	1,6	2,0
	Egenkapital/ Totalkapital (%)	23,9	24,2	24,3	60,2
	Totale forpliktelser / Total kapital (%)	76,1	75,8	75,7	39,8
	EBITDA/Omsetning	CCC	CCC	CCC	CCC
	EBIT Interest Cover	B	B	BB	BB
	EBITDA Interest Cover	CCC	CCC	B	B
	LG 1	BBB	BBB	BBB	BBB
	Egenkapital/ Totalkapital	B	B	B	A
	Totale forpliktelser / Total kapital	B	B	B	AA
	Årlig rating	5,2	5,2	4,7	3,5
	Årlig rating	B	B	B	BBB/BB

Kilde: Egenkomponert, Petersen & Plenborg, Damodaran, Knifsflå

Figur 44 Credit spread

Credit Spread								
Rating	AAA	AA	A	BBB	BB+	BB	B	CCC
Spread (15.01.2015)	0,40 %	0.70%	1.00%	1,75 %	2.75%	3.25%	5.00%	7.00%

Kilde: Egenkomponert, Damodaran

Den syntetiske ratingen presentert ovenfor ekskluderer *ikke* goodwill, dette er i tråd med hva Kraft 2011 fant i sin publikasjon, Moody's justerer ikke systematisk for goodwill i rating analyser (Atkins, 2011). Det skal dog nevnes at XXL har vesentlig mer goodwill i sin balanse enn det et gjennomsnittlig selskap har. Dette kan føre til at ratingen blir i noe opportunistisk ettersom XXL sin balanse vil være oppblåst som følge av goodwill. Dersom vi ekskluderer goodwill får vi en enkel B rating i 2014 (Vedlegg 11). Forfatterne er av den oppfatning at en avveining mellom BBB ratingen inkludert goodwill og B ratingen ekskludert goodwill er et bedre anslag på gjeldskostnaden. Vi velger derfor å nedjustere vårt tidligere anslag til BB+, dette gir oss en rentekostnad på 4.25 % før skatt.

11.6 Common size

I følgende avsnitt er vi ute etter å kartlegge hvor store de forskjellige postene er i forhold til salgsinntektene samtidig som vi ser på utviklingen av de forskjellige postene. Dessverre er ikke XXL sine regnskap så detaljerte som vi skulle ønsket, men vi evner fortsatt å danne oss et helhetsbilde.

Figur 45 Common size XXL

	2011	2012	2013	2014
Salgsinntekt	2 466 342	3 101 368	4 008 421	5 209 000
vekst	-	26 %	29 %	30 %
Varekostnad	1 463 281	1 882 995	2 399 497	3 083 000
	59 %	61 %	60 %	59 %
Gross profit	1 003 061	1 218 373	1 608 924	2 126 000
	41 %	39 %	40 %	41 %
Lønnskostnad	351 615	449 829	606 318	799 000
	14 %	15 %	15 %	15 %
Andre driftskostnader	339 034	411 491	551 818	705 419
	14 %	13 %	14 %	14 %
EBITDA	312 412	357 053	450 788	621 581
	12,7 %	11,5 %	11,2 %	11,9 %

Kilde: Egenkomponent

Som figuren ovenfor viser har XXL hatt en sterk vekst i perioden 2011 til 2014. Den sterke veksten skyldes i stor grad åpning av nye butikker. Siden 1. januar 2011 har antall butikker gått fra 17 til 44. Ser man på vekst i like-for-like er den vesentlig lavere. For perioden 2011 til 30. juni 2014 er den gjennomsnittlige like-for-like veksten på 5.2 %⁷ (Prospekt, 2014).

Varekostnaden som er den desidert største utgiftskontoen har holdt seg umåtelig stabil i analyseperioden. Dette indikerer at XXL har kontroll på varekostnaden og de hensiktsmessig klarer å prise varene sine. Videre gir det også signaler om at selskapet ikke har vært utsatt for drastiske endringer i perioden.

Som følge av den stabile varekostnaden i prosent av salgsinntekter er naturlig nok gross margin også stabil. Dersom vi derimot dekomponerer gross margin for å kunne skille mellom de ulike landene XXL operer i ser vi at det er betydelige forskjeller. Norge har helt

⁷ Like-for-like: En sammenligning av årets salg med fjorårets hvor ekspansjon og fusjoner og oppkjøp ekskluderes. Tallene er ikke justert for valuta, dette for å få frem den underliggende veksten i lokal valuta. Like-for-like veksten inkluderer kannibalisering.

klart høyest margin gjennom hele perioden, men Sverige viser tendenser til bedret margin i 2014. Dette kan indikere at det er lavere marginer i oppstartsfasen, men også at konkurransen kan være mer tilspisset enn i Norge. Dette ser vi også er tilfellet i Finland hvor XXL er nyetablert, gross margin er i det Finske markedet hele 10 prosentpoeng lavere enn i Norge.

Figur 46 Dekomponert gross margin XXL

	2011	2012	2013	2014
Gross margin	40,8 %	39,4 %	40,2 %	40,9 %
Norge	42,0 %	40,9 %	42,4 %	43,4 %
Sverige	34,3 %	34,2 %	34,3 %	37,4 %
Finland	-	-	-	31,2 %

Kilde: Egenkomponert

12. Utrekning av avkastningskrav

12.1 Risikofri rente

Vi har valgt å benytte lange renter som vår risikofri rente, da dette gir best samsvar mellom durasjon på renten og kontantstrømmen. 10 års statsobligasjonsrenten er per dags dato (24.04.2015) på 1.41 %⁸. Swaprenten med samme tidshorisont er på 1.98 %. Jmfør punkt 8.3 vil den risikofrie renten ligge et sted mellom disse, hvor vil være en skjønsmessig vurdering. Det som taler for å velge en høy rente er at det i norske statsobligasjoner er en mismatch mellom tilbud og etterspørsel, noe som kan føre til at renten blir kunstig lav. Det som taler for å velge en lav rente er at de lange statsobligasjonsrentene inneholder blant annet inflasjon- og løpetidspremier noe som fører til at renten ikke er helt risikofri, den er for høy. Selv om disse effektene er vanskelig å tallfeste er forfatterne av den oppfatning at de veier forholdsvis likt i hver sin retning. Vi har valgt å benytte **1.5 %** som risikofri rente.

12.2 Beta

12.2.1 Komparative selskap

Når vi videre skal beregne beta for sammenlignbare selskaper samt foreta en komparativ verdsettelse er vi avhengig av at de sammenlignbare selskapene er børsnotert. For de fleste av selskapene vi benyttet i regnskapsanalysen er dette ikke tilfellet. Ved valg av selskaper har vi gjennomgått diverse punkter for å se hvor sammenlignbare de er. Punktene vi har vektlagt er størrelse, geografisk plassering, vekst og virksomhetsområde. Selskapene vi endte opp med å undersøke nærmere var: JD Sports Fashion, Sports Direct International, Clas Ohlson, Hennes & Mauritz og Dicks Sporting Goods (Vedlegg 12).

⁸ Omgjøring til ZCB har ingen praktisk betydning på så lave renter.

Figur 47 Komparative selskap

	JD sportsfashion plc	Sportsdirect.com	Clash Ohlson	H & M	Dicks sporting goods
Omsetning 2013	√√	√	√√	-	√
Vekst	√	√√	-	√	√
Geografisk	√	√	√√	√	-
Virksomhetsområde	√√	√√	√	√	√√
Noe sammenlignbar:	√				
Sammenlignbar	√√				
Ikke sammenlignbar	-				

Kilde: Egenkomponert

Når det gjelder størrelse er Hennes & Mauritz (H&M) den som med sine 117 MRD. NOK i omsetning skiller seg mest fra XXL. Dicks Sporting Goods har den nest høyeste omsetningen med 34 MRD. NOK. Vekst er beregnet ut i fra CAGR i omsetningen fra 2011 til 2013. XXL har hatt en solid vekst i perioden og CAGR er på henholdsvis 19 %. Clas Ohlson kommer dårligst ut med en CAGR på 4 %, ikke langt ifra er H & M og Dick Sporting Goods med henholdsvis 5 og 6 % årlig vekst. Clas Ohlson er de eneste som er direkte sammenlignbare hva gjelder geografisk plassering, de er hovedsakelig lokalisert i Norden, men har også i liten skala entret UK og Kina. Dicks Sporting Goods er plassert over hele USA og vil således ikke være veldig sammenlignbare med XXL. H&M er lokalisert over hele verden, men grunnet deres sterke forankring i Nord Europa finner vi de noe sammenlignbare (ca. 70 % av salget er i Nord-Europa). JD Sports Fashion og Sports Direct har begge hovedkvarter i UK, Sports Direct er også lokalisert i diverse europeiske land, mens JD i hovedsak er i Storbritannia, begge to finner vi noe sammenlignbare. Både JD Sports Fashion, Sports Direct og Dicks Sporting Goods har alle same virksomhetsområde som XXL, de selger i hovedsak sports- og fritidsutstyr. H&M og Clas Ohlson er begge innenfor detaljhandel, men skiller seg en god del fra XXL da H&M selger henholdsvis klær og Clas Ohlson «smarte produkter som gjør hverdagen enklere».

12.2.2 Utregning av beta

Etttersom XXL har kort historie på børs har vi valgt å bruke daglige datapunkter i perioden 3.10.2014 til 21.04.2015 for å kunne estimere selskapets egen beta. Regresjonsanalysen for de komparative selskapene inneholder 71. månedlige datapunkter i perioden 21.04.2009 til 21.04.2015. Regresjonsanalysen er basert på avkastningen til XXL og de komparative selskapene sammenlignet med MSCI World Value Weighted Index. Sistnevnte er en bredt sammensatt indeks bestående av børsnoterte selskaper fra 24 industriland.

Den observerte egenkapitalbetaen (levered) varierer i størrelsesorden fra 0.5 til 1.0, mens forretningsbetaen (unlevered) rangerer fra 0.4 til 0.9. XXL sin estimerte beta skiller seg ut som den laveste i begge tilfeller. Dette kan skyldes flere årsaker, 1) regresjonsperioden er fort kort til å pålitelig kunne fange opp den sanne betaen. I en publikasjon av Alexander og Chervany fant de ut at fire og seks års estimeringsperiode ga de beste resultatene (G. Alexander & N. Chervany), 2) det er blitt brukt daglige observasjoner for å kompensere for den korte tidsperioden. Daglige observasjoner blir i større grad enn månedlige observasjoner påvirket av «bid-ask» spreaden. Datapunktet som blir benyttet i regresjonsanalysen tar utgangspunkt i dagens siste handel og vil dermed bli påvirket av om den siste handelen var et kjøp (ask-price) eller salg (bid-price). Bruk av månedlige datapunkter demper dette problemet (Koller, Goedhart & Wessels 2010).

På bakgrunn av de påpekte svakhetene velger vi å forkaste XXL sin selskapsbeta og baserer vår betaverdi på teori som sier at selskaper innen samme bransje deler store deler av den systematiske risikoen. I samråd med analysen av de komparative børsnoterte selskapene har vi valgt å utelate H&M fra utvalget ettersom vi vurderer selskapet som for lite sammenlignbart. De komparative selskapene er vektet likt.

Figur 48 Komparativ beta

<u>Selskap</u>	<u>EK beta (levered)</u>	<u>E/EV</u>	<u>Forretningsbeta (unlevered)*</u>
JD SPORTS FASHION	0,6	1,0	0,6
SPORTS DIRECT INTL.	1,0	0,9	0,9
HENNES & MAURITZ 'B'	0,9	1,0	0,9
CLAS OHLSON 'B'	0,7	1,0	0,7
DICK'S SPORTING GOODS	0,9	1,0	0,9
XXL **	0,5	0,9	0,4
Gjennomsnitt	0,8		0,7
Gjennomsnitt eksl. H&M og XXL	0,79		0,78

* Korrigert for excess cash. Antar at 10 % av VL og KF er operasjonelt.

** Daglige observasjoner. Excess cash følger av normalisering

Using 71 monthly datapoints, starting 21.4.2009 to 21.4.2015

Kilde: Egenkomponert, Datastream

Den gjennomsnittlige forretningsbetaen justert for excess cash i vårt utvalg av komparative selskap har vi estimert til å være 0.78. Når vi justerer den gjennomsnittlige forretningsbetaen med hensyn på XXL sin kapitalstruktur får vi en egenkapitalbeta på 0.86.

Basert på at Marshall. E. Blume har fremlagt empirisk bevis på at betaen tenderer å bevege seg mot gjennomsnittet i markedet over tid har vi valgt å blumejustere egenkapitalbetaen. Den blumejusterte egenkapitalbetaen til XXL er estimert til **0.91**.

12.3 Markedets risikopremie

Vi er av den oppfatningen at en internasjonal markedes risikopremie vil være det mest hensiktsmessige å benytte, med dette holder vi fast ved forutsetningen bak CAPM at investoren er vel diversifisert, og ser bort fra komplikasjoner som for eksempel at investorer er «home biased». Den landsspesifikke risikoen vil således bli hensyntatt i vår kontantstrøm.

Konsekvensen av å velge en internasjonal markedes risikopremie er liten, da Norge ikke har en betydelig landsspesifikk risiko.

Det er vanskelig å bestemme hva den internasjonale markedes risikopremien skal være. En tilnærming til ex-post metoden vil være å finne historisk risikopremie i USA. USA har den største økonomien i verden, og er også preget av å være forholdsvis diversifisert med et vidt spekter av industrier. Vi mener derfor at USA vil være en ok tilnærming på et internasjonalt marked. Dette blir ytterligere bekreftet av en korrelasjon på 95.8 % mellom den amerikanske indeksen S&P 500 og MSCI World Index i perioden 2000-2009 (Koller, Goedhart & Wessels, 2010). Damodaran fant ved å benytte en tidshorison på 86 år (1928-2014), ved å sammenligne aksjeavkastningen til S&P 500 mot 10 årig T. Bonds og benytte et aritmetisk gjennomsnitt den historiske risikopremien i USA til å ha vært 6.25 % historisk (stern.nyu.edu). Noe som er forholdsvis likt risikopremien som faktisk ble benyttet i 2014 ifølge Fernandez undersøkelse jamfør punkt 8.5. For øyeblikket er det globalt historisk lave renter, dette er i hovedsak en følge av usikre økonomiske utsikter, dette taler for å benytte en høyere risikopremie. Undersøkelsen av Fernandez ble gjort i første del av 2014, og vi hadde ikke blitt overrasket om en tilsvarende undersøkelse utført per dags dato hadde gitt høyere verdier. Kinserdal antyder at et normalt nivå er omkring 5 %, mens det nå kanskje er noe høyere, 6-7 % (Kinserdal, 2014). Thore Johnsen anslår den historiske internasjonale meravkastningen (110 års tidshorison) på aksjer til å være ca. 6 % (Johnsen, 2010).

Som nevnt i punkt 8.3 er det viktig å være konsistent i valget av den risikofrie renten man benytter til å utrede avkastningskravet og den risikofrie renten man benytter for å utrede markedets risikopremie. I den historiske meravkastningen utredet av Damodaran er det

benyttet lange renter. Det fremkommer ikke i Thore Johnsen sine beregninger hvilken rente som er lagt til grunn, det samme er tilfellet i Kinserdal sitt anslag og i Fernandez undersøkelsen. Vi er av det inntrykket at det er mest vanlig å benytte korte renter ved beregningen av MRP. Dersom dette er tilfellet vil risikopremien bli for høy når en benytter en lang rente som risikofri rente i CAPM. Dette skyldes at korte renter med noen få unntak har vært lavere enn lange renter.

Det faktum at vi med unntak av Damodaran sin beregning av MRP ikke vet om det er lagt til grunn lange eller korte renter gjør at vi for å sikre konsistens mellom MRP og den risikofri renten som er benyttet i CAPM legger hovedvekt på Damodaran sitt anslag.

Vi velger å benytte **6.5 %** som markedets risikopremie. Dette er i hovedsak basert på Damodaran sitt anslag i tillegg til at vi justerer opp risikopremien noe grunnet lave renter som er et resultat av usikre økonomiske utsikter (økt risikoaversjon).

12.4 Egenkapitalens avkastningskrav

$$K_e = 0.015 + 0.91 \cdot 0.065 = 0.074$$

Avkastningskravet til egenkapitalen blir **7.4 %**. Da er følgende lagt til grunn: risikofri rente på 1.5 %, beta på 0.91 og markedets risikopremie på 6.5 %,

12.5 Gjeldskostnad

Vi benytter en gjeldskostnad på **4.25 %**, dette samsvarer med vår syntetiske rating BB+.

12.6 WACC

$$WACC = 7.4 \% \cdot \frac{10,527}{11,609} + 4.25 \% \cdot (1 - 0.27) \cdot \frac{1,082}{11,609} = 7.01 \%$$

Ved å benytte egenkapitalavkastningskravet og gjeldskostnaden vi har beregnet får vi en WACC på 7 %. Som markedsverdi for egenkapitalen er market cap per dags dato (23.04.2015) benyttet, og net financial assets er antatt å ikke ha endret seg siden 31.12.2014 i tillegg til at markedsverdi av gjeld er lik bokført verdi. Ytterligere har vi antatt at gjeldsbeta er lik null.

12.7 Likviditetspremie

Markeds kapitaliseringen på et gjennomsnittlig børsnotert selskap på Oslo Børs er omtrent 11 MRD. NOK. og gjennomsnittlig daglig handel per selskap er omtrent 20 millioner NOK (oslobors.no). XXL sin markeds kapitalisering er ca. 10.5 MRD. NOK og de handles for omtrent 15 millioner NOK per dag. Dermed kan en si at XXL er forholdsvis lik snittet på Oslo Børs, dette tyder på at det ikke vil være behov for å tillegge XXL sitt avkastningskrav en likviditetspremie. Andre faktorer som underbygge dette er at de har en god soliditet og ikke er veldig konjunkturfølsomme. På eiersiden har de to store eiere Xin Holding Guernsey og Dolphin Management som til sammen eier over 50 % av aksjene, eierne bak disse holdingsselskapene er henholdsvis PE selskapet EQT og gründerne Øivind og Tore Tidemansen. Ingen av disse er majoritetseiere og vi forventer at EQT vil selge seg ned i nærmeste fremtid, dette baseres på PE selskaps normale fremgangsmåte. Vi tillegger ikke XXL en likviditetspremie.

13. Fremtidsprognose

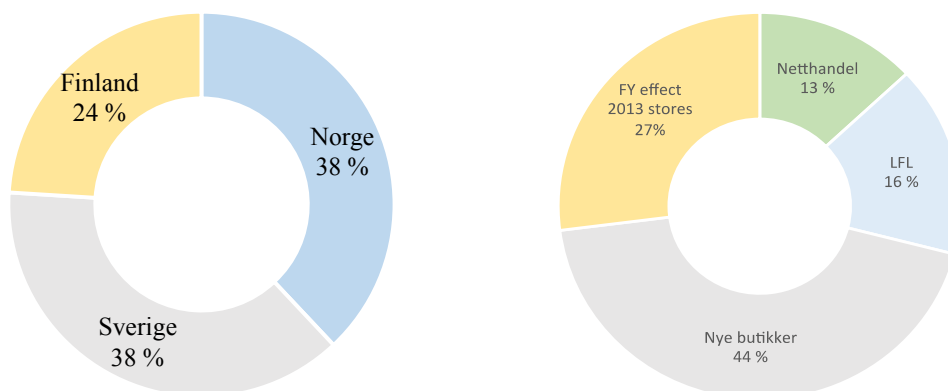
For vekstselskaper med vekst betydelig høyere enn den langsiktige vekstraten vil prognoseperioden typisk være lengre enn for modne selskaper med lavere vekstrate. Dette skyldes at frikontantstrømmetoden forutsetter konstant vekst i terminalperioden, det er derfor essensielt at prognoseperioden er lang nok til at selskapet kan nå steady state (Petersen & Plenborg).

Resultatet fra de historiske analysen som er foretatt vil i stor grad bli brukt til utarbeide fremtidige kontantstrømmer. Det er en vanskelig oppgave å predikere fremtiden, leser gjøres oppmerksom på at våre analyser bygger på forfatterens egne subjektive meninger og rimelighetsvurderinger.

Vi har valgt å benytte oss av en prognosehorisont på syv år. Forfatteren er av den oppfatning at estimerer utover dette vil være usikre og ha lav kredibilitet. Dette skyldes at bransjen som XXL operer i er i stadig forandring, og vi er av den oppfatning at en prognose utover syv år vil gi oss et mer usikkert verdiestimat. Kontantstrømmene som tilfaller selskapet etter prognoseperioden vil bli fanget opp av terminalverdien.

I utarbeidelsen av fremtidsprognosen har vi startet med å kartlegge de viktigste driverne for vekst i 2014 og forutsatt at dette er drivere som vil være essensielle for videre vekst. Det er oppdelt i geografisk vekst og de bakenforliggende driverne for den geografiske veksten. Det er med hensikt valgt forholdsvis aggregerte drivere, dette fordi aggregerte drivere inneholder mindre usikkerhet enn drivere på detaljnivå. De driverne vi anser som mest essensielle for XXL er presentert i figuren nedenfor. I tillegg til selskapsspesifikke drivere vil bransjevekst være et sentralt element, spesielt på lang sikt.

Figur 49 Vekstdrivere XXL



Kilde: Egenkomponert, årsrapport 2014

13.1 Salg

Utviklingen i XXL sitt salg vil i hovedsak avhenge av fire faktorer; bransjevekst, like for like vekst, nyåpninger og internettsalg. Nedenfor vil de forskjellige driverne bli gjennomgått, vi starter med å presenterte den mest aggregerte, utsikter for sportsbransjen.

13.1.1 Bransjevekst

Norge

Den norske sportsbransjen har med en CAGR på 6.1 % (2006-2013) opplevd en sterk vekst, det skal dog sies at veksten var svakest i slutten av perioden (2011-2013). Vi forutsetter at veksten i den norske sportsbransjen vil vedvare og legger til grunn **3.5 %** bransjevekst i prognoseperioden i vårt basecase. Denne prognosen baserer seg på funn i den strategiske analysen. Oppsummert tror vi på en fortsatt vekst grunnet en sterk norsk økonomi samt et økende helse-/treningsfokus fra både myndigheter og privatpersoner. Det som taler mot at veksten vil forbli like sterk som den har vært de siste årene er at det er begrenset hvor mye mer nordmenn kan trene og den sterke historiske veksten begrenser oppsidepotensialet, i tillegg er det dårligere økonomiske framtidsutsikter. Det drastiske fallet i oljeprisen forsterker de allerede planlagte reduksjonene i norske oljeinvesteringer, dette kombinert med høyere arbeidsledighet, lavere vekst i privatkonsum (Figur 22) og svak forbrukertillit (Figur 23) taler for lavere vekst. Det er nærliggende å anta at Ola Nordmann finner ut at gore-tex jakken holder et år til på bakgrunn av en strammere økonomi.

Sverige

Den svenske sportsbransjen har også opplevd en betydelig vekst de siste årene, dog ikke like sterk som den norske, CAGR for perioden 2006 til 2013 var på 4.7 %. Vi projeksjonerer med en vekst på **4 %** i den svenske sportsbransjen for prognoseperioden. Vi tror Sverige i likhet med Norge vil oppleve en noe svakere vekst, men grunnet en lavere eksponering mot oljesektoren vil ikke fallet bli like stort. Allerede før oljeprisfallet viste OECD sine prognoser en høyere vekst i privat konsum (Figur 22) i Sverige enn i Norge.

Finland

Sportsbransjen i Finland har også hatt positiv vekst i perioden 2006-2013 (CAGR 4.1 %), dette til tross for en negativ vekst i BNP de siste årene. Blant de landene som XXL er lokalisert i skiller Finland seg ut med den svakeste bransjeveksten. Prognoser utredet av

Euromonitor viser dog en forbedring i den finske økonomien (Figur 20). Dette kombinert med økt forbrukertillit (Figur 23) og vekst i privat konsum (Figur 22) gjør at vi i motsetning til Norge og Sverige ikke nedjusterer bransjeveksten. Bransjeveksten predikeres lik historisk vekst (2006-2013) på **4.1 %**.

13.1.2 Like-for-like vekst

Den gjennomsnittlige like-for-like (LFL) veksten i perioden 2011 til 2014 hensyntatt for kannibalisering var på 4.8 % (Prospekt, 2014). Dersom man ser på tilsvarende tall hvor effekten av kannibalisering ikke er hensyntatt er den gjennomsnittlige LFL veksten i samme periode på 6.5 %, vesentlig høyere. Trenden er at differansen mellom LFL veksten som tar hensyn til kannibalisering versus LFL veksten som ekskluderer kannibaliseringseffekten er økende. Våre antagelser er at den bakenforliggende årsaken til denne trenden er at en økende butikkportefølje, med økte markedsandeler fører til økt kannibalisering.

Ser vi på Norge og Sverige hver for seg viser det seg at denne differansen er vesentlig mer markant i Sverige enn i Norge. Dette er overraskende funn ettersom markedsandelen til XXL er vesentlig lavere i Sverige sammenlignet med Norge, henholdsvis 9 % og 24 % (2013), noe som ceteris paribus skulle resultert i høyere grad av kannibalisering i Norge enn i Sverige. En dypere analyse avdekker at den høye graden av kannibalisering i Sverige i stor grad påvirkes av åpningen av XXL Ulvsundavägen og XXL Hamngatan, to varehus som ligger *svært* tett plassert, kun 12 km fra hverandre. Dette anser vi ikke som representativt for fremtiden og vi antar at kannibaliseringseffekten vil avta de neste årene, før den igjen tiltar som følge av økte markedsandeler.

I prognostiseringen av LFL vekst for Finland antar vi en høy vekst i starten av perioden, dette fenomenet så vi også i Sverige og antar det samme vil være tilfellet i Finland. Lavere kannibalisering i tillegg til en høyere bransjevekst fører til at vi tror på en høyere LFL vekst i Sverige og Finland.

I VRIO analysen avdekket vi merkenavnet til XXL som et varig konkurransefortrinn, vi tror at XXL vil klare å videreføre inntrykket de norske forbrukeren har om at XXL er det billigste alternativet til de finske forbrukerne, samt bygge videre på det i Sverige. I kombinasjon med dette konkluderte vi i PEST-analysen med at det var lave inngangsbarriere i sportsbransjen, dette indikerer gode muligheter for entring samt ekspandering i nye markeder. En av grunnene til dette var den lave byttekostnadene hos forbrukerne. Derfor tror

vi at XXL vil evne å oppnå sterk vekst i både det finske og det svenske markedet. Men på lengre sikt er vi overbevist om at konkurransen vil bli hardere og at veksten til XXL vil avta. Årsakene til dette er at vi tror at de samme faktorene som vil hjelpe XXL med å entre det finske markedet, samt ekspandere ytterligere i Sverige også vil føre til tøffere konkurranse og økt intern rivalisering.

Nedenfor er vår fremtidsprognose for LFL veksten i de ulike markedene presentert. Vi har antatt at XXL sin LFL vekst vil gå mot bransjeveksten på medium sikt, og at bransjeveksten på lang sikt vil gå mot langsiktig vekst (i BNP, g).

Figur 50 Prognose Like-for-like XXL

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Norge	5,0 %	4,7 %	4,4 %	4,0 %	3,5 %	2,5 %	1,5 %
Sverige	5,5 %	7,0 %	6,5 %	4,8 %	4,0 %	3,0 %	1,5 %
Finland	10,0 %	9,0 %	7,5 %	6,0 %	4,1 %	3,1 %	1,5 %

Kilde: Egenkomponert

13.1.3 Internettsalg

Det ble i PEST-analysen avdekket at en betydelig andel av omsetningen fra sportsbransjen var tilknyttet internettsalg, henholdsvis 4.8 % for Norge og 6.5 % for Sverige (2013). Samtidig rapporterte XXL om at internetthandel stod for 13 % av den totale omsetningsveksten i 2014. Dette indikerer at netthandel er et viktig element i XXLs fremtidige vekst.

Det er en vanskelig oppgave å predikere fremtidig nettsalg for hvert av de geografiske markedene XXL operer i. Det vil i forfatterens synspunkt være knyttet store usikkerhetsmomenter i en eventuell prosjektering av fremtidig nettsalg. Vi mener at det vil være mindre potensielle feilkilder ved å utelate en spesifikk prosjektering av nettsalg og heller rette fokus på mer aggregerte tall som inkluderer nettsalg. Vi er av den oppfatning at XXL med sine automatiserte sentrallager på strategiske knutepunkter samt en godt utviklet nettplattform er godt posisjonert for å håndtere et økt internettsalg (ref. punkt 10.1.4). Vi tror netthandel vil bli en økende andel av omsetningen til sportsbransjen i samtlige markeder XXL er lokalisert i.

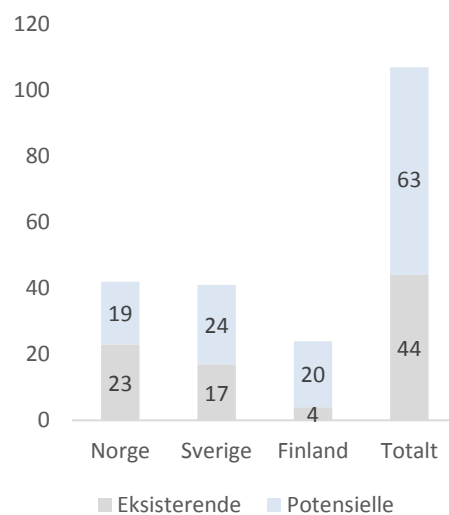
Omsetningen knyttet til internettsalg er inkludert i gjennomsnittlig omsetning per butikk. På denne måten vil våre fremtidsprognoser til en viss grad ta høyde for økt internettsalg. Vi antar også at internettsalg vil være en viktig driver for LFL veksten.

13.1.4 Nyåpninger

XXLs viktigste driver for vekst har og er fremdeles utrulling av nye butikker. Den hurtige veksten i omsetning skyldes i stor grad tilførsel av nye butikker og de fremtidige butikkåpningene vil følgelig være et sentralt element i fremtidsprognosen.

I en analyse utført av Boston Consulting Group (BCG) på vegne av XXL avdekket de potensielle nye butikklokasjoner i løpet av de neste fem årene. Analysen tar for seg de 100 største byene sortert etter antall innbyggere i Norge, Sverige og Finland. Kriteriene i undersøkelsen bygger på potensielt salg og kjøpekraft i området, konkurransearenaen og kannibalisering. BCG identifiserte totalt 63 nye attraktive butikklokasjoner i Norge, Sverige og Finland, 19 i Norge, 24 i Sverige og 20 i Finland. Dette tilsvarer en mulig vekst i butikkbasen på 143 %. Funnene fra BCG sin analysen er presentert i figuren ved siden av.

Figur 51 Prognose nyåpninger XXL



Kilde: Egenkomponert, BCG

Skal vi tro BCG, er det et stort potensial for fremtidig vekst i antall butikker, men hvor mange butikker er det realistisk at XXL evner å åpne i løpet av de neste fem årene? Ledelsen uttaler selv at de guider på å åpne 10 nye butikker i Norge og 15 nye i både Sverige og Finland. Ledelsen sikter altså på å kapre 40 av 63 mulige butikklokasjoner i løpet av de neste fem årene. Dette tilsvarer omtrent en dobling av dagens butikkportefølje.

Som diskutert i avsnitt 10.3 har antall butikker mer enn doblet seg fra 2011 til 2014. Tatt i betraktning at vi avdekket ledelsens evne til å åpne nye butikker som et varig konkurransefortrinn er det rimelig å anta at selskapet evner å opprettholde en høy nyåpningsvekst. Det skal dog nevnes at doblingen i antall butikker fra 2011 til 2014 er

forekommet på en vesentlig lavere butikkportefølje, og at en videre dobling i løpet av de neste fem årene da er betydelig høyere i absolutte verdier. Er det naivt å tro at selskapet skal kunne opprettholde eksponentiell vekst?

Vi tror at XXL evner å ha samme absolutte vekst i antall butikker som de har hatt fra 2011-2014, men vi mener XXLs egen guiding om å doble antallet nok en gang er noe ambisiøst. I vårt basecase vil vi prosjektere **30 nyåpninger**, hvor henholdsvis 7 vil være i Norge, 12 i Sverige og 11 i Finland.

Videre vil vi anta at de nyåpnede butikkene umiddelbart vil nå sitt «fulle» salgspotensial, og ha en omsetning lik gjennomsnittlig butikkomsetning i 2014 (justert for tilhørende bransjevekst). Vi har regnet ut en korrigert⁹ gjennomsnittlig butikkomsetning for 2014 på 155 349 MNOK for Norge og 105 400 MNOK for Sverige. Denne brukes for å gi oss et anslag på hva fremtidige nyåpninger vil generere av salg. Resultatet av våre kalkulasjoner er presentert i tabellen nedenfor. Total omsetning innbefatter omsetning fra butikker som er åpnet i prognoseperioden samt omsetning til eksisterende XXL butikker.

Figur 52 Totalt salg, prognose XXL

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Norge	3 650 670	4 108 634	4 589 329	4 982 836	5 341 741	5 643 580	5 761 610	5 848 034	5 935 754
Sverige	1 851 702	2 326 612	2 836 374	3 178 973	3 580 628	3 990 198	4 159 322	4 221 712	4 285 038
Finland	743 513	1 127 803	1 541 965	1 885 735	2 127 045	2 363 233	2 411 059	2 447 225	2 483 933
Totalt	6 245 885	7 563 049	8 967 667	10 047 545	11 049 414	11 997 012	12 331 991	12 516 971	12 704 725
<i>Vekst</i>	<i>19,8 %</i>	<i>21,1 %</i>	<i>18,6 %</i>	<i>12,0 %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>8,6 %</i>	<i>2,8 %</i>	<i>1,5 %</i>	<i>1,5 %</i>

Kilde: Egenkomponert

Den siste butikken blir åpnet i starten av 2021, etter dette antar vi at XXL ikke vil åpne flere butikker og går inn i steady state. Fra og med 2021 vil omsetning på eksisterende butikker vokse med langsiktig vekst på 1.5 %. Dette innebærer at selskapet er i steady state i 2022. For detaljert utregning av projisert salgsinntekt se Vedlegg 13.

Gitt våre forutsetninger om bransjevekst, nyåpninger og LFL vekst vil det være interessant å se hva markedsandelen til XXL vil være i 2022 (steady state). Dette vil være en rimelighetssjekk for våre estimer.

⁹ Antar at nyåpninger har forekommet jevnt gjennom året; deler 2014 omsetningen på (# butikker 2013 (year end) + $\frac{\text{Nyåpninger 2014}}{2}$)

Figur 53 Markedsandel, prognose XXL

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Norge	28 %	31 %	33 %	35 %	36 %	37 %	37 %	37 %
Sverige	11 %	13 %	15 %	16 %	18 %	19 %	20 %	20 %
Finland	9 %	13 %	17 %	20 %	22 %	23 %	23 %	23 %

Kilde: Egenkomponert

Gitt våre antagelser vil XXL øke sin markedsandel til 37 % i Norge, 20 % i Sverige og 23 % i Finland. Verdt å nevne er det at 2014 tallene blir påvirket av vekslingskurs da alle tallene er gjort om til NOK i tillegg til vår antagelse om bransjevekst da bransjetallene for 2014 ikke er framlagt enda. XXL har i de siste årene hatt en sterk vekst og tatt store markedsandeler, og vi mener ikke det er urealistisk at selskapet vil ha en markedsandel på 37 % i Norge innen 2022. Kampen om markeds plassene i Sverige er hard, og vi tror den vil forbli det i fremtiden. Til tross for dette mener vi at XXL vil evne å gå fra sine ca. 10 % av markedet i dag til 20 % i 2022. I Finland ser vi et stort potensial, vi mener en aktør som XXL mangler i markedet og det er i Finland vi projiserer den sterkeste veksten. Som nevnt i punkt 5.4 er det mange frittstående eller små aktører i Finland, det samme var tilfellet i Norge og Sverige for noen år siden. Utviklingen i Norge og Sverige har vært at kjedene har blitt dominerende, denne trenden har vi også begynt å se i Finland og vi er av den oppfatning at XXL vil kunne stjele store deler av sine økte markedsandeler fra de små frittstående butikkene. Om våre prognoser for Finland slår til vil XXL gå fra ca. 4 % markedsandel i dag til 23 % i 2022.

13.2 Kostnad

13.2.1 Varekostnad

Som vi så i regnskapsanalysen har gross marginen til XXL ligget stabilt på ca. 40 % historisk. De norske konkurrentene Gresvig og MX Sport hadde en margin på nærmere 30 %, mens svenske Stadium og britiske JD Sports har hatt nesten 50 % gross margin. Som vist i tabellen under har marginen vært en god del bedre i Norge enn i Sverige og Finland for XXL. I våre framtidsprognoser har vi antatt at gross marginen for samtlige markeder vil bevege seg mot det historiske snittet på 40 %.

Figur 54 Grossmargin, historisk og prognose XXL

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Norge	42 %	41 %	42 %	43 %	43 %	42 %	42 %	41 %	41 %	40 %	40 %	40 %
Sverige	34 %	34 %	34 %	37 %	38 %	38 %	39 %	39 %	40 %	40 %	40 %	40 %
Finland	-	-	-	31 %	33 %	34 %	36 %	37 %	39 %	40 %	40 %	40 %
Totalt	41 %	39 %	40 %	41 %								

Kilde: Egenkomponert

Dette begrunnes med at selskapet vil fortsette sin positive margin utvikling i Sverige og Finland etter hvert som de blir mer etablerte. Og som avdekket i femkraftsmodellen er det nøytral/høy rivalisering i bransjen, dette vil fremover presse marginen ned, mens en økende andel i salg av servicetjenester vil presse marginen opp.

Dette gir følgende varekostnad i vårt basecase for prognoseperioden.

Figur 55 Varekostnad, prognose XXL

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Norge	1 892 000	2 087 871	2 372 866	2 676 261	2 933 724	3 175 040	3 386 148	3 456 966	3 508 820
Sverige	990 000	1 150 818	1 435 970	1 738 399	1 934 713	2 163 768	2 394 119	2 495 593	2 533 027
Finland	201 000	500 852	743 114	993 300	1 186 980	1 307 550	1 417 940	1 446 635	1 468 335
Sum	3 083 000	3 739 542	4 551 950	5 407 960	6 055 416	6 646 357	7 198 207	7 399 195	7 510 183

Kilde: Egenkomponert

13.2.2 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader har historisk ligget på ca. **13,5 %**, vi antar at det også vil være tilfellet i våre prognoseperioder, da vi ikke ser noen grunn til endring.

Figur 56 Andre driftskostnader, historisk og prognose XXL

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ADK	339 034	411 491	551 818	705 419	843 194	1 021 012	1 210 635	1 356 419	1 491 671	1 619 597	1 664 819	
i % av salg	13,7 %	13,3 %	13,8 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %

Kilde: Egenkomponert

13.2.3 Lønnskostnad

Lønnskostnad har historisk ligget på ca. **15 %**, noe som vi også vil legge til grunn i vår fremtidsprognose.

Figur 57 Lønnskostnad, historisk og prognose XXL

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Lønn.kost.	351 615	449 829	606 318	799 000	936 883	1 134 457	1 345 150	1 507 132	1 657 412	1 799 552	1 849 799
i % av salg	14,3 %	14,5 %	15,1 %	15,3 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %

Kilde: Egenkomponent

13.3 Investeringer

Siden XXL leier lokalene sine har de til tross for den sterke veksten ikke hatt behov for store investeringer. Størstedelen av investeringene som har blitt gjort er knyttet til «fixture and fittings», som er inventar i butikkene. Av tabellen kan vi se at investeringene har gått noe ned i % av salg, dette til tross for et økende antall butikkåpninger. Vi har valgt å benytte **3.5 % av salg** som investering i prognoseperioden. Per dags dato er investeringene ca. dobbelt så store som avskrivningene, noe som er naturlig med et selskap i vekst. Til tross for vårt funn om at investeringene ikke øker betraktelig i år med mange nye butikkåpninger antar vi at investeringene vil gå ned til 2.0 % av salg når XXL entrer steady state. Dette er et resultat av at investeringene som blir gjort etter dette kun vil være vedlikeholds investeringer, og således lavere ifht. salg enn investeringene i en periode med vekst.

Figur 58 Netto investeringer, historisk og prognose XXL

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Netto investering	115 500	134 000	142 000	152 000	218 606	264 707	313 868	351 664	386 729	419 895	246 640
i % av salg	4,7 %	4,3 %	3,5 %	2,9 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	2,0 %

Kilde: Egenkomponent

13.4 Arbeidskapital

Vi har antatt at arbeidskapital vil ligge likt i % av salg som den har gjort historisk, 15 %. Investering i arbeidskapital (endring) vil således gå ned når selskapet entrer steady state, dette som en konsekvens av at veksten avtar.

Figur 59 Arbeidskapital, historisk og prognose XXL

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Arbeidskapital	949 000	936 883	1 134 457	1 345 150	1 507 132	1 657 412	1 799 552	1 849 799	1 877 546	1 905 709
i % av salg	18,2 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %
Δ Netto AK	388 901	-12 117	197 575	210 693	161 982	150 280	142 140	50 247	27 747	28 163

Kilde: Egenkomponert

13.5 Skattesats

Som effektiv skattesats i prognoseperioden har vi valgt å vekte de respektive landenes skattesats med andelen av total salgsinntekt. Desto høyere andel av inntekten (profitten) som kommer fra Finland desto lavere vil den effektive skattesatsen bli, da Finland har 20 % bedriftsbeskatning mot Sveriges 22 % og Norges 27 %. Siden våre prognoser antar at gross marginen går mot å være lik i de respektive landene mener vi salgsinntekt er en god driver. Den høye veksten til XXL indikerer en lavere effektiv skattesats enn nominell skattesats. Men den høye veksten fører ikke med seg betydelige investeringer, noe som taler for en høyere skattesats (Kinserdal, 2014). Derfor har vi valgt å anta at effektiv skattesats er lik nominell skattesats. For 2015 er den effektive skattesatsen anslått å bli 24,7 %, og i steady state er den prognostisert til å være 23,9 %. Vi har tidligere i PEST analysen nevnt at vi tror på en nedgang i bedriftsskattesatsen i Norge, dette er basert på rent skjønn og til tross for at det kan forekomme velger vi å være konservative og benytter dagens skattesatser.

13.6 Langsiktig vekst

Den langsiktige stabile veksten (g) skal reflektere XXL sin evige vekst, dette setter strenge begrensninger på hvor høy veksten kan være. Et selskaps kan ikke i evigheten vokse mer enn økonomien for øvrig, dermed vil den stabile langsiktige veksten i økonomien sette et tak på hvor høy g kan være. En tommelfingerregel er at g ikke kan være høyere enn den risikofrie renten man har benyttet i avkastningskravet (Damodaran, 2012). Vi antar at XXL sin langsiktig vekst vil være 1,5 %. Implikasjoner følger av å sette g lik risikofri rente. Men i et evighetsperspektiv anser vi at vår risikofrie rente er noe lav, dette baseres på at vi for øyeblikket har historisk lave renter. Forfatterne er av den tro at 1,5 % er under normalnivået for fremtiden, følgelig legger vi til grunn en høyere risikofri rente i avkastningskravet i terminalleddet. Avkastningskravet vil dog ikke endre seg, dette er et resultat av at vi er av den oppfatning at den markeds risikopremien vi har benyttet i prognoseperioden er noe høy

for et evighetsperspektiv. Når usikkerheten i markedet avtar vil også risikoaversjonen avta, MRP vil derfor på lang sikt være lavere enn 6.5 %. Dette baseres på skjønn i tillegg har Kinserdal indikert at et «normalnivå» på MRP vil være lavere enn dagens MRP (Kinserdal, 2014). Dette innebærer at g vil være lavere enn risikofri rente i terminalleddet, men avkastningskravet vil fortsatt være det samme som i prognoseperioden.

13.7 Prognose basecase

I figuren nedenfor er resultatet av våre prognoser for basecase. Som en kan se av figuren øker operasjonell kontantstrøm etter skatt jevnt før den får et byks i 2021 da store investeringen i arbeidskapital blir redusert som et resultat av redusert vekst. I løpet av 2021 entrer selskapet steady state, men grunnet endring i arbeidskapital i tillegg til to butikkåpninger tidlig på året, har vi valgt å utvide prognoseperioden med noen år med langsiktig vekst for å få en stabil kontantstrøm.

Figur 60 Prognose total XXL

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Salgsinntekt	6 245 885	7 563 049	8 967 667	10 047 545	11 049 414	11 997 012	12 331 991	12 516 971	12 704 725	12 895 296
	19,8 %	21,1 %	18,6 %	12,0 %	10,0 %	8,6 %	2,8 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Varekost	3 739 542	4 551 950	5 407 960	6 055 416	6 646 357	7 198 207	7 399 195	7 510 183	7 622 835	7 737 178
Grossprofit	2 506 343	3 011 099	3 559 706	3 992 128	4 403 057	4 798 805	4 932 796	5 006 788	5 081 890	5 158 119
<i>Grossmargin</i>	40,1 %	39,8 %	39,7 %	39,7 %	39,8 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %
Lønnskostnad	936 883	1 134 457	1 345 150	1 507 132	1 657 412	1 799 552	1 849 799	1 877 546	1 905 709	1 934 294
ADK	843 194	1 021 012	1 210 635	1 356 419	1 491 671	1 619 597	1 664 819	1 689 791	1 715 138	1 740 865
EBITDA	726 266	855 630	1 003 921	1 128 578	1 253 974	1 379 656	1 418 179	1 439 452	1 461 043	1 482 959
	11,6 %	11,3 %	11,2 %	11,2 %	11,3 %	11,5 %	11,5 %	11,5 %	11,5 %	11,5 %
Investering	218 606	264 707	313 868	351 664	386 729	419 895	246 640	250 339	254 095	257 906
Δ arbeidskapital	-12 117	197 575	210 693	161 982	150 280	142 140	50 247	27 747	28 163	28 586
Operasjonell KS	519 777	393 349	479 360	614 932	716 964	817 621	1 121 292	1 161 365	1 178 786	1 196 468
Effektiv skatt	125 313	144 292	167 096	187 269	208 418	229 941	280 525	284 733	289 004	293 339
<i>skatt i %</i>	24,7 %	24,4 %	24,2 %	24,1 %	24,0 %	24,0 %	23,9 %	23,9 %	23,9 %	23,9 %
Operasjonell KS e.s	394 465	249 057	312 264	427 663	508 546	587 681	840 767	876 632	889 782	903 128
<i>vekst</i>	371 %	-37 %	25 %	37 %	19 %	16 %	43 %	4 %	1,5 %	1,5 %
PV	368 632	217 505	254 845	326 167	362 455	391 426	523 322	509 912	483 667	458 772

Kilde: Egenkomponent

Nåverdien av kontantstrømmen gitt vår WACC er 3.9 MRD NOK. Nåverdien av terminalverdien er 8.5 MRD NOK. Det vil si at av den totale enterprise valuen på 12.35 MRD NOK stammer ca. 70 % fra terminalverdien. Ved å trekke fra netto finansielle gjeld kommer vi frem til markedsverdien på egenkapitalen (markeds kapitalisering) som blir 11.27 MRD NOK. Dette gir en aksjepris på 81 NOK. Denne aksjeprisen vil da være 01.01.2015,

følgelig må vi fremskyve den til verdsettelsestidspunktet som er 29.04.2015. Dette gjøres med følgende formel:

$$81 \cdot (1 + WACC)^{\frac{119}{365}} = \mathbf{83}$$

14. Scenarioanalyse

For å få et dypere innblikk i usikkerhetene knyttet til våre prognoser, spesielt med hensyn på vekst i antall butikker og gross margin har vi utført en scenarioanalyse.

Analysen inneholder tre scenarioer, worst, base og best case hvor endringene bygger på funn i den strategiske analysen. Verdien til vårt base-case scenario er tidligere nevnt å være 83 kroner (29.04.2015). Dersom vi *kun* hadde benyttet oss av base-case scenarioet er det en streng forutsetning som må ligge til grunn, resultatet må være normalfordelt. Dette er en forutsetning som forfatterne mener ikke er tilfredsstillende. Vi er av den oppfatning at et resultatfall er av større sannsynlighet enn resultatforbedring i forhold til vårt base-case scenario, dette skyldes funn i den strategiske analysen. Det ble i bransjeanalysen avdekket at de geografiske markedene XXL operer i er svært attraktive. Samtlige av landene skiller seg positivt ut med høyt forbruk på sportsutstyr pr innbygger, lav arbeidsledighet og høyt BNP sammenlignet med resten av Europa. Dette kombinert med at vi i femkraftsmodellen avdekket at det er lave inngangsbarrierer i bransjen indikerer at utenlandske aktører kan entre markedet. Dette vil resultere i hardere konkurranser, pressede marginer og dårligere vekstforutsetninger for XXL.

En annen mulighet er at XXL møter få eller ingen represalier fra eksisterende aktører og evner å opprettholde den sterke veksten i antall butikker. Best-case scenarioet baserer seg på ledelsens egen guiding om 40 nye butikker i løpet av de neste fem årene. Videre er det lagt til grunn at den lave grossmarginen i Sverige i 2011 til 2014 skyldes oppstartsproblemer og derfor forbedres hurtig. Det samme er tilfellet for Finland.

Vi har valgt å vekte de ulike scenarioene, best, base og worst-case med henholdsvis 10 %, 60% og 30 %. Leser gjøres oppmerksom på at denne vektingen bygger på forfatterens skjønnsmessige vurdering. Hovedgrunnen til at vi vekter worst case høyere enn best case er at vi tror det er mer realistisk at XXL vil møte tøffere konkurranse og represalier enn at de får fritt spillerom til å fortsette å vokse.

Scenarioanalysen er presentert i figuren nedenfor.

Figur 61 Scenarioanalyse

	Worst-case	Bases-case	Best-Case
Vekst i antall butikker	<p>Konservativ vekst i antall butikker, 20 nye butikker i løpet av de neste 5 årene.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Represalier fra konkurrenter. Kaprer potensielle lokasjoner. - Evner ikke å kapitaliserer på merkevaren i Sverige og Finland. - Utenlandsk aktør entrer markedet? 	<p>Høy vekst i antall butikker, men lavere anslag enn hva ledelsen guider. Totalt 30 nye butikker i løpet de neste 5 årene.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Utnytter ledelsens erfaring med butikk utrulling i Norden. - Kapitaliserer på eksisterende merkevare. 	<p>Meget høy vekst i antall butikker, 40 nye butikker i løpet av de neste 5 årene, i tråd med ledelsens egen guiding.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Utnytter ledelsens erfaring med butikkutrulling i Norden. - Lite eller ingen represalier fra konkurrentene. - Kapitaliserer på eksisterende merkevare.
Gross margin	<p>Harderer konkurranse i Sverige gjør at XXL ikke evner å bedre sin margin.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Marginen i Norge svekkes noe grunnet økt konkurranse. - Lavere margin i Sverige enn basecase grunnet hardere konkurranse. - Margin i Finland lik Sverige. 	<p>Historisk gross margin er langsiktig mål for Sverige, Finland og Norge.</p> <ul style="list-style-type: none"> - På sikt konvergerer grossmarginen i Sverige og Finland mot snittet i Norge. 	<p>Snarlig forbedring fra dagens gross margin i Sverige og Finland.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Lav historisk gross margin i Sverige skyldes oppstartsproblemer. - Konkurransen tiltar ikke.

Kilde: Egenkomponert

Scenarioanalysen er videre kvantifisert og representerer to alternative aksjepriser til vår base-case. Scenarioanalysen gir oss et intervall i aksjeprisen fra 53 til 105 NOK (29.04.2014).

Worst-case scenarioet gir oss en verdi på 53 NOK noe som tilsvarer en nedside på 35 % i forhold til vårt base-case og er ca. 10 % under den lavest noterte aksjeprisen (07.10.2014) siden selskapet gikk på børs.

Figur 62 Worst-case scenario

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Salgsinntekt	6 120 074	7 117 690	8 208 103	9 097 828	9 836 870	10 540 578	10 815 550	10 977 783	11 142 450	11 309 587
	17,4 %	16,3 %	15,3 %	10,8 %	8,1 %	7,2 %	2,6 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Grossprofit	2 438 729	2 811 969	3 241 871	3 496 347	3 739 503	3 971 381	4 073 523	4 134 626	4 196 645	4 259 595
<i>Gross margin</i>	39,8 %	39,5 %	39,5 %	38,4 %	38,0 %	37,7 %	37,7 %	37,7 %	37,7 %	37,7 %
EBITDA	694 508	783 427	902 562	903 467	935 995	967 317	991 091	1 005 958	1 021 047	1 036 363
Operasjonell KSe.s	392 370	253 044	300 900	308 655	336 465	347 081	544 890	570 592	579 151	587 839
<i>vekst</i>	369 %	-36 %	19 %	3 %	9 %	3 %	57 %	5 %	1,5 %	1,5 %

Kilde: Egenkomponent

Best-case scenarioet gir en aksjepris på 105 og representerer en oppside på 26% sammenlignet med vårt base-case.

Figur 63 Best-case scenario

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Salgsinntekt	6 403 315	8 049 751	9 847 493	11 262 548	12 471 325	13 240 598	13 901 571	14 110 095	14 321 746	14 536 573
	22,9 %	25,7 %	22,3 %	14,4 %	10,7 %	6,2 %	5,0 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Grossprofit	2 560 358	3 215 831	4 000 484	4 571 666	5 086 817	5 428 645	5 699 644	5 785 139	5 871 916	5 959 995
<i>Gross margin</i>	40,0 %	39,9 %	40,6 %	40,6 %	40,8 %	41,0 %	41,0 %	41,0 %	41,0 %	41,0 %
EBITDA	735 414	921 652	1 193 949	1 361 839	1 532 490	1 655 075	1 737 696	1 763 762	1 790 218	1 817 072
Operasjonell KSe.s	373 775	237 201	374 730	523 181	652 571	791 162	1 012 303	1 096 842	1 113 295	1 129 994
<i>vekst</i>	347 %	-37 %	58 %	40 %	25 %	21 %	28 %	8 %	1,5 %	1,5 %

Kilde: Egenkomponent

Gitt vår vektning av de ulike scenarioene får vi en markeds kapitalisering på 11,586 MNOK og en aksjepris på **NOK 76** (29.04.2015). Dette tilsvarer nedside på ca. 5 NOK i forhold til aksjens sluttnotering samme dag.

Figur 64 Vektet scenarioanalyse

	Sannsynlighet	Aksjepris
Best	10 %	105
Worst	30 %	53
Base	60 %	83
Vektet aksjepris	76,4	

Kilde: Egenkomponent

Som nevnt tidligere kommer hele 70 % av verdien fra terminalverdien og som sensitivitetsanalysen nedenfor viser er aksjeprisen meget følsom ovenfor endringer i langsiktig vekst. Dersom man for eksempel antar at langsiktig vekst går ned med 0.5 prosentpoeng får man en aksjepris på 69.

Figur 65 Sensitivitetsanalyse

WACC	Terminal vekst				
	0,5 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %
4 %	133	157	191	241	324
5 %	99	113	131	154	187
6 %	78	87	97	111	128
7 %	63	69	76	85	95
8 %	53	57	62	68	75
9 %	45	48	52	56	61

Kilde: Egenkomponert

Vi har foretatt en rimelighetssjekk ved å se på dagens årsresultat og sett hvilken verdi den gir gitt at dette resultatet forblir likt i «evigheten». Dagens normaliserte årsresultat¹⁰ er ca. 282 millioner NOK, satt inn i en gordons growth formel med egenkapitalkravet som diskonteringsfaktor og uten vekst får vi en aksjepris på 27 NOK. Dette innebærer implisitt at 49 NOK eller 64 % av vår beregnet aksjekurs stammer fra vekst. Verdt å nevne er det at årsresultatet i 2014 er påvirket av det tidligere nevnte aksjonærlånet som nå er tilbakebetalt, mens egenkapitalkravet baseres på en kapitalstruktur uten dette lånet. Illustrasjonen er mer ment for å danne et bilde av hvor stor andel av aksjeprisen som stammer fra vekst, enn en nøyaktig beregning.

Figur 66 Dekomponering av aksjekurs



Kilde: Egenkomponert

¹⁰ Tar normaliseringspostene fra EBITDA normaliseringen vår, har ikke normalisert finanspostene.

En aksjepris på 76 NOK med et normalisert årsresultat på 282 millioner NOK tilsvarer en P/E på 38. Skal denne aksjeprisen forsvares må man tro på en implisitt vekst i årsresultat på 4.7 % i all «evighet». Ved første øyekast virker en slik sterk vekst i all evighet lite trolig. En svakhet ved å benytte P/E som multippel er at kapitalstruktur spiller inn, blant annet ville den implisitte veksten vært mye lavere ved dagens kapitalstruktur, siden lånekostnaden på aksjonærlånet reduserer årsresultatet med ca. 100 millioner NOK. I tillegg vil en sterk resultat økning i de kommende årene redusere implisitt «evig» vekst betraktelig. En P/E på 38 er uten tvil høyt, men vi tror på en fortsatt sterk vekst for XXL i de kommende årene, dermed vil ikke årsresultatet for 2014 være representativt for XXL sitt fremtidig årsresultat. Det er ikke unaturlig for selskaper i sterk vekst å ha en høy P/E multippel.

15. Residual income

Vi har valgt å komplementære vår vektete verdsettelse med en residual income verdsettelse for å gjøre det mulig å skille ut meravkastning i prognoseperioden.

Kravet til avkastning på XXL sin investerte kapital tilsvarer WACC som vi tidligere har estimert til å være 7 %. Dersom avkastningen til XXL er lik WACC vil verdien av XXL tilsvare verdien på investert kapital. En avkastning som overstiger avkastningskravet til XXL vil være en meravkastning og følgelig vil verdien av XXL være høyere enn den investerte kapitalen.

Vi har estimert investert kapital til å være 4.3 MRD NOK i slutten av 2014. Videre har vi benyttet samme prognoser for arbeidskapital og investeringer som i kontantstrømverdsettelsen. Avskrivninger har historisk vært omtrent 1.6 % av investert kapital, og vi har valgt å benytte denne satsen for prognoseperioden. Verdt å merke seg er det at store deler av balansen er goodwill og arbeidskapital, følgelig er vil det være naturlig at avskrivningene er små i forhold til investert kapital.

Figur 67 Residual Income, XXL

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Invested capital årsstart	4 297 969	4 433 769	4 814 914	5 251 705	5 674 701	6 107 274	6 550 056	6 741 647	6 908 519
Cost of capital	301 288	310 807	337 525	368 145	397 797	428 120	459 159	472 589	484 287
Driftsresultat	651 035	771 848	917 885	1 002 969	1 098 474	1 188 833	1 220 479	1 237 339	1 254 880
skatt	160 828	188 909	223 001	242 633	265 075	286 209	293 611	297 667	301 887
driftsresultat etter skatt	490 206	582 939	694 884	760 336	833 399	902 624	926 867	939 672	952 993
Residual income	188 919	272 132	357 359	392 192	435 603	474 504	467 708	467 082	468 706

Kilde: Egenkomponert

Videre finner vi kapitalkostnaden ved å multiplisere WACC med investert kapital ved inngangen av året og RI eller meravkastning vil være driftsresultatet etter skatt fratrukket denne kapitalkostnaden. Verdien til XXL finnes ved å benytte følgende formel:

$$V_0 = IC + \sum_{t=1}^t \frac{ri_t}{(1+r)^t} \text{ hvor } ri_t = E_t - r \cdot IC$$

Gitt våre antagelser vil XXL generere meravkastning i hele prognoseperioden. Dette betyr at den estimerte verdien av XXL vil være høyere enn investert kapital. Hvor høy avhenger av nåverdien av meravkastningen. Ved å diskontere meravkastningen med vår WACC får vi en

nåverdi av all residual income i prognoseperioden på 2.45 MRD NOK. Nåverdien av terminalverdien gitt de samme antakelsene som i kontantstrømmodellen blir 4.7 MRD NOK. Summen av meravkastningen og investert kapital ved inngangen til 2015 vil være enterprice value og den blir 11.4 MRD. NOK. Trekker vi fra Net financial assets får vi en egenkapital verdi den 01.01.2015 på 10.36 MRD. NOK. Dette tilsvarer en aksjepris på 75 NOK, fremskjøvet til 29.04.2015 blir den **76 NOK**.

Ved bruk av residual income har vi vist at vår estimerte kontantstrøm innebærer at XXL forventes å generere en betydelig meravkastning, ikke bare i prognoseperioden, men også i et evighetsperspektiv. Det bør ved prognostisering av en evig superprofitt lyse en varselampe. Klassisk samfunnsøkonomisk teori tilsier at konkurransen i markedet vil drive uvanlig høye overskudd i enkeltsselskaper eller bransjer ned til normal nivåer. Bransjer hvor det er mulig å oppnå superprofitt vil tiltrekke seg konkurrenter som vil presse marginene helt ned til det ikke er mer å hente og alle har en normalavkastning, meravkastningen forsvinner.

Det vi derimot ser er at det er mulig å oppnå superprofitt over lengre perioder, men at det er svært få som klarer det, og nesten alle mister sin posisjon til slutt (Kløvstad, 2014).

Spørsmålet blir så, er det forhold som ligger til rette for at XXL og/eller bransjen skal kunne operere med en superprofitt i en lengre periode?

Dersom en ser på dagligvarebransjen i Norge, som i og for seg deler mange særtrekk med sportsbransjen er det grunn til å tro at sportsbransjen skal kunne operere med superprofitt i en lengre periode. I en empirisk studie av grossist- og butikkpriser utført på vegne av Oslo Economics kommer det frem at de gjennomsnittlige butikkprisene har økt vesentlig mer enn innkjøpsprisene (Oslo Economics, 2015). Markedsmakt trekkes frem som en av de bakenforliggende årsakene. Kan dette også være tilfellet for sportsbransjen?

I femkraftsundersøkelsen avdekket vi at det var lave inngangsbarrierer 10.2.1 og at bransjen som helhet i Norge, Sverige og Finland karakteriseres med nøytral/høy rivalisering. Som tidligere nevnt i regnskapsundersøkelsen ble forfatterne overrasket over den relativt høye lønnsomheten i bransjen 11.2.2 gitt våre funn i fremkraftsundersøkelsen. Dette kan skyldes at det eksisterer faktorer som vi ikke evner å fange opp i femkraftsundersøkelsen. En mulig faktor kan være forekomst av markedsmakt. Til tross for at vi i punkt 5.1 avdekket at omsetningen per innbygger var markant høyere for landene XXL operer i enn gjennomsnittet i Europa er markedene av beskjedent størrelse i et globalt perspektiv. Dette skyldes et lavt

innbyggertall. Dette kan indikere at markedene XXL operer i er lite attraktive for store internasjonale aktører og at en således kan trekke paralleller til dagligvarebransjen hvor markedsrett anses som en av de bakenforliggende årsakene til superprofitt.

En av årsake til markedsrett i markedene hvor XXL operer kan være at de etablerte aktørene har et godt feste om markedet, og at markedet i og for seg er for lite til at en ny aktør ønsker å bruke en betydelig mengde ressurser på å etablere seg i et marked hvor faren for represalier fra eksisterende aktører er høy og potensialet begrenset. Dette indikerer at sportsbransjen kan operere med en langsiktig superprofitt.

På bedriftsnivå anser vi som tidligere nevnt XXLs «top of mind» posisjon om å være billigst som et varig konkurransefortrinn som kan bidra til langsiktig superprofitt.

Et forholdstall som forteller noe om superprofitt er pris/bok. Handles en aksje til en premium over pris/bok ($P/B > 1$) vil det si at det forventes at selskapet klarer å generere en avkastning høyere enn avkastningskravet. P/B passer i likhet med residual income modellen best for kapitalintensive selskaper. Serviceselskaper vil typisk ha en god del immaterielle eiendeler som ikke fanges opp i de bokførte verdiene. Eksempelvis vil det for et advokatfirma være lite hensiktsmessig å foreta en verdsettelse basert på bokførte verdier, da inntekten i all hovedsak stammer fra de ansatte og genereres ikke fra kvantifiserbare eiendeler.

En stor andel goodwill taler for en realt sett lavere pris/bok for XXL samt en lavere superprofitt. Samtidig fører leing av lokaler til at de fleste selskapene i sportsbransjen har en off balance sheet finansiering, noe som gjør at balansen vil være kunstig lav, ergo taler dette for en relativt sett høyere pris/bok.

Damodaran har lagd en oversikt over P/B i forskjellige bransjer basert på internasjonale selskaper innenfor hver bransje (stern.nyu.edu). Pris/bok for retail (special lines) er 4.01, dette indikerer at det forventes at i gjennomsnitt vil retail selskap generere en betydelig høyere avkastning enn avkastningskravet¹¹. Hos de mer kapitalintensive bransjene er P/B nærmere 1. Disse funnene gir oss ikke et klart svar på om superprofitten vi har projisert er

¹¹ Det gir oss en indikasjon på en høy forventning, men en høy pris bok innebærer ikke at en evigvarende superprofitt er lagt til grunn i terminalleddet. For eksempel kan en ha «høy» pris/bok i en oppgangskonjunktur grunnet forventning om høy inntjening de neste to-tre årene, mens normalinntjening kan ligge til grunn i terminalleddet.

forsvarlig, men de gir en tydelig indikasjon på at å forvente en meravkastning i forhold til bokførte verdier utover avkastningskravet ikke er uvanlig i retail bransjen.

I sum kan vi konkluderer med at det finnes gode grunner til at XXL kan generere meravkastning i lang tid. Men det faktum at vi har priset inn en betydelig superprofitt og fortsatt får en lavere verdi en markedsverdien forsterker vårt inntrykk av at XXL er noe overpriset.

16. Komparativ verdsettelse

Som leser tidligere er blitt gjort observant på bygger våre fremtidsprognoser på forfatterens egne subjektive meninger. Den komparative verdsettelsen vil tjene som en rimelighetssjekk ved å sammenligne våre egne forutsetninger med hvordan tilsvarende eiendeler prises i markedet.

Det er flere potensielle fallgruver ved bruk av komparativ verdsettelse, McKinsey har i sin bok konstruert en sjekklister ved bruk av multipler (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010).

- Bruk rett multipl
- Konsistens i utregning av multiplene
- De komparative selskapene må være sammenlignbare

Vi vil i vår komparative verdsettelse ta utgangspunkt i de komparative selskapene som tidligere har blitt gjennomgått i punkt 12.2.1, dette er de samme selskapene som er blitt brukt til å regne ut XXL sin beta. Som i regnskapsanalysen ville det også her vært optimalt med et større utvalg, men vi er av den oppfatning at utvalgets kvalitet er av større betydning enn kvantitet.

Multiplene som vi har valgt å fokusere på vises i figuren nedenfor, de forskjellige multiplene er presentert med tilhørende styrker og svakheter.

Figur 68 Multipler, styrker og svakheter

P/E	<ul style="list-style-type: none">+ Den mest brukte EK multipl- Kan ikke brukes ved negativ earnings- Påvirkes av kapitalstruktur
EV/Sales	<ul style="list-style-type: none">+ Påvirkes i liten grad av regnskapsførings forskjeller+ Kan brukes ved negative earnings- Salg er ikke ekvivalent med verdiskapning
EV/EBITDA	<ul style="list-style-type: none">+ EBITDA er en vanlig proxy for fri kontantstrøm+ Blir <u>ikke</u> påvirket av avskrivnings "policy"+ Fokuserer på kiernedrift
EV/EBIT	<ul style="list-style-type: none">+ Tar i større grad hensyn til investeringer enn EBITDA- Blir påvirket av avskrivnings "policy"

Kilde: Egenkomponert, Petersen & Plenborg

EBIT og EBITDA multiplene til de komparative selskapene er blitt normalisert for å bedre kunne sammenlignes med XXL sin normaliserte EBIT og EBITDA. Leser gjøres oppmerksom på at grunnet tidsmessige hensyn er normaliseringen til de komparative selskapene ikke blitt gjort like detaljert som for XXL, men vesentlige poster er blitt korrigert for og vi mener det danner et godt sammenligningsgrunnlag.

Figuren nedenfor viser multiplene til de komparative selskapene og XXL, de er alle basert på regnskapet for 2014 og aksjeprisen 24.04.2014.

Figur 69 Komparative multipler

Komparative selskap	P/E	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/B
JD Sports Fashion plc	16,34	0,81	9,03	12,57	3,97
Sportsdirect.com	19,65	1,55	18,57	25,92	3,97
Clash Ohlson	20,0	1,25	12,25	15,11	4,54
Dicks sporting goods	19,40	0,98	8,9	11,64	3,48
Gjennomsnitt	18,8	1,15	12,2	16,3	4,0
Median	19,5	1,12	10,64	13,84	3,97
XXL	37,14	2,23	18,59	21,32	3,25

*24.04.2015

Kilde: Egenkomponert

Den implisitte aksjeprisen til XXL ved å anvende de gjennomsnittlige multiplene ligger i intervallet 35 til 93. Den 24.04.2015 ble XXL aksjen handlet for 75.5 NOK, dette innebærer at XXL handles med en vesentlig premium med unntak av P/B i forhold til de komparative selskapene.

Figur 70 Implisitt multiplerverdi XXL

	P/E	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/B
Implisitt verdi XXL	38	35	47	56	93

Kilde: Egenkomponert

Fra vår kontantstrøm har vi beregnet en aksjepris på 76 NOK, dette gir følgende multipler i fht. 2014 årsregnskapet.

Figur 71 Implisitte multipler gitt @ 76 NOK

	P/E	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/B
Implisitte multipler gitt aksjepris @ 76	38	2	19	21	3,22

Kilde: Egenkomponert

Vi ser at vår verdsettelse gir betraktelig høyere verdier på samtlige av multiplene med unntak av P/B enn hva de sammenlignbare selskapene handles for. Årsaken til dette er XXL sin vekst. Som nevnt i presentasjon av de komparative selskapene var det ingen av selskapene som kunne måle seg med XXL sin historiske vekst. De er veletablerte stabile selskaper, dette gjør sammenligning og bruk av multipler vanskelig. Vi fant ingen sammenlignbare selskaper med samme historisk vekst (på kort sikt) og samme vekstprognoser i fremtiden, dette gir dårlig relabilitet til en eventuell multippel verdsettelse. Den implisitte veksten i XXL sine implisitte multipler gitt aksjepris på 76 NOK vil være høy, men som nevnt ovenfor mener vi at veksten er forsvarlig. Forfatterne er av den oppfatning at den komparative verdsettelsen ikke undergraver vår verdsettelse av XXL basert på kontantstrøm. Derimot gir den oss nyttig informasjon om at estimatene er sterkt avhengige av vekst. Viser det seg i fremtiden at XXL ikke klarer å tilfredsstille vekstforventningene kan det slå umiddelbart og drastisk ut på aksjeprisen.

17. Konklusjon

Formålet med denne oppgaven er å finne verdien til XXL sin egenkapital og den tilhørende aksjeprisen.

Vi har estimert egenkapitalverdien til XXL å være 10.6 MRD. NOK (29.04.2015). Dette tilsvarer en aksjepris på 76 NOK. Vårt verdiestimat er omtrent 6 % lavere en sluttnoteringskurs 29.04.2015 som var 81 NOK. Vår verdsettelse indikerer derfor at XXL er noe overpriset.

Vår vurdering baserer seg på at XXL evner å opprettholde sterk vekst i prognoseperioden og som vi avdekket stammer ca. 64 % av vårt verdiestimat fra vekst. Dersom det viser seg at XXL ikke klarer å tilfredsstille vekstforventningene kan det slå umiddelbart og drastisk ut på aksjeprisen.

Litteraturliste

Litteratur

Bhattacharyya, Asish K. Essentials of Financial Accounting: based on IFRS, third edition. (New Dehli: PHI Learning Private Limited, 2012)

Bruce C.N. Greenwald og Judd Kahn. Competition demystified : a radically simplified approach to business strategy / Bruce Greenwald and Judd Kahn. (New York : Portfolio, 2005).

Bøhren, Øyvind og Dag Michaelsen. Finansiell økonomi, 4 utgave. (fagbokforlaget, 2012)

Bøhren, Ø. og Gjærum, P.I. (c2009) *Prosjektanalyse : investering og finansiering* / Øyvind Bøhren og Per Ivar Gjærum. Bergen : Fagbokforl..

Dahl, Gunnar A. og Knut Boye. Verdsettelse i teori og praksis / redaksjon: Gunnar A. Dahl ... [et al.]. (Oslo: Cappelen akademisk forl., 1997).

Dalland, O. (2000) *Metode og oppgaveskriving for studenter* / Olav Dalland. Oslo: Gyldendal akademisk.

Damodaran, Aswath. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset / Aswath Damodaran. (Hoboken, N.J. : Wiley, cop. 2012)

Gripsrud, G. Olsson, U.H. og Silkoset, R. (2010) *Metode og dataanalyse: beslutningsstøtte for bedrifter ved bruk av JMP* / Geir Gripsrud, Ulf Henning Olsson og Ragnhild Silkoset. Kristiansand: Høyskoleforl..

Johnson, Gerry, Kevan Scholes, Richard Whittington, og Steve Pyle. Exploring strategy [text & cases] / Gerry Johnson, Richard Whittington, Kevan Scholes ; with the assistance of Steve Pyle. (Harlow : FT Prentice Hall, 2011).

Kaldestad Yngve og Bjarne Møller. *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* / [Yngve Kaldestad og Bjarne Møller]. (Oslo: Revisorforeningen.no, 2011).

Koller, Tim, Thomas E. Copeland, David Wessels, Marc Goedhart, og Jack Murrin. Valuation: measuring and managing the value of companies / Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels. (Hoboken, N.J. : Wiley, c2010)

Kristoffersen, T. (cop. 2012) Årsregnskapet : en grunnleggende innføring / Trond Kristoffersen. Bergen : Fagbokforl..

Taleb, N.N. (2007) The black swan : the impact of the highly improbable / Nassim Nicholas Taleb. London : Allen Lane.

Artikler

Atkins, Brian (12.2011). Financial reporting quality and uncertainty about credit risk among the rating agencies.

Barstad, Stine (09.01.2014). Gullgruven. Aftenposten s6.

Chervany, Alexander and N. "On the Estimation and Stability of Beta," Journal of Financial and Quantitative Analysis 15 (1980): 123–137.

Dyrnes, Sverre (2004). Verdsettelse ved bruk av multiplikator. Praktisk økonomi & finans. nr. 1. 2004

Farbrot, Audun. (28.11.2002). Ferske fjes: Kremmer i XXL-format. Økonomisk Rapport Magasin.

Feltham & Ohlson (1995) Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. Contemporary Accounting Research; Spring 1995; 11, 2; ABI/INFORM Global pg. 689

Fernandez, Anares, Acin (2014) "Market Risk Premium Used in 88 Countries in 2014: A Survey with 8,228 Answers".

Johnsen, Thore (2010). "Kapitalkostnad for norsk telekom fastlinjevirkosomhet" 2010.

Kjerkreit, Paul Ola. (2011, 06.12). Taper stort på at vinteren uteblir. *Trønder-Avisa*, s. 14-15.

Kleppe, K. Mads (2015, 30.01) Flere sportskonkurser. *Dagens Næringsliv*, s16-17.

Petersen, C.V. og Plenborg, T. (cop. 2012) Financial statement analysis : valuation, credit analysis, executive compensation / Christian V. Petersen and Thomas Plenborg. Harlow, England : Financial Times Prentice Hall.

Porter, M. E. "How Competitive Forces Shape Strategy." Harvard Business Review 57, no. 2 (March–April 1979): 137–145.

Rapporter

DNB: Prospekt datert 22. september 2014 (PDF) (2014)

Finanstilsynet: Historisk finansiell informasjon og proforma finansiell informasjon i aksjeprospekter, 2014.

OECD: Education at a glance, 2013.

Oslo Economics: Prisutvikling i dagligvaremarkedet, rapportnummer: 2015-03.

Passport: 3D Printing: The Next Frontier in Fashion?

Postnord: E-commerce in the Nordics 2014

Sporting Goods Intelligence: SGI database (2013).

Sportsbransjen: Bransjeoppdatering 2013, 2014.

Statistisk Sentralbyrå (SSB): Befolkningens utdanningsnivå, 2013

Swedish Higher Education Authority (UKÄ): Higher education in Sweden, 2014.

Virke: Prognoser for norsk handel, 2014

Norsk eHandelsbarometer, 4. kvartal 2013 og 1. kvartal 2014.

Forelesninger

Kinserdal (2014): Forelesninger ved Finn Kinserdal i faget BUS 425 Regnskapsanalyse og verdsettelse. NHH høsten 2014.

Klovland (2014): Forelesninger ved Jan Tore Klovland i faget FIE 420 Pengemarkeder og bankvesen. NHH høsten 2014.

Internettkilder**Aftenposten.no**

<http://www.aftenposten.no/okonomi/Norge-hardest-rammet-av-russiske-sanksjoner-7664376.html>

[Lastet ned: 06.03.2015]

Dn.no

<http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2010/06/02/brodre-blir-sokkrike-pa-salg-av-xxl>

[Lastet ned: 16.02.2015]

<http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2010/06/02/brodre-blir-sokkrike-pa-salg-av-xxl>

[Lastet ned: 16.02.2015]

<http://www.dn.no/nyheter/2014/12/19/1023/konomi/s-pessimistiske-har-ikke-nordmenn-vrt-siden-finanskrisen>

[Lastet ned: 09.03.2015]

Ec.europa.eu

http://ec.europa.eu/health/nutrition_physical_activity/docs/ebs_412_en.pdf

[Lastet ned: 09.03.2015]

Efta.int

<http://www.efta.int>

[Lastet ned: 05.03.2015]

E24.no

<http://e24.no/naeringsliv/xxl/xxl-gr-nderen-til-e24-du-maa-ikke-vaere-for-glad-i-pengene-dine/23307678>

[Lastet ned: 12.02.2015]

<http://e24.no/naeringsliv/fedme-koster-38-mrd-kroner/2619966>

[Lastet ned: 06.03.2015]

Kpmg.no

<http://www.kpmg.com/global/en/services/tax/tax-tools-and-resources/pages/corporate-tax-rates-table.aspx>

[Lastet ned: 05.03.2015]

<http://verdtavite.kpmg.no/god-regnskapskikk-sma-foretak.aspx>

[Lastet ned: 31.03.2015]

Netthandel.no

<https://netthandel.no/sportsbransjen-dominerer-pa-nett/>

[Lastet ned: 02.03.2015]

Newsweb.no

http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=362064_

[Lastet ned: 17.02.2015]

Norden.org

<http://www.norden.org/no/fakta-om-norden/befolkning>

[Lastet ned: 09.03.2015]

Oslobors.no

http://www.oslobors.no/ob_eng/Oslo-Boers/About-Oslo-Boers/News-from-Oslo-Boers/Continuing-high-level-of-activity-in-the-stock-market

[Lasted ned: 21.05.2015]

Samfunnsvitern.com

<http://www.samfunnsvitern.com/iskalla-fakta-om-en-hel-industri>

[Lasted ned: 05.03.2015]

Sportsbransjen.no

<http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/nordmenn-bruker-mest-pa-sportsutstyrr>

[Lasted ned: 16.03.2015]

SSB.no

<https://www.ssb.no/kultur-og-fritid/statistikker/fritid/hvert-3-aar/2013-12-09>

[Lasted ned: 09.03.2015]

https://www.ssb.no/a/publikasjoner/pdf/rapp_200915

[Lasted ned: 09.03.2015]

<http://www.ssb.no/folkfram/>

[Lasted ned: 09.03.2015]

Stern.nyu.edu

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/pbvdata.html

[Lastet ned: 26.05.2015]

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html

[Lastet ned: 13.05.2015]

Tv2.no

<http://www.tv2.no/a/5315278>

[Lasted ned: 06.03.2015]

Who.int

<http://www.who.int/mediacentre/factsheets/fs311/en/>

[Lasted ned: 06.03.2015]

Worldbank.org

http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.PP.CD?order=wbapi_data_value_2013+wbapi_data_value+wbapi_data_value-last&sort=desc

[Lasted ned: 07.03.2015]

XXLasa.com

<http://www.xxlasa.com/corporate/history/>

[Lastet ned: 11.02.2015]

<http://www.xxlasa.com/corporate/about/our-business/>

[Lastet ned: 11.02.2015]

Yle.fi

http://yle.fi/uutiset/pm_russia_sanctions_could_lead_to_economic_crisis_in_finland/7396983

[Lasted ned: 06.03.2015]

18. Figurliste

Figur 1 Omsetning per innbygger	11
Figur 2 Norge, totalt marked og vekst (millioner)	12
Figur 3 Norge, markedsandeler for de 5 største aktørene	12
Figur 4 Sverige, markedsandeler for de 5 største aktørene	13
Figur 5 Sverige, totalt marked og vekst i SEK MRD.....	13
Figur 6 Sverige, omsetning per butikk (millioner).....	14
Figur 7 Finland, totalt marked og vekst MRD. EUR	15
Figur 8 Finland, markedsandeler for de 5 største aktørene	15
Figur 9 Big box concept	16
Figur 10 Historisk aksjepris sammenlignet med OSEBX	17
Figur 11 Likvidasjonsverdi	22
Figur 12 Frikontantstrøm til EK og TK	24
Figur 13 Omgruppert balanse.....	39
Figur 14 Omgruppert balanse XXL	42
Figur 15 Normalisert EBITDA	46
Figur 16 Strategisk analyse og sammenheng mellom rammeverkene	47
Figur 17 Bedriftsskattesats	48
Figur 18 Norges Bank, styringsrente.....	51
Figur 19 BNP per innbygger, current prices og PPP \$000.....	51
Figur 20 Projisert vekst i BNP %	52
Figur 21 Arbeidsledighet.....	52
Figur 22 Privat konsum	52
Figur 23 Forbrukertillit.....	53
Figur 24 Deltakelse norske idrettsarrangement.....	54
Figur 25 Deltakelse svenske idrettsarrangement.....	55
Figur 26 Norge, andel som trener en eller flere ganger i uken.....	55
Figur 27 Norge, treningsmengde blant unge og eldre	56
Figur 28 Andel sports- og fritidsutstyr handlet på internett	57
Figur 29 Fordeler internettsalg	58
Figur 30 3D printet sko	59
Figur 31 Oppsummering PEST	60
Figur 32 Oppsummering Porters Five Forces	69

Figur 33 Oppsummering VRIO	75
Figur 34 Driftsmargin XXL og konkurrenter	79
Figur 35 Dekomponering av EBIT for grossist og detaljistledd	81
Figur 36 ROCE, XXL og konkurrenter	82
Figur 37 Gross margin, XXL og konkurrenter	83
Figur 38 Likviditetsgrad 1, for XXL og konkurrenter	84
Figur 39 Likviditetsgrad 2, XXL og konkurrenter	85
Figur 40 Varelagertid, XXL og konkurrenter	85
Figur 41 Egenkapitalandel inkludert goodwill, XXL og konkurrenter	86
Figur 42 Rentedekningsgrad, XXL og konkurrenter	87
Figur 43 Syntetisk rating XXL	89
Figur 44 Credit spread	89
Figur 45 Common size XXL	90
Figur 46 Dekomponert gross margin XXL	91
Figur 47 Komparative selskap	93
Figur 48 Komparativ beta	94
Figur 49 Vekst drivere XXL	98
Figur 50 Prognose Like-for-like XXL	101
Figur 51 Prognose nyåpninger XXL	102
Figur 52 Totalt salg, prognose XXL	103
Figur 53 Markedsandel, prognose XXL	104
Figur 54 Grossmargin, historisk og prognose XXL	105
Figur 55 Varekostnad, prognose XXL	105
Figur 56 Andre driftskostnader, historisk og prognose XXL	105
Figur 57 Lønnskostnad, historisk og prognose XXL	106
Figur 58 Netto investeringer, historisk og prognose XXL	106
Figur 59 Arbeidskapital, historisk og prognose XXL	107
Figur 60 Prognose total XXL	108
Figur 61 Scenarioanalyse	111
Figur 62 Worst-case scenario	112
Figur 63 Best-case scenario	112
Figur 64 Vektet scenarioanalyse	112
Figur 65 Sensitivitetsanalyse	113
Figur 66 Dekomponering av aksjekurs	113

Figur 67 Residual Income, XXL	115
Figur 68 Multipler, styrker og svakheter	119
Figur 69 Komparative multipler	120
Figur 70 Implisitt multiplerverdi XXL	120
Figur 71 Implisitte multipler gitt @ 76 NOK	120
Figur 72 Total omsetning (NOK millioner)	133
Figur 73 Omsetning sportsbransjen i Norge (NOK millioner)	133
Figur 74 Markedsandeler i Norge (tall i %)	133
Figur 75 Antall sportsbutikker i Norge	134
Figur 76 Omsetning i sportsbransjen i Sverige (SEK millioner)	134
Figur 77 Markedsandeler i Sverige (tall i %)	135
Figur 78 Antall sportsbutikker i Sverige	135
Figur 79 Total omsetning i Finland (tall i EUR millioner)	135
Figur 80 Markedsandeler i Finland (tall i %)	136
Figur 81 Cash conversion cycle for XXL	136
Figur 82 Terskelverdier	137
Figur 83 Syntetisk rating inkl. GW	137
Figur 84 Syntetisk rating ekskl. GW	137
Figur 85 Evaluering av komparative selskaper	138
Figur 86 Hyppighet av nyåpninger	138
Figur 87 Hvor mange år til åpning butikk (fra 1.1.2015)	139
Figur 88 Omsetning nye butikker som blir åpnet «midt» i året	139
Figur 89 Omsetning nye butikker som omsetter hele året	140
Figur 90 Omsetning nye butikker totalt	140
Figur 91 Økning omsetning som konsekvens av butikker åpnet i 2014	140
Figur 92 Omsetning butikker som eksisterer før prognoseperioden	141
Figur 93 Omsetning totalt	141
Figur 94 Konsolidert regnskap	142
Figur 95 Balanse, eiendeler og egenkapital og gjeld	143

19. Vedlegg

1. Totalt marked

Figur 72 Total omsetning (NOK millioner)

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Norge	9 077	9 730	10 800	11 508	11 481	11 738	12 144
Sverige	11 787	11 967	12 631	13 779	13 948	15 158	15 915
Finland	6 279	6 781	7 516	7 264	6 930	7 167	7 642
Totalt marked i NOK	27 142	28 479	30 946	32 551	32 359	34 063	35 700
XXL andel totalt marked							12,0 %

* Omgjøring til NOK er basert på årlig gjennomsnittlig vekslingskurser fra Norges Bank

Kilde: Egenkomponert, Sportsbransjen, Sportsfack, Sportimyjä

2. Totalt marked, Norge

Figur 73 Omsetning sportsbransjen i Norge (NOK millioner)

År	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
G-sport/GMAX	1 757	1 878	1 905	2 075	2 336	2 458	2 495	2 769	2 821	2 838	2 829
Intersport	941	1 050	1 080	1 188	1 342	1 339	1 372	1 648	1 507	1 321	1 214
XXL	291	470	496	608	729	946	1 566	1 859	2 044	2 381	2 878
Sport 1	1 183	1 253	1 267	1 311	1 320	1 426	1 836	1 907	1 858	1 921	1 955
MX Sport	566	604	630	658	731	853	929	967	932	903	862
Coop	335	384	379	429	437	447	486	545	488	500	510
Stadion	383	427	456	527	571	600	670	767	787	807	801
Andre	1 092	1 070	1 095	1 254	1 611	1 663	1 447	1 046	1 044	1 067	1 093
Totalt	6 548	7 136	7 308	8 050	9 077	9 730	10 800	11 508	11 481	11 738	12 144
Vekst		9,0 %	2,4 %	10,2 %	12,8 %	7,2 %	11,0 %	6,6 %	-0,2 %	2,2 %	3,5 %
Gjennomsnitt		6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %
CAGR 2006		6,1 %									

Kilde: Egenkomponert, Sportsbransjen

3. Markedsandeler, Norge

Figur 74 Markedsandeler i Norge (tall i %)

År	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
XXL	4,4 %	6,6 %	6,8 %	7,6 %	8,0 %	9,7 %	14,5 %	16,2 %	17,8 %	20,3 %	23,7 %
G-sport/GMAX	26,8 %	26,3 %	26,1 %	25,8 %	25,7 %	25,3 %	23,1 %	24,1 %	24,6 %	24,2 %	23,3 %
Intersport	14,4 %	14,7 %	14,8 %	14,8 %	14,8 %	13,8 %	12,7 %	14,3 %	13,1 %	11,3 %	10,0 %
Sport 1	18,1 %	17,6 %	17,3 %	16,3 %	14,5 %	14,7 %	17,0 %	16,6 %	16,2 %	16,4 %	16,1 %
MX Sport	8,6 %	8,5 %	8,6 %	8,2 %	8,0 %	8,8 %	8,6 %	8,4 %	8,1 %	7,7 %	7,1 %
Coop	5,1 %	5,4 %	5,2 %	5,3 %	4,8 %	4,6 %	4,5 %	4,7 %	4,3 %	4,3 %	4,2 %
Stadion	5,8 %	6,0 %	6,2 %	6,5 %	6,3 %	6,2 %	6,2 %	6,7 %	6,9 %	6,9 %	6,6 %
Andre	16,7 %	15,0 %	15,0 %	15,6 %	17,7 %	17,1 %	13,4 %	9,1 %	9,1 %	9,1 %	9,0 %
Totalt	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Kilde: Egenkomponert, Sportsbransjen

4. Antall butikker i Norge

Figur 75 Antall sportsbutikker i Norge

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
G-sport/GMAX	208	215	197	188	181	179	-
Intersport	112	118	114	119	112	102	-
XXL	8	11	14	14	16	18	20
Sport 1	165	183	187	184	195	191	-
MX Sport	126	128	128	128	127	122	-
Coop	31	31	31	33	31	33	-
Stadion	73	73	80	94	96	94	-
Andre	26	30	10	-	-	-	-
Totalt	749	789	761	760	758	739	705
Ekst. XXL	741	778	747	746	742	721	685

Kilde: Egenkomponert, Sportsbransjen

5. Totalt marked, Sverige

Figur 76 Omsetning i sportsbransjen i Sverige (SEK millioner)

År	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Stadium	3 277	3 436	3 498	3 706	4 064	4 133	4 432	4 735	4 600	4 679	4 819
Intersport Sverige	3 178	3 236	3 094	3 000	3 315	3 600	3 900	4 338	4 173	4 232	4 030
Team Sportia	1 718	1 891	1 912	2 010	2 184	2 220	2 360	2 600	2 700	2 730	3 136
XXL								145	596	1 000	1 560
Sportringen	485	342	270	275	300	345	415	360	370	400	520
Just4Sport			100	187	260	325	338	413	460	465	462
Naturkompaniet		171	187	225	274	292	363	449	406	441	425
Dormy				117	143	143	218	209	232	256	289
Golf Store Group	260	255	297	297	310	330	321	315	310	305	280
Löplabbet	64	80	84	100	109	130	142	173	168	162	150
Total ifg. HUI est. Ekst mva				12 800	13 600	14 000	15 360	16 400	16 160	17 640	17 640
Total kjeder	8 982	9 411	9 442	9 917	10 959	11 518	12 489	13 737	14 015	14 670	15 671
Andre (Implisitt)				2 883	2 641	2 482	2 871	2 663	2 145	2 970	1 969
Total	8 982	9 411	9 442	12 800	13 600	14 000	15 360	16 400	16 160	17 640	17 640
Vekst					6,3 %	2,9 %	9,7 %	6,8 %	-1,5 %	9,2 %	-
Gjennomsnitt		4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	0
CAGR 2006	4,7 %										
Total i NOK											15 915
Gjnsn. NOK/SEK årskurs											0,9
Mva											0

Kilde: Egenkomponert, Sportsfack, HUI

6. Markedsandeler, Sverige

Figur 77 Markedsandeler i Sverige (tall i %)

År	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Stadium	36,5 %	36,5 %	37,0 %	29,0 %	29,9 %	29,5 %	28,9 %	28,9 %	28,5 %	26,5 %	27,3 %
Intersport Sverige	35,4 %	34,4 %	32,8 %	23,4 %	24,4 %	25,7 %	25,4 %	26,5 %	25,8 %	24,0 %	22,8 %
Team Sportia	19,1 %	20,1 %	20,2 %	15,7 %	16,1 %	15,9 %	15,4 %	15,9 %	16,7 %	15,5 %	17,8 %
XXL	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,9 %	3,7 %	5,7 %	8,8 %
Sportringen	5,4 %	3,6 %	2,9 %	2,1 %	2,2 %	2,5 %	2,7 %	2,2 %	2,3 %	2,3 %	2,9 %
Just4Sport	0,0 %	0,0 %	1,1 %	1,5 %	1,9 %	2,3 %	2,2 %	2,5 %	2,8 %	2,6 %	2,6 %
Naturkompaniet	0,0 %	1,8 %	2,0 %	1,8 %	2,0 %	2,1 %	2,4 %	2,7 %	2,5 %	2,5 %	2,4 %
Dormy	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,9 %	1,1 %	1,0 %	1,4 %	1,3 %	1,4 %	1,5 %	1,6 %
Golf Store Group	2,9 %	2,7 %	3,1 %	2,3 %	2,3 %	2,4 %	2,1 %	1,9 %	1,9 %	1,7 %	1,6 %
Löplabbet	0,7 %	0,9 %	0,9 %	0,8 %	0,8 %	0,9 %	0,9 %	1,1 %	1,0 %	0,9 %	0,9 %
Andre	0,0 %	0,0 %	0,0 %	22,5 %	19,4 %	17,7 %	18,7 %	16,2 %	13,3 %	16,8 %	11,2 %
Total	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Kilde: Egenkomponert, Sportsfack, HUI

7. Antall butikker i Sverige

Figur 78 Antall sportsbutikker i Sverige

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Stadium	94	99	98	97	94	92	91
Intersport Sverige	145	145	148	156	158	157	152
Team Sportia	113	114	141	148	164	165	141
XXL				3	5	9	13
Sportringen	43	45	51	50	50	55	60
Just4Sport	72	81	88	91	88	94	94
Naturkompaniet	24	25	28	28	32	32	32
Dormy	3	6	7	7	7	8	9
Golf Store Group	108	114	117	117	118	119	117
Löplabbet	10	16	18	20	21	19	14
Totalt	494	515	561	580	598	612	592
Ekkludert XXL	494	515	561	577	593	603	579

Kilde: Egenkomponert, Sportsfack

8. Totalt marked, Finland

Figur 79 Total omsetning i Finland (tall i EUR millioner)

År	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Intersport- Budget Sport- Kesport	217,8	242,8	247	257	274,1	289,4	305,8	320,5	305,1	339,5	340,0
Prisma	53,5	62,6	66,7	72	79,3	92,0	112,5	128,0	134,4	145,3	183,3
Sportia	75,12	59	59,6	54,3	62,0	67,4	73,7	78,2	73,1	78,4	72,9
Citymarket- Antilla	81,7	88,3	58,6	58,6	59,8	63,0	61,8	62,8	71,9	74,6	66,8
Stadium	17,25	20	21,4	24,7	32,6	38,2	39,3	47,0	62,1	73,7	94,2
Top-sport	34,83	37	39,9	44,1	47,6	46,3	52,1	50,0	44,0	42,1	35,8
Stockmann	22,8	23,3	25	26,1	27,2	26,2	24,4	27,9	25,6	26,9	27,2
Sport In	18,5	19	19	21	23,1	23,1	24,2	24,2	17,0	18,0	16,0
Elmo Sport	22,97	25,1	25,6	19,6	17,1	17,5	17,5	18,2	17,9	17,3	15,2
Små-kjeder	36,89	51,95	53,8	58,1	65,7	47,4	30,4	28,4	46,0	48,6	51,3
Andre	249	250	255	275	275,0	304,3	317,4	330,7	296,8	315,0	310,8
Totalt inkl. Mva.	830,36	879,05	871,6	910,5	963,5	1 014,8	1 059,1	1 115,9	1 093,9	1 179,4	1 213,5
Estimert Mva.	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %	24 %
Totalt ekskl. Mva.	675,1	714,7	708,6	740,2	783,3	825,0	861,1	907,2	889,3	958,9	978,6
Vekst		5,9 %	-0,8 %	4,5 %	5,8 %	5,3 %	4,4 %	5,4 %	-2,0 %	7,8 %	2,1 %
Gjennomsnitt		3,8 %	3,8 %	3,8 %	3,8 %	3,8 %	3,8 %	3,8 %	3,8 %	3,8 %	3,8 %
CAGR		4,1 %									
Totalt i NOK											7 641,8
Gjsn. NOK/EUR årskurs											7,81

Kilde: Egenkomponert Sportimyyjä

9. Markedsandeler, Finland

Figur 80 Markedsandeler i Finland (tall i %)

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Intersport	28,4 %	28,5 %	28,9 %	28,7 %	27,9 %	28,8 %	28,0 %
Prisma	8,2 %	9,1 %	10,6 %	11,5 %	12,3 %	12,3 %	15,1 %
Sportia	6,4 %	6,6 %	7,0 %	7,0 %	6,7 %	6,6 %	6,0 %
Citymarket- Antilla	6,2 %	6,2 %	5,8 %	5,6 %	6,6 %	6,3 %	5,5 %
Stadium	3,4 %	3,8 %	3,7 %	4,2 %	5,7 %	6,2 %	7,8 %
Top-sport	4,9 %	4,6 %	4,9 %	4,5 %	4,0 %	3,6 %	3,0 %
Stockmann	2,8 %	2,6 %	2,3 %	2,5 %	2,3 %	2,3 %	2,2 %
Sport' In	2,4 %	2,3 %	2,3 %	2,2 %	1,6 %	1,5 %	1,3 %
Elmo Sport	1,8 %	1,7 %	1,7 %	1,6 %	1,6 %	1,5 %	1,3 %
Små-kjeder	6,8 %	4,7 %	2,9 %	2,5 %	4,2 %	4,1 %	4,2 %
Andre	28,5 %	30,0 %	30,0 %	29,6 %	27,1 %	26,7 %	25,6 %
Total	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Kilde: Egenkomponert, Sportimyyjä

10. Cash conversion cycle, XXL

Figur 81 Cash conversion cycle for XXL

År	2011	2012	2013	2014
Current Assets	946 128	1 072 318	1 469 271	1 904 000
Current Liabilities	587 320	617 249	913 330	955 000
Current Ratio	1,61	1,74	1,61	1,99
Cash & Marketable Securities	313 334	294 072	396 463	507 000
Current Liabilities	587 320	617 249	913 330	955 000
Quick Ratio	0,53	0,48	0,43	0,53
Sales	2 470 953	3 107 164	4 010 227	5 215 000
Accounts Receivable	105 033	194 758	180 044	218 746
Accounts Receivable Turnover	24	16	22	24
Days Receivable	16	23	16	15
Cost of Goods Sold	1 463 281	1 882 995	2 399 497	3 083 000
Inventory	560 238	705 520	925 527	1 234 904
Inventory Turnover	3	3	3	2
Days Inventory Held	140	137	141	146
Purchases	1 463 281	1 882 995	2 399 497	3 083 000
Accounts Payable	205 804	282 722	341 312	434 892
Accounts Payable Turnover	7	7	7	7
Days Accounts Payable	51	55	52	51
Required Financing Period	104	105	105	110

Kilde: Egenkomponert

11. Syntetisk rating

Figur 82 Terskelverdier

Verdier	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	< CCC
	0	1	2	3	4	5	6	7
EBITDA/Omsetning (%)	22,2	26,5	19,8	17,0	17,2	16,2	10,5	
EBIT Interest cover (X)	21,4	10,1	6,1	3,7	2,1	0,8	0,1	
EBITDA Interest cover (X)	26,5	12,9	9,1	5,8	3,4	1,8	1,3	
LG 1 (X)	11,6	6,2	3,0	1,7	1,2	0,9	0,6	
Egenkapital/ Totalkapital (%)	94,0	85,0	66,0	44,0	32,0	22,0	13,0	
Totale forpligtelser / Total kapital (%)	22,9	37,7	42,5	48,2	62,6	74,8	87,7	

Kilde: Egenkomponert, Damodaran, Petersen & Plenborg

Figur 83 Syntetisk rating inkl. GW

Plotting av verdier		2011	2012	2013	2014
Syntetisk rating XXL inkl. GW	EBITDA/Omsetning (%)	CCC	CCC	CCC	CCC
	EBIT Interest cover (X)	B	B	BB	BB
	EBITDA Interest cover (X)	CCC	CCC	B	B
	LG 1 (X)	BBB	BBB	BBB	BBB
	Egenkapital/ Totalkapital (%)	B	B	B	A
	Totale forpligtelser / Total kapital (%)	B	B	B	AA
	Årlig rating (Verdi)	5,2	5,2	4,7	3,5
	Årlig rating	B	B	B	BBB/BB
	Gjsn rating	4,6			

Kilde: Egenkomponert

Figur 84 Syntetisk rating eksl. GW

Plotting av verdier		2011	2012	2013	2014
Syntetisk rating XXL eksl. GW	EBITDA/Omsetning (%)	CCC	CCC	CCC	CCC
	EBIT Interest cover (X)	B	B	BB	BB
	EBITDA Interest cover (X)	CCC	CCC	B	B
	LG 1 (X)	BBB	BBB	BBB	BBB
	Egenkapital/ Totalkapital (%)	<CCC	<CCC	<CCC	<CCC
	Totale forpligtelser / Total kapital (%)	<CCC	<CCC	<CCC	B
	Årlig rating (Verdi)	5,7	5,7	5,3	5,0
	Årlig rating	CCC	CCC	B	B
	Gjsn rating	5,4			

Kilde: Egenkomponert

12. Komparative selskap

Figur 85 Evaluering av komparative selskaper

	XXL	JD sports fashion plc	Sportsdirect.com	Clash Ohlson	H & M	Dicks sporting goods
Omsetning 2013 (NOK)	4 008 421	12 255 973	20 102 000	5 919 252	116 734 296	34 339 200
Cagr (2010-2013)	18 %	8 %	11 %	4 %	5 %	6 %
Geografi	Norden	UK, Irland Frankrike	UK + 19 EU land	Norden, storbritania og kina	Hele verden	USA
Virksomhetsområdet	Sport, varehus	Sport og casual wear, mindre butikka (800 stk)	Sports store, tror forholdsvis store butikker	Retail, tilbyr smarte produkter som gjør hverdagen din enklere.	Klessalg	Sport, ser ut som varehus

Kilde: Egenkomponert

13. Fremtidsprognoser

Vi har benyttet alle tall i NOK når vi har projisert salgsinntektene. Historisk salg som har forekommet i Sverige og Finland har blitt regnet om til NOK på gjennomsnittlig års vekslingskurs (Norges Bank). Vi har ikke forutsetning eller kunnskapen til å spå om valutakursendringer flere år frem i tid, og mener derfor at dette er den enkleste og mest korrekte tilnærmingen. Dog kan det nevnes at om den norske krone svekker seg i forhold til svenske kroner vil alt annet likt de svenske salgsinntektene i NOK øke.

I vårt basecase opererer vi med 30 nyåpninger i løpet av en 5 års periode, etter dette vil XXL være i steady state og således ikke foreta flere nyåpninger. Av disse 30 nyåpningene vil syv være i Norge, 12 i Sverige og 11 i Finland. Videre antar vi at nyåpningene vil være hyppigst de tre første årene av prognoseperioden før de vil avta. Tabellen under viser en oversikt over hyppigheten av nyåpninger i de forskjellige landene, 0.5 betyr at det hver 6. måned åpnes en ny butikk i det tilhørende landet (år 0 er 01.01.2015).

Figur 86 Hyppighet av nyåpninger

	Antall butikklåpninger	Måneder mellom hver nyåpning gitt jevn åpning	År mellom åpning år 2015-2017	År mellom åpning 2018-2021
Norge	7	6,86	0,57	1,14
Sverige	12	4	0,33	0,67
Finland	11	4,4	0,36	0,73

Kilde: Egenkomponert

Tabellen under vil vise på hvilket tidspunkt de spesifikke butikkene vil åpne. Står det 2,5 under butikk nr. 5 vil det bety at butikk nr. 5 vil åpne i slutten av juni 2017 (2015+2,5 år) i tilhørende land.

Figur 87 Hvor mange år til åpning butikk (fra 1.1.2015)

Butikkåpning #	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Norge	0,57	1,14	1,71	2,29	2,86	4,00	5,14					
Sverige	0,33	0,67	1,00	1,33	1,67	2,00	2,33	2,67	3,33	4,00	4,67	5,33
Finland	0,36	0,73	1,09	1,45	1,82	2,18	2,55	2,91	3,64	4,36	5,09	

Kilde: Egenkomponert

Videre har vi regnet ut omsetningen som følge av butikker som blir åpnet og ikke vil være i drift et helt år. For å gi et anslag på hvilket omsetning de nye butikkene vil generere har vi benyttet gjennomsnittlig omsetning per butikk for fjoråret som var ca. 155 millioner for Norge og 105 millioner for Sverige. Vi har valgt å benytte gjennomsnittet for Sverige når vi har regnet på Finland, da prisnivå ol. i Finland er likere Sverige enn Norge. En butikk som åpner i Norge i 2018 vil vi dermed anta at vil generere 155 millioner multiplisert med den projiserte norske bransjeveksten for 2015, 2016, 2017 og 2018. Under viser vi omsetningen knyttet til butikker som blir åpnet midt i et år. Vi forenkler og sier at omsetningen forekommer jevnt gjennom året, og en butikk som åpner i midten av 2015 vil følgelig ha omsetningen:

$$\text{Gjennomsnittlig 2014 omsetning} \cdot (1 + \text{bransjevekst}_{2015}) \cdot \frac{1}{2}$$

Resultatet er presentert i tabellen under.

Figur 88 Omsetning nye butikker som blir åpnet «midt» i året

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Norge							
Omsetning nyåpnet samme året	68 908	190 187	147 633	0	184 506	163 683	0
akkumulert nyåpnet hele året	-	1	3	5	5	6	7
Sverige							
Omsetning nyåpnet samme året	109 616	228 001	237 121	82 202	170 980	88 910	0
akkumulert nyåpnet hele året	-	2	5	8	9	11	12
Finland							
Omsetning nyåpnet samme året	99 747	186 905	162 140	45 010	81 997	121 942	0
akkumulert nyåpnet hele året	-	2	5	8	9	10	11
Totalt	278 271	605 094	546 894	127 212	437 483	374 534	-

Kilde: Egenkomponert

Tabellen viser også hvor mange nye butikker¹² som vil ha omsetning i hele året. Eksempelvis vil 3 butikker som er åpnet i prognoseperioden omsette for hele 2017 i Norge.

Figur 89 Omsetning nye butikker som omsetter hele året

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Norge							
Omsetning fra nyåpnet m/ helårsomsetning	-	168 343	526 587	911 123	943 012	1 160 318	1 377 237
Sverige							
Omsetning fra nyåpnet m/ helårsomsetning	-	234 578	614 058	1 016 287	1 245 944	1 672 674	1 897 279
Finland							
Omsetning fra nyåpnet m/ helårsomsetning	-	239 193	625 492	1 041 133	1 212 672	1 383 112	1 540 007
Totalt		642 114	1 766 136	2 968 543	3 401 628	4 216 105	4 814 523

Kilde: Egenkomponert

Butikker som er åpnet hele året forutsetter vi at vil ha en omsetning vekst tilsvarende vår projiserte like-for-like vekst.

Omsetning fra nye butikker vil være summen av omsetning nye butikker som omsetter hele året og omsetning nye butikker som blir åpnet «midt» i året.

Figur 90 Omsetning nye butikker totalt

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Norge	68 908	358 530	674 220	911 123	1 127 518	1 324 001	1 377 237
Sverige	109 616	462 580	851 179	1 098 489	1 416 925	1 761 584	1 897 279
Finland	99 747	426 098	787 632	1 086 143	1 294 669	1 505 054	1 540 007
Totalt	278 271	1 247 208	2 313 031	3 095 755	3 839 112	4 590 639	4 814 523

Kilde: Egenkomponert

Når vi skal predikere omsetningen fra de allerede eksisterende butikkene er det viktig at vi hensyntar det faktum at en god del butikker ble åpnet i 2014, og omsetningen for 2014 vil dermed ikke reflektere helårsomsetning for alle eksisterende butikker.

Figur 91 Økning omsetning som konsekvens av butikker åpnet i 2014

	antall 1. Hvor mye av året som manglet	2.	3.	4.	Sum	2015 effekt
Norge	1	0,46			0,46	74 762
Sverige	2	0,29	0,38		0,67	74 131
Finland	4	0,29	0,83	0,83	2,79	323 666

Kilde: Egenkomponert

¹² At butikken refereres til som ny vil si at den er blitt åpnet i prognoseperioden.

Tabellen ovenfor viser hvor stor del av året og ergo årsumsetningen (gitt vår antagelse om jevnt fordelt omsetning) butikkene som ble åpnet i 2014 gikk glipp av. I Norge ble det åpnet en butikk i juni, følgelig vil den butikken gått glipp av omsetningen for januar til midten av juni ($5.5/12=0.46$). I Finland fant vi ikke ut nøyaktig når de tre siste butikkene åpnet, men vi vet at det var en gang i siste kvartal, vi har antatt at disse 3 butikkene omsatte for 2 måneder hver i 2014. 2015 effekten fra disse butikkene vil da bli andel av fjorårets butikkene gikk glipp av multiplisert med gjennomsnittlig butikkomsättning samt hensyntatt like-for-like veksten i tilhørende land.

Omsetningen i prognoseperioden for allerede eksisterende butikker vil være fjorårets omsetning multiplisert med tilhørende like-for-like vekst, i tillegg til at 2015 effekten av butikker åpnet i 2014 blir inkludert i omsetning for 2015.

Figur 92 Omsetning butikker som eksisterer før prognoseperioden

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Norge	3 340 000	3 581 762	3 750 104	3 915 109	4 071 713	4 214 223	4 319 579	4 384 373
Sverige	1 581 000	1 742 086	1 864 032	1 985 194	2 080 484	2 163 703	2 228 614	2 262 043
Finland	291 000	643 766	701 705	754 333	799 593	832 376	858 180	871 052
Totalt	5 212 000	5 967 614	6 315 842	6 654 636	6 951 790	7 210 302	7 406 373	7 517 468

Kilde: Egenkomponert

Total omsetning er vist i tabellen under, og er summen av omsetningen fra eksisterende butikker samt nyåpnet butikker.

Figur 93 Omsetning totalt

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Norge	3 340 000	3 650 670	4 108 634	4 589 329	4 982 836	5 341 741	5 643 580	5 761 610	5 848 034	5 935 754
Sverige	1 581 000	1 851 702	2 326 612	2 836 374	3 178 973	3 580 628	3 990 198	4 159 322	4 221 712	4 285 038
Finland	291 000	743 513	1 127 803	1 541 965	1 885 735	2 127 045	2 363 233	2 411 059	2 447 225	2 483 933
Totalt	5 212 000	6 245 885	7 563 049	8 967 667	10 047 545	11 049 414	11 997 012	12 331 991	12 516 971	12 704 725
Vekst		19,8%	21,1%	18,6%	12,0%	10,0%	8,6%	2,8%	1,5%	1,5%

Kilde: Egenkomponert

14. Regnskap

Figur 94 Konsolidert regnskap

Ar	2010	2011	2012	2013	2014
Revenues					
Net sales	1 984 761	2 466 342	3 101 368	4 008 421	5 212 000
Other Income	214	4 611	5 796	1 806	3 000
Total revenues	1 984 975	2 470 953	3 107 164	4 010 227	5 215 000
Cost of revenues					
Cost of goods sold	1 134 488	1 463 281	1 882 995	2 399 497	3 083 000
Total cost of revenues	1 134 488	1 463 281	1 882 995	2 399 497	3 083 000
Gross profit	850 487	1 007 672	1 224 169	1 610 730	2 132 000
Operating expenses					
Personnel expenses	278 979	351 615	449 829	606 318	799 000
Depreciation and amortization	23 801	35 687	46 201	58 967	80 000
Other operating expenses	307 101	331 494	403 763	544 498	732 000
Total operating expenses	609 881	718 796	899 793	1 209 783	1 611 000
	0,155	0,134	0,130	0,136	0,140
Operating income	240 606	288 876	324 376	400 947	521 000
<i>Operating margin</i>	12,1 %	11,7 %	10,4 %	10,0 %	10,0 %
Financial income and expense					
Interest income	3 648	1324	6 064	3 168	101 000
Other financial income	1 298	9524	5 077	39 118	
<i>Total financial income</i>	<i>4 946</i>	<i>10 848</i>	<i>11 141</i>	<i>42 286</i>	<i>101 000</i>
Interest expense	119 481	227 601	240 889	249 170	283 000
Other financial expense	48 668	20 655	10 736	17 970	
<i>Total financial expense</i>	<i>168 149</i>	<i>248 256</i>	<i>251 625</i>	<i>267 140</i>	<i>283 000</i>
Net financial income (expense)	-163 203	-237 408	-240 484	-224 854	-182 000
Profit before income tax	77 403	51 468	83 892	176 093	339 000
Tax on income (tax benefit)	-9 684	13 915	22 551	51 022	81 000
Profit for the year	87 087	37 553	61 341	125 071	258 000
Consolidated statement of comprehensive income					
Foreign currency rate changes		138	-243	910	-3000
Total other income and expense		138	-243	910	-3000
Total comprehensive income for the year	87 087	37 691	61 098	125 981	255 000

Kilde: Egenkomponert, årsrapporter

15. Balanse

Figur 95 Balanse, eiendeler og egenkapital og gjeld

År	2010	2011	2012	2013	2014
ASSETS					
CURRENT ASSETS					
Inventories	487 682	632 794	778 246	1 072 808	1 397 000
Trade receivables	28 147	181 919	207 597	152 491	93 000
Other receivables	38 751	3 143	29 543	74 180	192 000
Cash and cash equivalents	117 394	128 272	56 932	169 792	222 000
TOTAL CURRENT ASSETS	671 974	946 128	1 072 318	1 469 271	1 904 000
NONCURRENT ASSETS					
Intangible assets					
Trademarks	193 604	200 485	190 094	190 176	191 000
Proprietary software	1 726	1 983	1 747	14 738	20 000
Software	6 507	8 049	7 960	8 955	10 000
Deferred tax asset	0	1 676	0	0	
Goodwill	2 731 573	2 733 969	2 733 969	2 733 969	2 733 969
TOTAL INTANGIBLE ASSETS	2 933 410	2 946 162	2 933 770	2 947 838	2 954 969
FIXED ASSETS					
Construction in progress	0	0	25 039	5 623	3 000
Machinery and equipment	32 920	71 501	60 965	59 622	57 000
Land and buildings	5 278	8 738	8 371	8 899	8 000
Transportation and vehicles	389	468	252	1 024	1 000
Fixture and fittings	118 595	147 944	230 561	337 795	404 000
TOTAL FIXED ASSETS	157 182	228 651	325 188	412 963	474 000
FINANCIAL ASSETS					
Loan to associates	0	5 640	5 221	4 000	0
Other investments	30	30	30	30	0
TOTAL FINANCIAL ASSETS	30	5 670	5 251	4 030	0
TOTAL NONCURRENT ASSETS	3 090 622	3 180 483	3 264 209	3 364 831	3 428 969
TOTAL ASSETS	3 762 596	4 126 611	4 336 527	4 834 102	5 332 969
År					
EQUITY AND LIABILITIES					
SHAREHOLDERS' EQUITY					
Share capital	107 600	109 445	109 445	109 445	55 000
Share premium	968 400	986 238	986 238	986 238	2 834 000
Other equity (retained earnings)	-142 348	-107 499	-48 182	77 798	330 000
TOTAL SHAREHOLDERS' EQUITY	933 652	988 184	1 047 501	1 173 481	3 219 000
NONCURRENT LIABILITIES					
Deferred tax liability	41 800	39 911	37 364	40 784	63 000
Other long-term debt	1 138 750	1 132 128	1 117 421	1 037 832	1 104 000
Loan from shareholder	1 253 700	1 379 070	1 516 994	1 668 675	-
TOTAL NONCURRENT LIABILITIES	2 434 250	2 551 109	2 671 779	2 747 291	1 167 000
CURRENT LIABILITIES					
Accounts payable	114 003	297 604	267 839	414 784	455 000
Short-term borrowings	20 000	55 000	71 667	138 794	0
Derivatives	233	12 366	12 130	4 158	0
Tax payable	38 925	17 489	25 283	47 787	70 000
Public duties payable	74 533	78 730	94 268	120 292	185 000
Other short-term debt	147 001	126 131	146 062	187 515	245 000
TOTAL CURRENT LIABILITIES	394 695	587 320	617 249	913 330	955 000
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	3 762 597	4 126 613	4 336 529	4 834 102	5 332 969

Kilde: Egenkomponert, årsrapport