

Det samfunnsvitenskaplige fakultet

Verdsettelse av XXL ASA

Valuation of XXL ASA

Gunvor Anita Standal Romestrand og Valentina Berisha

Masteroppgave i anvendt finans, juni 2015





Universitetet
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPLIGE FAKULTET,
HANDELHØGSKOLEN VED UIS
MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM:

Økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
SPESIALISERINGSRETNING:

Anvendt finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL? Nei
(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL: Verdsettelse av XXL ASA

ENGELSK TITTEL: Valuation of XXL ASA

FORFATTER(E)

Studentnummer:

211839

.....

206954

.....

Navn:

Valentina Berisha

.....

Gunvor Anita Standal Romestrand

.....

VEILEDER:

Lars Atle Kjøde

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO - 2 - INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger,/..... 2015

Underskrift administrasjon:.....

SAMMENDRAG

I denne utredningen utføres det en verdsettelse av XXL ASA gjennom fundamental analyse. Avhandlingen baseres på årsrapporter mottatt direkte fra XXL ASA for å finne et verdiestimat på deres aksje.

Den fundamentale analysen understøttes av en strategisk- og regnskapsanalyse. Dette utgjør grunnlaget for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Ved bruk av total kapitalmetoden får XXL ASA fastsatt et fundamentalt verdiestimat.

Den fundamentale verdsettelsen estimerer aksjeprisen til XXL ASA å være på 91,85 NOK mot markedsprisen den 4.mai 2014 på 80,50 NOK.

FORORD

Denne masteroppgaven er skrevet som en avslutning av vårt masterstudie i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Stavanger våren 2015. Med vår spesialisering innen anvendt finans var det naturlig for oss å skrive en verdsettelsesoppgave. Ved å velge en verdsettelsesoppgave får vi benyttet store deler av kunnskapen vi har opparbeidet oss i løpet av vår studietid.

Valget av bedrift falt på XXL ASA, et spennende selskap som har opplevd sterk vekst siden oppstarten i 2001. Til tross for at selskapet er relativt ungt har det oppnådd å bli markedsledende i Norge. Selskapet ble børsnotert høsten 2014, og vi tror derfor det er et selskap få har verdsatt før oss. Disse faktorene gjør at vi ser på selskapet som utfordrende, men også interessant å verdsette.

Vi vil gjerne takke vår veileder Lars Atle Kjøde for alltid å besvare våre spørsmål og å komme med konstruktive tilbakemeldinger. En takk rettes også til Kjell Henry Knivsflå som har gitt oss tilgang til sitt rikholdige pensum.

Stavanger, 15. juni 2015

Gunvor Anita Standal Romestrand

Valentina Berisha

INNHOLDSFORTEGNELSE

FORORD	4
INNHOLDSFORTEGNELSE	5
1.0 INTRODUKSJON	9
1.1 Formål	9
1.2 Avgrensninger ved oppgaven	9
1.3 Oppgavens struktur	10
2.0 XXLS HISTORIE OG BAKGRUNN	12
2.1 Historie	12
2.2 Visjon og verdier	14
2.3 Forretningsidé	14
2.4 Inntreden på børs og kursutvikling	15
3.0 XXL OG BRANSJEN	17
3.1 Sportsbransjen i Norge	17
3.2 Sportsbransjen i Sverige	20
4.0 VERDSETTELSESTEORI	22
4.1 Fundamental verdivurdering	22
4.1.1 Egenkapitalmetoden	23
4.1.1.1 Utbyttemodellen	23
4.1.1.2 Fri kontantstrøm-modellen	24
4.1.1.3 Superprofittmodellen	24
4.1.1.4 Superprofittvekstmodellen	25
4.1.2 Totalkapitalmetoden	25
4.1.3 Selskapskapitalmetoden	26
4.1.3.1 Fri kontantstrøm-modellen	26
4.1.3.2 Superprofittmodellen	26
4.1.3.3 Superprofittvekstmodellen	27
4.1.4 Avkastningskrav	27
4.2 Komparativ verdivurdering	28
4.2.1 Multiplikatormetoden	29
4.2.1.1 Pris-til-fortjeneste multiplikator	29
4.2.1.2 Pris-til-bok multiplikator	30
4.2.1.3 EV/EBITDA og EV/EBIT	31

4.2.2	Substansverdimetoden	32
4.3	Opsjonsbasert verdivurdering	32
4.4	Valg av verdsettelsesmetode	33
5.0	STRATEGISK ANALYSE	34
5.1	Bransjeorientert analyse	34
5.1.1	PESTEL	34
5.1.1.1	Politiske faktorer	34
5.1.1.2	Økonomiske faktorer	35
5.1.1.3	Sosiale faktorer	36
5.1.1.4	Teknologiske faktorer	36
5.1.1.5	Miljømessige faktorer	36
5.1.1.6	Legale faktorer	37
5.1.2	Porters fem krefter	37
5.1.2.1	Trusler fra nye inntrengere	38
5.1.2.2	Trusler fra substitutter	39
5.1.2.3	Forhandlingsmakten til kundene	40
5.1.2.4	Leverandørenes forhandlingsmakt	40
5.1.2.5	Konkurransedyktig rivalisering	41
5.1.3	Oppsummering Porters fem krefter	42
5.2	Ressursorientert analyse	42
5.2.1	SVIMA-analyse	43
5.2.1.1	Finansiell kapital	43
5.2.1.2	Fysisk kapital	44
5.2.1.3	Organisatorisk kapital	44
5.2.1.4	Kunnskapskapital	45
5.2.2	Oppsummering SVIMA-analyse	45
5.3	SWOT – analyse	46
6.0	OMGRUPPERING FOR ANALYSE	47
6.1	Omgruppering av regnskap	47
6.1.1	Omgruppert resultatregnskap	48
6.1.2	Omgruppert balanseregnskap	51
7.0	RISIKOANALYSE	52
7.1	Likviditetsanalyse	52
7.1.1	Likviditetsgrad 1	53
7.1.2	Rentedekningsgrad	54
7.2	Soliditetsanalyse	54
7.2.1	Egenkapitalandel	55

7.2.2 Netto driftsrentabilitet	55
7.3 Syntetisk rating	56
8.0 HISTORISK AVKASTNINGSKRAV	60
8.1 Egenkapitalens avkastningskrav	60
8.1.1 Risikofri rente	61
8.1.2 Markedsrisikopremie	62
8.1.3 Egenkapitalens beta	62
8.1.4 Egenkapitalens krav	64
8.2 Egenkapitalandel	64
8.3 Gjeldsandel	65
8.4 Gjeldskrav etter skatt	65
8.5 Avkastningskrav til totalkapital	66
9.0 RENTABILITETSANALYSE	67
9.1 Egenkapitalrentabilitet	67
9.2 Netto driftsrentabilitet	68
9.3 Finansiell eiendelsrentabilitet	68
9.4 Finansiell gjeldsrentabilitet	68
9.5 Netto finansiell gjeldsrentabilitet	69
9.6 Strategisk fordel	70
9.6.1 Driftsfordel	70
10.0 VERDSETTELSE	72
10.1 Forutsetninger	73
10.1.1 Valg av budsjetteringsperiode	74
10.1.2 Diskonteringsrente	74
10.1.3 Vekst i fremtidsregnskapet	74
10.1.4 Vekst etter horisont	76
10.2 Budsjettert fremtidsregnskap	76
10.3 Verdi	77
10.4 Sensitivitetsanalyse	77
10.4.1 Endringer i driftsinntektsveksten	78
10.4.2 Endringer i risikofri rente	79
10.4.3 Endringer i beta	79
10.4.4 Endringer i markedsrisikopremien	80
10.4.5 Oppsummering sensitivitetsanalyse	81
11.0 KONKLUSJON OG ANBEFALINGER	82

11.1 Begrensninger ved verdierstatimet	82
12.0 LITTERATURLISTE	83
13.0 TABELLER OG FIGURER	88
14.0 VEDLEGG	90
14.1 Rapportert resultatregnskap XXL ASA	90
14.2 Rapportert balanseregnskap XXL ASA	91
14.3 Omgruppert balanseregnskap (detaljert) XXL ASA	93
14.4 Rapportert kontantstrøm XXL ASA	94

1.0 INTRODUKSJON

I introduksjonen presenteres oppgavens problemstilling, formål og avgrensninger. Til slutt i kapitlet fremlegges oppgavens struktur.

1.1 Formål

Problemstillingen til denne oppgaven er å komme frem til et verdiestimat på XXLs aksjer. XXL er et relativt nytt selskap som nettopp har blitt børsnotert. Av denne grunn er det relevant å undersøke om markedet har priset selskapet riktig i forhold til verdiene som selskapet besitter. Verdsettelsen utføres ved hjelp av strategisk regnskapsanalyse, og vil bli sett fra investorens perspektiv. Et verdiestimat fra investorens perspektiv er av stor betydning.

1.2 Avgrensninger ved oppgaven

Denne oppgaven er ikke basert på sammenligning med bransjen. Å få tilgang til regnskapene til XXLs konkurrenter i sportsbransjen har vist seg å være svært vanskelig. De offentlig tilgjengelige regnskapene er på grunn av kronglete selskapsstruktur ofte misvisende. Et eksempel er Gresvig, som eier G-Sport/G-Max og Intersport. De har felles regnskap for hele konsernet. Det har derfor ikke vært mulig å oppdrive regnskapstall for de enkelte sportskjedene. Dette gjelder også for flere av de andre kjedene i bransjen. På grunn av dette har det ikke vært tilstrekkelig grunnlag for å sammenligne XXL med sine konkurrenter. Sportsbransjen AS utarbeider hvert år en tilstandsrapport for norsk sportsbransje, der blant annet markedsandeler for sportskjedene er oppgitt. Markedsandelene i bransjen er derfor med i oppgaven, selv om det ikke har vært mulig å oppdrive regnskapstall for de enkelte kjedene.

I følge Knivsflå (2015j) bør man for virksomheter som er stabile over tid gå om lag 10 år tilbake i regnskapene, mens man for virksomheter som har endret seg relativt mye over tid kun bør inkludere de 4 siste år. Siden XXL er et selskap i oppstartsfasen og som har endret seg mye over tid, vil analysen av historiske regnskap starte i 2011. Hadde man gått 10 år tilbake ville man møtt på et tre år gammelt selskap, midt i oppstartsfasen. Det er tvilsomt om dette ville gitt det beste bildet på hvordan selskapet vil utvikle seg i framtiden. I tillegg endret

XXL regnskapsstandard fra NGRS til IFRS i begynnelsen av 2011. 2011 vil derfor være et godt tidspunkt å starte analysen på også av praktiske årsaker.

En tidsserieanalyse av forholdstall (Knivsflå, 2015e) har blitt utført for analysen av historiske regnskaper. Man kan tidsvekte forholdstallene slik at årene som ligger nærmest i tid får høyere vekter enn de tidligste årene. Dette gjelder spesielt dersom bedriften har endret seg mye over tid (Knivsflå, 2015e). De seneste årene har blitt vektet høyest, og følgende vekter har blitt valgt: 0,5 for 2014, 0,25 for 2013, 0,15 for 2012 og 0,10 for 2011.

Den reviderte årsrapporten for 2014 har i skrivende stund ikke blitt offentliggjort. Det har derfor blitt benyttet ureviderte kvartalsrapporter for innhenting av regnskapstall for 2014. Den ureviderte rapporten for 2014 opererer med tall i NOK millioner. Tallene for dette året vil derfor være mer avrundet og således mindre nøyaktige enn for årene 2011-2013 der tall er oppgitt i NOK tusen. I 2014-rapporten er heller ikke alle postene med i regnskapene. I resultatregnskapet for 2014 er det for eksempel kun oppført den totale driftsinntekten, og ikke postene som utgjør den totale driftsinntekten; salgsinntekter og andre driftsinntekter. Regnskapet for 2014 er derfor noe mindre detaljert enn for de andre årene.

De rapporterte regnskapene er vedlagt i kapittel 12.0. Alle tall i oppgaven er oppgitt i NOK 1 000, med mindre annet er oppgitt.

1.3 Oppgavens struktur

Oppgaven gir først en innføring i XXLs historie og bakgrunn for så å presentere bransjen. I kapittel 4 presenteres de ulike verdsettelsesmetodene. I dette kapitlet presenteres teori om fundamental-, komparativ- og opsjonsbasert verdsettelse.

I kapittel 5 utføres en strategisk analyse. Analysen deles inn i bransjeorientert analyse og ressursorientert analyse. Bransjeorientert analyse blir utført ved bruk av PESTEL og Porters fem krefter. Den ressursorienterte analysen utføres ved en SVIMA-analyse. Den strategiske analysen oppsummeres med en SWOT-analyse.

Omgrupperingen av regnskapet i kapittel 6 er en forberedelse til selve regnskapsanalysen. Denne kommer i kapittel 7 til 9, hvor en utfører en risikoanalyse, finner historiske avkastningskrav og utarbeider en rentabilitetsanalyse. Analysen som utføres i disse kapitlene er basisen for fremtidsregnskapet i kapittel 10.

I dette kapitlet utarbeides fremtidsregnskapet og verdiestimatet blir presentert. I kapittel 10 blir det også utført en sensitivitetsanalyse, for å vurdere usikkerheten til verdiestimatet. Konklusjonen og anbefalingen til videre handlingsstrategi kommer avslutningsvis i kapittel 11.

2.0 XXLS HISTORIE OG BAKGRUNN

I dette kapitlet ser vi på XXLs historie siden oppstarten i 2001. Deretter presenteres visjon, verdier og forretningsidé, samt utviklingen i aksjekursen siden børsnoteringen i oktober 2014.

2.1 Historie

Sportskjeden XXL ble etablert av brødrene Øivind og Tore Tidemandsen i 2001. Med sin bakgrunn fra Elkjøp, hadde brødrene erfart at ”lave priser, kjente merkevarer, stordriftsfordeler og det å flytte flere bransjer under samme tak” (Nissen-Meyer, 2014) var en lønnsom forretningsmodell. Denne måten å drive butikk på tok de med seg til XXL. Da Elkjøp ble solgt til britiske Dixons Group i 1999, fikk Tidemandsen-familien 600 millioner for sine aksjer i selskapet. Disse midlene gjorde oppstarten av XXL mulig (Nissen-Meyer, 2014). 14. november 2001 åpnet det første XXL-varehuset i Oslo. Varehuset ble med sine 3500 kvadratmeter det største varehuset i Norge.

Ikke alle hadde like stor tro på den nye aktøren i sportsmarkedet. Administrerende direktør Dag Johansen i konkurrenten Sportshuset uttalte følgende til Aftenposten i 2001: ”I alle bransjer er det plass til de beste. Det har ikke vært tradisjon for en så stor butikk som XXL legger opp til i den norske sportsfaghandelen. Vi fortsetter med vår strategi og har stor tro på den” (Haugnes, 2001, s. 40). Sjef i Gresvig-kjeden Rolf E. Gullestad uttalte til Dagens Næringsliv at ”Jeg tror ikke det skal bli noen lett match for XXL” (Bjørklund & Ottesen, 2001, s. 20). På dette tidspunktet eide Gresvig-kjeden merkevarene G-Sport og Intersport, og hadde en markedsandel på nær 50 prosent (Bjørklund & Ottesen, 2001).

I løpet av 2002 og 2003 etablerer XXL varehus i Stavanger, Sandvika, Alnabru og Trondheim. I 2004 kunne Dagens Næringsliv melde at XXL trolig hadde tapt 50 millioner før skatt siden oppstarten, og i samme artikkel ble ordet ”stormannsgalskap” nevnt (Stabæk & Nygaard, 2004). Men allerede året etter var de røde tallene historie. 2005 ble det første året med positivt resultat for kjeden. Selskapet hadde blitt den femte største sportskjeden i Norge og var også den sportskjeden som hadde høyest vekst (Haarde, 2008). I 2008 hadde XXL oppnådd en markedsandel på nesten 10 prosent.

Verdsettelse av XXL ASA

I oktober 2009 åpnet XXL sin første butikk i Sverige, med beliggenhet i hovedstaden. Året endte med en vekst i omsetning på rekordhøye 65 prosent, og med det doblet de bunnlinjen (Fædrelandsvennen, 2010, 30.03.).

I sportsbransjen i Norge på denne tiden så kampen om kundene mer og mer ut til å stå mellom Gresvig og XXL. Gresvig åpnet sitt første G-Max-varehus i 2010 i Stavanger ved å holde nattåpent. XXL svarte med å gjøre det samme (Aftenposten Morgen, 2010, 24.11.). G-Max kom på banen med en strategi som lignet XXLs - store varehus, kjente merkevarer, og et mål om å alltid ha de laveste prisene. 2011 ble imidlertid et dramatisk år når det gjaldt leverandører for Gresvig-konsernet. En etter en snudde Helly Hansen, Norrøna, Haglöfs og Bergans ryggen til Gresvig-konsernet, de to siste til fordel for XXL (Larsen, 2011, 18.01.;Larsen, 2011, 15.12.). Salgssjef i Haglöfs Bjarne Budal, uttalte at de store endringene i bransjen, samt ”hvordan XXL har tiltrukket seg flere merkevarer og samtidig levert fantastiske tall”(Larsen, 2011, s. 30) , var noen av grunnene til deres endring i valg av samarbeidspartner. I 2012 var XXL oppe i en markedsandel på 20 prosent, mens Gresvigs markedsandel var på under 25. (Dagens Næringsliv Morgen, 2013, 15.02.).

For XXL fortsatte suksessen. Administrerende direktør Fredrik Steenbuch ble i 2012 kåret til den mest innflytelsesrike personen i sportsbransjen av Fagbladet Sport og Sportsbransjen AS. Sportsbransjen AS er interesseorganisasjonen for sportsbransjen i Norge. Redaktøren i Fagbladet Sport, Morten Dahl, uttaler ganske enkelt at ”XXLs inntreden har snudd opp-ned på det meste i bransjen (...). Kjeden tar stadig større markedsandeler, og analyser vi har presentert viser at dette er sportskjeden som drives mest effektivt i Norge” (Halvorsen, 2012).

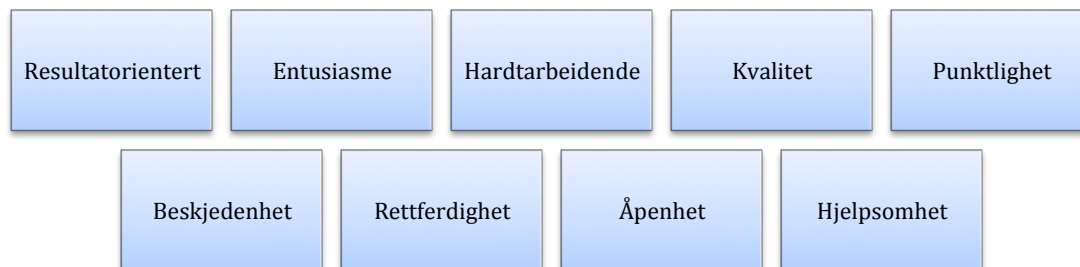
I slutten av 2013 var XXL for første gang større enn G-Sport/G-Max, og oppnådde dermed å bli den markedsledende sportskjeden i Norge med en markedsandel på om lag 24 prosent (Aldridge, 2014). I 2014 passerte XXL den svenske sportskjeden Stadium i omsetning, og ble med det også Nordens største sportskjede (Kleppe, 2015). Omsetningsøkningen for konsernet dette året var på solide 30%. Til sammenligning var Stadiums omsetningsvekst på 4,3%. XXLs omsetningsvekst var dette året på 16% i Norge, og 41% i Sverige.

I skrivende stund har XXL 23 varehus i Norge, 18 i Sverige og 8 i Finland. Den uttalte ambisjonen er å ha mellom 30 og 35 varehus i Norge i løpet av de neste årene. Da vil det ikke

være marked for flere, i følge kjededirektør i XXL, Anders Fjeld (Aftenposten, Økonomi, 2013, 24.07.). Kjeden har også planer om videre ekspansjon til Sveits, Østerrike og Tyskland. Uttalte grunner for dette er at Sveits og Østerrikes innbyggere er nummer tre og fire på kjøp av sportsutstyr i Europa og at de tre landene alle har fire sesonger (Kleppe, 2014). Norge og Sverige er de landene hvor det blir solgt mest sportsutstyr per innbygger.

2.2 Visjon og verdier

XXLs visjon er å være et ”paradis for folk som er interesserte i sports-, friluft- og villmarksliv” (XXL, udatert). Kjerneverdiene er oppsummert i figuren nedenfor.



Figur 1 - XXLs verdier. Kilde: XXL, udatert.

2.3 Forretningsidé

XXLs slagord er ”All Sports United”. En stor del av XXLs forretningsidé er å samle ”alle” idretter under samme tak. Varehusene er store, med en snittstørrelse per butikk på 3900 kvadratmeter. Alle varehus er inndelt i seks deler, som vist i figuren under. De ansatte i butikken hører til i hver sin avdeling, slik at de har ekspertise på produktene i avdelingen de jobber i.



Figur 2 - Inndeling av XXLs varehus. Kilde: XXL, udatert, c

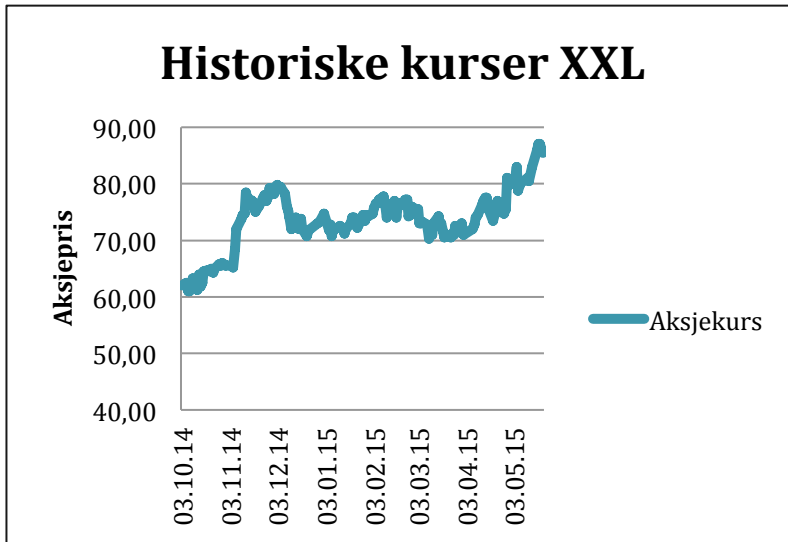
XXL ønsker å en ha portefølje av sterke merkevarer, både norske og internasjonale. I tillegg har de et mål om å alltid ha de laveste prisene. XXLs ”prisløfte” er et av deres varemerker. Prisløftet går ut på at om man kjøper en vare hos XXL og finner den samme varen billigere hos en konkurrent innen 30 dager etter kjøpsdato, vil man få prisdifferansen tilbakebetalt. G-Max/G-Sport har i praksis en identisk garanti, denne går under navnet ”prismatch”.

XXL har også et mål om å drive varehusene så effektivt som mulig. Kjeden eier og driver alle varehus selv, i motsetning til mange av konkurrentene i bransjen som er drevet delvis basert på franchise. Dette bidrar til effektivitet i innkjøp og logistikk, og er av XXL beskrevet som en nøkkelfaktor for at de klarer å holde prisene lave.

2.4 Inntreden på børs og kursutvikling

3. oktober 2014 åpnet handelen av XXL-aksjen på Oslo Børs, med en introduksjonspris på 62 kroner. Figur 1 under viser aksjens historiske prisutvikling siden oppstarten.

I løpet av de to første månedene på børs steg aksjen med i underkant av 20 kroner. Aksjeprisen har de siste månedene holdt seg nokså stabil på mellom 70 og 80 kroner. I mai 2015 gjorde aksjeprisen et hopp opp til 85 kroner etter nyheten om at XXL gikk inn i ukesporteføljen til Nordea, og ble en av de nye ”favorittaksjene” (Schultz, 2015).



Figur 3 - Historiske kurser XXL. Kilde: Oslo Børs, udatert

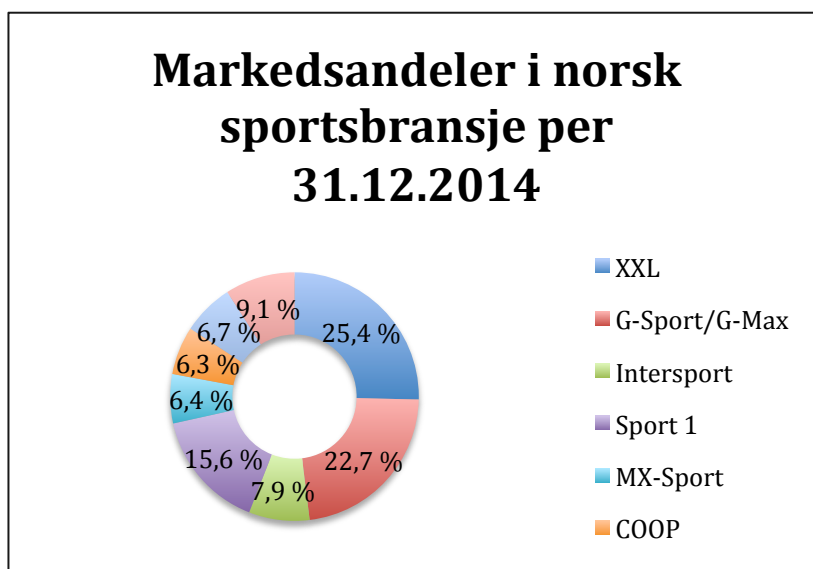
3.0 XXL OG BRANSJEN

I dette kapitlet presenteres sportsbransjen i Norge og Sverige. Tall for den finske sportsbransjen har vært umulige å oppdrive. Av denne grunn mangler omsetningsvekst og markedsandeler for Finland.

3.1 Sportsbransjen i Norge

Sportsbransjen AS utarbeider årlig en tilstandsrapport for norsk sportsbransje, basert på blant annet regnskapstallene fra foregående år. Den siste publiserte rapporten er for 2014. Figuren under viser fordelingen av markedsandeler i sportsbransjen ved utgangen av 2014.

XXL oppnådde i 2013 å bli den markedsledende sportskjeden i Norge med en knapp margin på G-Sport og G-Max. I 2014 økte differansen mellom de to, med 25,4% markedsandel for XXL, og 22,7% for G-Sport/G-Max. Gresvig fortsatt markedsledende som eier av både G-Sport/G-Max og Intersport. Konsernet har med sin markedsandel på om lag 30% likevel opplevd en solid nedgang siden 2001, da de hadde en markedsandel på hele 50%.



Figur 4 - Markedsandeler i norsk sportsbransje per 31.12.2014. Kilde: Sportsbransjen AS, udatert, a

Grafen under viser utviklingen i markedsandeler for de forskjellige sportskjedene i Norge i perioden 2007-2014. De fleste kjedene har i denne perioden tapt markedsandeler. Grafen viser at XXL er den eneste sportskjeden med kraftig stigning. I løpet av denne syvårsperioden har XXL økt sin markedsandel fra 8% til 25,4%.



Figur 5 - Utvikling markedsandeler i norsk sportsbransje 2007 - 2014. Kilde: Sportsbransjen AS, udatert, a

Norge er det landet i verden som selger mest sportsutstyr per innbygger. I 2014 hadde sportsbransjen en omsetningsvekst på 650 millioner kroner, noe som gir en prosentvis vekst på 5,2% (Sportsbransjen AS, udatert). Dette gjør sportsbransjen til sektoren med nest størst vekst i Norge i 2014, bare slått av byggebransjen. Under ser vi omsetningsutviklingen i sportsbransjen fra 2003 til 2014.



Figur 6 - Omsetning i norsk sportsbransje 2003 - 2014. Kilde: Sportsbransjen AS, udatert, a

Sportsbransjen AS forventer en vekst i sportsbransjen på om lag 4% for 2015.

En av grunnene til den relativt høye historiske veksten i sportsbransjen, kan tenkes å være endringen i befolkningens fritidsvaner i løpet av de siste årene. Mens 28 prosent av nordmenn trente minst tre ganger i uken i 2011, gjorde 50 prosent det samme i 2013 (Vaage, 2014). Interessen for konkurranser som Birkebeineren, Iron Man og maratonløp har eksplodert, og det har blitt trendy å være i fysisk aktivitet. Denne trenden ser ikke ut til å avta med det første.

I Norge står sportskjedene for 91% av bransjens omsetning. Ingen andre land har en sportsbransje med like sterk kjedestruktur (Sportsbransjen AS, udatert). I tillegg har antallet butikker tilknyttet sportskjedene falt betydelig siden 2008. Sportsbransjen AS nevner etableringen av stormarkeder som en viktig faktor for de mange butikkkonkursene. I tillegg er sportsbransjen svært sesongavhengig. I følge Sportsbransjen AS er bransjen langt mer avhengig av været enn av konjunkturoendringer i økonomien.

Sportsbransjen AS (udatert, a) har i tillegg til faktorene i forrige avsnitt en oversikt over det de mener er utviklingstrekk i bransjen. Prisveksten i bransjen har vært fallende. Dette medfører at forbrukerne får mer for pengene nå enn hva de har fått tidligere. Et annet utviklingstrekk er at internettsalget øker mer enn salg over disk. Internettsalget har i bransjen hatt en vekst på 15-20% mot en vekst på 5,2% for butikkhandelen totalt. XXLs internettsalg

økte med hele 88% i 2014. I følge Sportsbransjen AS (udatert, a) sliter internasjonale merkevarer med å etablere seg i det norske markedet fordi nordmenn kjøper kjente merkevarer. Priskonkurransen i bransjen er svært tøff. I tillegg konkurrerer klesbransjen i større grad med sportsbransjen, ettersom klesbransjen satser mer på treningstøy.

3.2 Sportsbransjen i Sverige

Totalomsetningen i den svenske sportsbransjen var i 2013 på 22,05 milliarder SEK. Kjedenes omsetning var på i overkant av 10,42 milliarder Dette tallet er imidlertid for lavt, da tall for sportskjeden Team Sportia ikke er å oppdrive (Sportsfack, 2014). Av denne grunn mangler markedsandelene for kjedene i det svenske markedet. Tabellen under viser omsetningen for kjedene i den svenske sportsbransjen (*med unntak av Team Sportia).

Omsetning svenske sportskjeder 2013	
Tall i SEK mill.	
Kjeder	Omsetning
Stadium AB	3855
Intersport Sverige	3224
XXL	1248
Sportringen	520
Just4Sport	462
Naturkompaniet	425
Dormy	289
Golf Store Group	280
Löplabbet	120
Total omsetning kjedene*	10423

Tabell 1 - Omsetning svenske sportskjeder 2013. Kilde: Sportsfack (2014)

Diagrammet under viser omsetningsutviklingen i den svenske sportsbransjen i årene 2008-2014.



Figur 7 - Omsetning i den svenske sportsbransjen 2008 - 2014. Kilde: Sportsfack(2014)

Bransjen har hatt en total økning over denne seksårsperioden på 4,55 milliarder, fra 17,5 i 2008 til 22,05 i 2013. I denne perioden har det jevnt over vært en økende trend i omsetningen. Unntaket var i 2011, da bransjen opplevde en nedgang fra 20,5 til 20,2 milliarder. I 2011 og 2013 lå omsetningen stabilt på 22,05 milliarder. Siden omsetningen er oppgitt i milliarder må vi her ta forbehold om at det i realiteten kan ha vært en økning eller nedgang.

4.0 VERDSETTELSESTEORI

Det finnes ulike verdsettelsesteknikker som kan tas i bruk for å verdsette en bedrift. I følge Knivsflå finnes det tre hovedteknikker. De tre teknikkene er fundamental verdivurdering, komparativ verdivurdering og opsjonsbasert verdivurdering. Ved bruk av fundamental verdivurdering finner en nåverdien av egenkapitalen til bedriften ved å diskontere den fremtidige kontantstrømmen. Den opsjonsbaserte verdivurderingen er en utvidelse av den tradisjonelle fundamentale verdivurderingen. Komparativ verdivurdering finner verdien på bedriftens egenkapital ved å bruke multiplikatorer eller forholdstall basert på komparative selskaper. Disse tre teknikkene er vanligvis et supplement til hverandre for å komme frem til et samlet verdiestimat. (Knivsflå, 2015)

I følge Damodaran (2002, s. 11) blir de fleste verdsettelsener utført ved bruk av komparativ verdsettelsesmetode. For å kunne utføre en komparativ verdsettelse må en ha kunnskap om de fundamentale aspektene i diskontert kontantstrøm-modellen. Verdsettelse av et selskap ved bruk av opsjonsprising begynner ofte med en diskontert kontantstrøm verdsettelse. Kunnskapen om diskontert kontantstrøm som trengs til den komparative verdsettelsen gjør at komparativ verdsettelse er fundamentet som alle andre verdsettelsesmetoder bygger på. I dette kapittelet blir de tre hovedteknikkene for verdsettelse drøftet mer detaljert.

4.1 Fundamental verdivurdering

Fundamental verdivurdering er basert på analyse av fundamentale forhold ved hjelp av strategisk regnskapsanalyse og utarbeiding av fremtidsregnskap og fremtidskrav. Fundamental verdivurdering består av et rammeverk på fem steg. Det første steget er strategisk analyse som går ut på å få innsikt i risiko og fordeler til selskapet. Neste steg er utførelsen av en regnskapsanalyse. Det tredje steget er utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidskrav. Det fjerde steget er fundamental verdsettelse og det siste steget i rammeverket er handling.

Ved bruk av fundamental verdsettelse finner en verdien av egenkapitalen i dag. Dette gjøres ved å estimere nåverdien av egenkapitalen. Nåverdien finnes ved å diskontere fremtidig kontantstrøm ved hjelp av det risikojusterte kravet (Knivsflå, 2015d). Diskonteringsfaktoren vil være en funksjon av risikoen til de estimerte kontantstrømmene. Diskonteringsraten vil

være høyere for risikofylte aktivum/”assets” og lavere for mindre risikofylte aktivum/sikrere aktivum (Damodaran, 2002, s.12).

Egenkapitalmetoden, selskapskapitalmetoden og totalkapitalmetoden er de tre metodene en kan velge mellom i fundamental verdsettelse for beregning egenkapitalen. Disse tre metodene har alle flere underliggende modeller. Metodene er ekvivalente og vil alltid gi samme verdiestimat ved konsistent bruk dersom kravene er verdivektet. Vektene verdivektes ved å starte med balanseførte verdier i vektingen, for så å finne estimat på verdiene i balansen. Deretter gjennomføres det en vekting på basis av oppdatert verdiestimat. Denne prosessen vil konvergere mot et felles verdiestimat for egenkapitalen. Dette gjelder for alle fundamentale verdsettelsesmetoder (Knivsflå, 2015k). Verdiestimatet er i prinsippet forventet verdi basert på forventet utvikling til alle budsjett- og verdidriverne. Med grunnlag i dette bør det derfor utføres en sensitivitetsanalyse eller en simulering for å gjennomgå ulike usikkerheter i verdiestimatet. (Knivsflå, 2015n). En sensitivitetsanalyse synliggjør usikkerheter ved å endre kritiske budsjett- og verdidrivere og illustrere hvordan dette slår ut i verdiestimatet (Knivsflå, 2015n). En simulering synliggjør usikkerhet gjennom å gjøre kritiske budsjett- og verdidrivere til stokastiske variabler, for slik å få fram fordelingen av verdiestimatet istedenfor et punkttestimat (Knivsflå, 2015n).

4.1.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden verdsetter kontantstrømmene til egenkapitalen direkte. Dette blir gjort ved å diskontere fremtidig kontantstrøm til egenkapitalen med egenkapitalkravet.

Egenkapitalmetoden har fire underliggende modeller som brukes til å finne nåverdien av selskapets egenkapital. Modellene er ekvivalente og ved konsistent bruk vil alle gi samme svar. Disse fire modellene er utbyttmodellen, fri kontantstrøm-modellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen (Knivsflå, 2015n)

4.1.1.1 Utbyttmodellen

Utbyttmodellen blir også kalt for grunnmodellen (Knivsflå, 2015d). Ved bruk av denne modellen finner en nåverdien av egenkapitalen. Dette gjøres ved å finne nåverdien av fremtidig utbytte. Modellen har to ledd som summeres for å finne verdien av egenkapitalen. Første leddet i modellen er summen av netto betalt utbytte på tidspunkt t diskontert med

forventet avkastningskrav i perioden t . Egenkapitalkravet er avkastningskravet som brukes til å diskontere dette leddet. Andre leddet i modellen blir kalt for horisontverdien. I dette leddet forventer en å ha konstant vekst fram i tid. Horisontleddet er verdien av egenkapitalen ved horisont $T+1$ diskontert med egenkapitalkravet. Nedenfor er formelen til utbyttemodellen.

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

4.1.1.2 Fri kontantstrøm-modellen

Denne modellen har sitt fundament i nåverdiregelen. Nåverdiregelen går ut på at verdien til ethvert aktivum er nåverdien til forventet kontantstrøm på aktivumet (Damoderan, s. 11, 2002). Det vil si at ved bruk av denne modellen finner man dagens verdi av egenkapitalen ved å finne nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen. I prinsippet er fri kontantstrøm-modellen lik utbyttemodellen fordi netto betalt utbytte blir budsjettert likt som fri kontantstrøm til egenkapitalen (Knivsflå, 2015d). Denne modellen består også av to ledd. Første ledd er summen av fri kontantstrøm til egenkapitalen på tidspunkt t diskontert med egenkapitalkravet i perioden t . På samme måte som i utbyttemodellen forventes det konstant vekst frem i tid i det andre leddet. Dette leddet er verdien av den frie kontantstrømmen ved horisont $T+1$ diskontert med egenkapitalkravet. Formelen til modellen er gitt nedenfor.

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

4.1.1.3 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen estimerer dagens egenkapitalverdi ved å summere balanseført egenkapital med nåverdien av fremtidig superprofitt over T perioder og horisontverdien. Superprofitt blir også betegnet som residualt resultat. De to foregående modellene hadde bare to ledd, mens superprofittmodellen har tre. Det første leddet er balanseført egenkapital. Det neste leddet er summen av superprofitten neddiskontert med egenkapitalkravet. Det siste og tredje leddet er horisontleddet. I horisontleddet forventer man konstant vekst og dermed er superprofitten i perioden $T+1$ neddiskontert med egenkapitalkravet. I dette leddet har egenkapitalkravet blitt fratrukket egenkapitalveksten (Knivsflå, 2015d). Formelen er gitt nedenfor.

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

4.1.1.4 Superprofittvekstmodellen

Verdien av egenkapitalen er lik den kapitaliserte verdien av nettoresultatet til egenkapitalen uten vekst summert med nåverdien av fremtidig vekst. Fremtidig vekst er justert superprofittvekst slik at vekst bare gir verdi dersom den er lønnsom. Formelen er gitt nedenfor (Knivsflå, 2015d).

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

4.1.2 Totalkapitalmetoden

Totalkapitalmetoden er en direkte metode å verdsette kontantstrømmen til totalkapitalen på. Dette blir gjort ved å diskontere fremtidig kontantstrøm til totalkapital med avkastningskravet. Totalkapitalmetoden er også en indirekte metode å verdsette egenkapitalen på. Først estimeres totalkapitalen for så å trekke fra netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Dette blir gjort ved å diskontere fremtidig kontantstrøm til totalkapital med avkastningskravet. Ettersom totalkapitalmetoden også er en indirekte metode å verdsette egenkapitalen på finnes det også fire underliggende modeller som kan brukes for å finne nåverdien av selskapets egenkapital. Dette er de samme modellene som for egenkapitalmetoden, forskjellen er at en estimerer totalkapitalen istedenfor egenkapital for så å trekke fra netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Dette gjøres for å finne nåverdiene til egenkapitalen. Avkastningskravet som blir brukt til å neddiskontere firmaets forventede kontantstrøm i totalkapitalmetoden er WACC ("Weighted Average Cost of Capital"). Ettersom totalkapitalmetoden og egenkapitalmetoden er like med unntak av forskjellige diskonteringsrenter og type kapital, vil ikke formlene gjentas her.

4.1.3 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden er en indirekte metode å verdsette egenkapitalverdien (Koller, 2010). Verdien av egenkapitalen finner man ved å ta verdien av selskapet minus verdien av gjeld. En kan trekke fra finansiell gjeld eller netto finansiell gjeld. Det er derfor to modeller innenfor selskapskapitalmetoden. Den ene metoden er sysselsatt kapital hvor gjeld defineres som finansiell gjeld. Den andre metoden er netto driftskapital hvor gjeld blir definert som netto finansiell gjeld. Hver av disse metodene kan utføres ved bruk av tre av modellene som blir brukt i egenkapitalmetoden. Modellene som benyttes er fri kontantstrøm-modellen, superprofittmodellen eller superprofittvekstmodellen (Knivsfå, 2015k).

4.1.3.1 Fri kontantstrøm-modellen

Fri kontantstrøm-modellen til selskapskapitalen er tilnærmet lik fri kontantstrøm-modellen til egenkapitalen. Forskjellen er at for selskapskapitalmetoden estimeres verdien av selskapskapitalen ved å trekke fra finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra sysselsatt kapital. Verdien kan også estimeres ved å trekke fra netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra netto driftskapital. Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital blir neddiskontert med sysselsatt-kapitalkravet, og fri kontantstrøm til driftskapital blir neddiskontert med netto driftskapitalkravet. Som som i egenkapitalmetoden blir det forventet konstant vekst og derfor blir selskaps- og netto driftskapitalkravet fratrukket selskaps- og netto driftskapitalveksten i det andre leddet i formelen. Formelen vises nedenfor (Knivsfå, 2015k).

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1+skk_1)*\dots*(1+skk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1+skk_1)*\dots*(1+skk_T)*(skk-sk_v)} - (FG_0 + MI_0)$$

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1+ndk_1)*\dots*(1+ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1+ndk_1)*\dots*(1+ndk_T)*(ndk-nd_v)} - (NFG_0 + MI_0)$$

4.1.3.2 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen til selskapskapitalmetoden er lik som den for egenkapitalmetoden. Som for egenkapitalmetoden har superprofittmodellen for selskapskapitalen også tre ledd. Det første leddet er balanseført egenkapital. Det neste leddet er summen av superprofitt til

sysselsatt- og netto driftskapital neddiskontert med sysselsatt- og netto driftskapitalkravet. Det siste og tredje leddet er horisontleddet. I horisontleddet forventer en konstant vekst og dermed er superprofitten i perioden $T+1$ neddiskontert med sysselsatt- og netto driftskapitalkravet. I dette leddet har sysselsatt- og netto driftskapitalkravet blitt fratrukket sysselsatt- og netto driftskapitalveksten. (2015k). Formlene er gitt nedenfor.

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPS_t}{(1+skk_1) \cdot \dots \cdot (1+skk_t)} + \frac{SPS_{T+1}}{(1+skk_1) \cdot \dots \cdot (1+skk_T) \cdot (skk - skv)}$$

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1+ndk_1) \cdot \dots \cdot (1+ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1+ndk_1) \cdot \dots \cdot (1+ndk_T) \cdot (ndk - ndv)}$$

4.1.3.3 Superprofittvekstmodellen

Verdien av selskapskapitalen er som for egenkapitalmetoden lik den kapitaliserte verdien av nettoresultatet til egenkapitalen uten vekst summert med nåverdien av fremtidig vekst. Forskjellen er at verdien til selskapskapitalen estimeres ved å trekke finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra sysselsatt kapital, og netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra netto driftskapital. Fremtidig vekst er justert superprofittvekst slik at vekst bare gir verdi dersom den er lønnsom. Formelen er gitt nedenfor (Knivsflå, 2015k).

$$VEK_0 = \frac{NRS_t}{skk_t} + \frac{1}{skk_1} * \left(\sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1+skk_1) \cdot \dots \cdot (1+skk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1+skk_1) \cdot \dots \cdot (1+skk_{T+1}) \cdot (skk - skv)} \right) - (FG_0 + MI_0)$$

$$VEK_0 = \frac{NDR_t}{ndk_t} + \frac{1}{ndk_1} * \left(\sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1+ndk_1) \cdot \dots \cdot (1+ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1+ndk_1) \cdot \dots \cdot (1+ndk_{T+1}) \cdot (ndk - ndv)} \right) - (NFG_0 + MI_0)$$

4.1.4 Avkastningskrav

Den mest brukte modellen for å estimere egenkapitalens avkastningskrav er kapitalverdimodellen. Modellen går også under betegnelsen CAPM som står for "Capital Asset Pricing Model" (Koller, 2010, s.234). Kapitalverdimodellen forutsetter at forventet avkastning til aksjen er lik den risikofrie renten pluss aksjens beta multiplisert med markedets risikopremie (Koller, 2010, s.235).

Firmaets WACC er avkastningskravet som bør brukes til å neddiskontere firmaets forventede frie kontantstrøm for å estimere selskapets verdi. WACC er det vektete gjennomsnittet av etter skatt kostnadene for de ulike kildene til investert kapital som firmaet har ervervet for å finansiere selskapets drift og investeringer (Titman, 2014, s. 98-100). Selskapets WACC kan anses som det forventede avkastningskravet som investorer går glipp av fra alternative investeringer med tilsvarende risiko (Titman, 2014, s. 98).

I selskapskapitalmetoden blir kontantstrømmen enten diskontert med netto driftskravet eller selskapskapitalkravet alt ettersom hvordan en definerer gjeld. Defineres gjeld som finansiell gjeld er avkastningskravet selskapskapitalkravet. Definerer en gjeld som netto finansiell gjeld er avkastningskravet netto driftskrav.

4.2 Komparativ verdivurdering

Komparativ verdivurdering er verdivurdering basert på å sammenligne prisen til tilsvarende selskaper eller eiendeler. Denne typen verdivurdering kan utføres på to måter. Den ene er ved bruk av multiplikatormetoden og den andre er ved bruk av substansverdimodellen.

Multiplikatormodellen estimerer egenkapitalverdien ved å sammenligne med børsverdien til komparative selskaper. Man justerer for forskjeller i fundamentale forhold.

Substansverdimodellen estimerer substansverdien til individuelle eiendeler ved å sammenligne med markedsverdien til de komparative eiendelene. Egenkapitalverdien er substansverdien til eiendelene minus den komparative verdien til gjelden. Komparativ verdivurdering i form av multiplikatormodellen er den vanligste verdivurderingen i praksis (Knivsflå 2015f).

Det finnes både fordeler og ulemper ved komparativ verdivurdering. Fordelen er at den komparative verdivurderingen er en enklere og mindre kostbar verdsettelsesteknikk enn fundamental verdivurdering. På grunn av dette blir denne metoden ofte brukt i praksis. Selv om metoden er enkel kan det også innebære at den er mindre presis. Det krever en god del arbeid å gjøre multiplikatorer og prising komparative (Knivsflå 2015f).

En ulempe med komparativ verdivurdering er at metoden er avhengig av sammenligningsgrunnlag. Det vil si at valg av basis og komparative selskaper- og

substansverdien ikke trenger å være entydig. Dette medfører at den som utfører verdivurderingen har stor frihet til å påvirke verdiestimatet ved å fokusere på den multiplikatoren eller salgsverdien som gir mest mulig ”rett” svar. En annen ulempe med komparativ verdivurdering er at dersom det er optimisme i markedet kan verdivurderingen føre til for høy verdi i forhold til fundamentalverdien. Er det derimot pessimisme i markedet kan verdivurdering en bli lavere enn fundamentalverdien. Justeringer som må gjøres for å få multiplikatorer og substansverdi komparative er også en ulempe med denne metoden (Knivsflå, 2015f).

4.2.1 Multiplikatormetoden

Verdsettelsesanalyse basert på multiplikatorer og komparable selskaper kan utføres med færre forutsetninger og er raskere enn verdsettelse basert på en diskontert kontantstrøm. Dette gjør multiplikatormetoden til en populær og allment brukt verdsettelsesmetode (Damodaran 2002, s.453). Multiplikatormodellen innebærer at egen- eller selskapskapitalen til et selskap blir sammenlignet med egen- eller selskapskapitalen til et tilsvarende selskap i samme bransje. At selskaper er innenfor samme bransje vil si at de tilbyr produkter eller tjenester som er nære substitutter av hverandre. Den komparative multiplikatoren er lik medianen eller gjennomsnittet til komparative selskaper. Medianen eller gjennomsnittet kan brukes direkte dersom de komparative selskapene er svært like i drift. Har de komparative selskapene til dels ulik drift brukes en regresjonsanalyse for å justere den komparative multiplikatoren for forskjeller mellom selskapene. De vanligste multiplikatorene er balanseorienterte, resultat- og kontantstrømorienterte, og ikke-finansielle multiplikatorer (Knivsflå, 2015f). Multiplikatorer som Pris-til-fortjeneste (P/E), Pris-til-bok (P/B), Pris-til-salg(P/S) og EV/EBIT er svært populære og utbredt verdsettelsesmetoder (Lederkilden, 2004). En av de mest populære verdsettelsesmetodene er EV/EBITA (Titman, 2014, s. 261).

4.2.1.1 Pris-til-fortjeneste multiplikator

Pris-til-fortjeneste multiplikatoren sammenligner prisen nå med fortjenesten. Verdien som markedet forventer at salget i fremtiden kommer til å være, er prisen. Det vil si fremtidig fortjeneste. Prisen divideres med nåværende fortjeneste. Det vil si at P/E multiplikatoren sammenligner fremtidig fortjeneste med nåværende fortjeneste. P/E multiplikatoren bør være høy dersom en forventer at fremtidig fortjeneste vil være betraktelig høyere enn nåværende

fortjeneste. Dersom en forventer at fremtidig fortjeneste vil være lavere enn nåværende fortjeneste bør P/E multiplikatoren være lav. Dette vil altså si at P/E multiplikatoren reflekterer hva som er forventet økning i fortjeneste (Penman, 2013, s. 50).

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

Ved å dividere årsresultatet med selskapets utestående aksjer finner man fortjenesten per aksje.

$$\text{Fortjeneste per aksje} = \frac{\text{Årsresultatet}}{\text{Utestående aksjer}}$$

P/E multiplikatoren blir brukt til å estimere verdien av selskapets egenkapital. Man multipliserer P/E-multiplikatoren man har estimert for komparable selskaper med fortjenesten per aksje for selskapet som verdsettes (Titman, 2014, s. 278).

$$\begin{aligned} \text{Selskapets estimerte egenkapital} = & \\ & \left(\frac{\text{Markedspris per aksje for komparable selskaper}}{\text{Fortjeneste per aksje for komparable selskaper}} \right) \\ & * \text{Fortjeneste per aksje verdsettelsesselskapet} \end{aligned}$$

4.2.1.2 Pris-til-bok multiplikator

Verdien av egenkapitalen er selskapets verdi etter at gjelden er trukket fra. Bokverdien av egenkapitalen er aksjonærenes egenkapital i balansen (Penman, 2013, s. 44). Prisen baseres på investorenes forventede fortjeneste. En høy P/B-multiplikator vil si at forventet fortjeneste er relativ til bokverdien (Penman, 2013, s. 141). Dersom vi får en P/B på 1.0 vil det si at balansen gir en komplett verdivurdering. Dette viser også at forventet avkastning på bokført verdi er lik avkastningskravet (Penman, 2013, s. 144). P/B-formelen er vist nedenfor

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedspris per aksje}}{\text{Bokført verdi av egenkapitalen per aksje}}$$

P/B multiplikatoren blir brukt til å estimere verdien av selskapets egenkapital. En tar da P/B multiplikatoren en har estimert for komparable selskaper og multipliserer med fortjenesten per aksje for selskapet som verdsettes.

$$\begin{aligned} \text{Selskapets estimerte egenkapital} = & \\ & \left(\frac{\text{Markedspris per aksje for komparable selskaper}}{\text{Bokført verdi av egenkapital per aksje for komparable selskaper}} \right) \\ & * \text{Fortjeneste per aksje verdsettelsesselskapet} \end{aligned}$$

4.2.1.3 EV/EBITDA og EV/EBIT

Den mest populære metoden brukt til å estimere firmaverdien er EBITDA multiplien. EBITDA er fortjeneste før renter, skatt, avskrivninger og amortisering. Firmaverdien til selskapet er definert som summen av selskapets rentebærende gjeld og egenkapital minus selskapets kontanter (Titman, 2014, s. 272). Grunnen til at kontanter trekkes fra selskapets verdi er at renteinntekter ikke er en del av EBITDA. Dersom kontanter ikke blir fratrukket firmaverdien vil det medføre en overestimert EBITDA multiplenummer (Damodaran, 2002, s. 501).

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Markedsverdi av gjeld} - \text{Kontanter}}{\text{Fortjeneste før renter, skatt, avskrivninger og amortisering}}$$

EV/EBITDA multiplikatoren blir benyttet til å estimere selskapets aksjeverdi. Dette gjøres ved å først finne selskapets verdi for deretter å dividere med selskapet utestående aksjer. Man finner selskapets verdi ved å multiplisere EBITDA multiplenummeret med EBITDA-en til selskapet (Titman, 2014, s. 273).

$$\text{Selskapsverdien} = \text{EBITDA} * \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Markedsverdi av gjeld} - \text{Kontanter}}{\text{Fortjeneste før renter, skatt, avskrivninger og amortisering}}$$

$$\text{Selskapets aksjeverdi} = \frac{\text{Selskapets verdi}}{\text{Selskapets utestående aksjer}}$$

En annen populær metode brukt til å estimere firmaverdien er EBIT multiplene. EBIT vil si fortjeneste før renter og skatt. Som en ser er den eneste forskjellen at en ikke tar hensyn til avskrivninger og amortisering. Bruk av denne multiplene har lik fremgangsmåte som for EBITDA multiplene både for å finne selskapsverdien og selskapets aksjeverdi. Formlene vises nedenfor.

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Markedsverdi av gjeld} - \text{Kontanter}}{\text{Fortjeneste før renter og skatt}}$$

$$\text{Selskapsverdien} = EBIT * \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Markedsverdi av gjeld} - \text{Kontanter}}{\text{Fortjeneste før renter og skatt}}$$

$$\text{Selskapets aksjeverdi} = \frac{\text{Selskapets verdi}}{\text{Selskapets utestående aksjer}}$$

4.2.2 Substansverdimetoden

Substansverdimetoden krever at alle eiendeler og gjeld kan identifiseres. I tillegg kreves det at de har en salgs- eller markedsverdi som kan observeres, eller lett estimeres gjennom å sammenligne med lignende eiendeler og gjeld med kjent salgs- eller markedsverdi. Det er vanskeligere å finne gode sammenlignende verdier desto mer ”immaterielle” eiendelene og gjelden er. Substansverdimetoden er mest aktuell når eiendeler har klare sammenlignende verdier slik som i eiendoms- eller shippingbransjen. Substansverdien er også aktuell når immaterielle eiendeler er lave som er tilfelle ved avvikling på grunn av konkurs (Knivsflå, 2015f).

4.3 Opsjonsbasert verdivurdering

Opsjonsbasert verdivurdering er en utvidelse av den tradisjonelle fundamentale verdivurderingen. Opsjonsbasert verdivurdering har som mål å eksplisitt bygge inn verdien av fleksibilitet. Tradisjonell fundamental verdivurdering tenderer å underestimere egenkapitalverdien. En opsjon er en rett, men ikke en plikt til å kjøpe eller selge en

underliggende eiendel innen eller på et gitt tidspunkt i framtiden til en pris som er forhåndsavtalt. En europeisk opsjon er en opsjon som kan utøves på et gitt tidspunkt i fremtiden, mens en amerikansk opsjon er en opsjon som kan utøves på- eller innen et gitt tidspunkt i fremtiden (Knivsflå, 2015i).

En opsjon kan verdsettes som en funksjon av ulike variabler slik som nåverdien, variansen i verdien av det underliggende aktivum, utøvelsesprisen, tid til forfall og den risikofrie renten. Denne metoden for verdsettelse av en opsjon kalles for Black-Scholes metoden. Binominal opsjons prisingsmodellen er en annen modell som er blitt utviklet for å prise opsjoner. Denne modellen er en diskret tids-variant. Et aktivum kan verdsettes som en opsjon dersom profitten er en funksjon av verdien til det underliggende aktivum. Det underliggende aktivumet kan verdsettes som en kjøpsopsjon dersom verdien overstiger en forhåndsdefinert verdi. Et aktivum verdsettes som en salgsopsjon dersom verdien er mindre enn den forhåndsdefinerte verdien (Damodaran, 2002, s. 222-223).

4.4 Valg av verdsettelsesmetode

Verdsettelsesmetoden som benyttes for å verdsette XXL er fundamental verdivurdering. Denne metoden benyttes fordi den er den tradisjonelle verdsettelsesmetoden og fordi vi mangler komparative selskaper. Som nevnt tidligere er det tre metoder innenfor fundamental verdivurdering. Det er egenkapitalmetoden, totalkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Hver av disse metodene har også ulike modeller som brukes til å verdsette et selskap. Metoden som benyttes i verdivurderingen av XXL er fri kontantstrømmodellen til totalkapitalmetoden.

5.0 STRATEGISK ANALYSE

I dette kapitlet foretas en strategisk analyse av XXL ASA. Strategisk analyse er en kvalitativ analyse av underliggende økonomiske forhold. Skal man få innsikt i strategiske forhold tar man ifølge Knivsflå (2015) utgangspunkt av offentlig informasjon. Innsikt i strategiske forhold får man ved å utføre både eksterne og interne analyser av selskapet.

5.1 Bransjeorientert analyse

Bransjeorientert strategisk fordel er når bransjen har en netto driftsrentabilitet som er større enn netto driftskravet. Bransjefordelen kan økes dersom bransjen har muligheter i miljøet eller i selve bransjen. Bransjefordelen minskes dersom bransjer står overfor trusler i miljøet eller i selve bransjen. Grunnlaget for bransjefordelen er forhold som er felles for alle i bransjen (Knivsflå, 2015). Først foretas en makroanalyse ved bruk av PESTEL. Dette for å identifisere ytre påvirkninger. Deretter foretas en bransjeanalyse ved bruk av Porters fem krefter. En bransjeanalyse utføres for å analysere om bransjen er attraktiv (Knivsflå, 2015).

5.1.1 PESTEL

PESTEL-rammeverket kategoriserer miljømessige påvirkninger inn i seks hovedtyper: politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og legale faktorer. PESTEL gir en omfattende liste av innflytelse på mulig suksess eller svikt til ulike strategier (Johnson, Whittington & Scholes, 2011, s. 50).

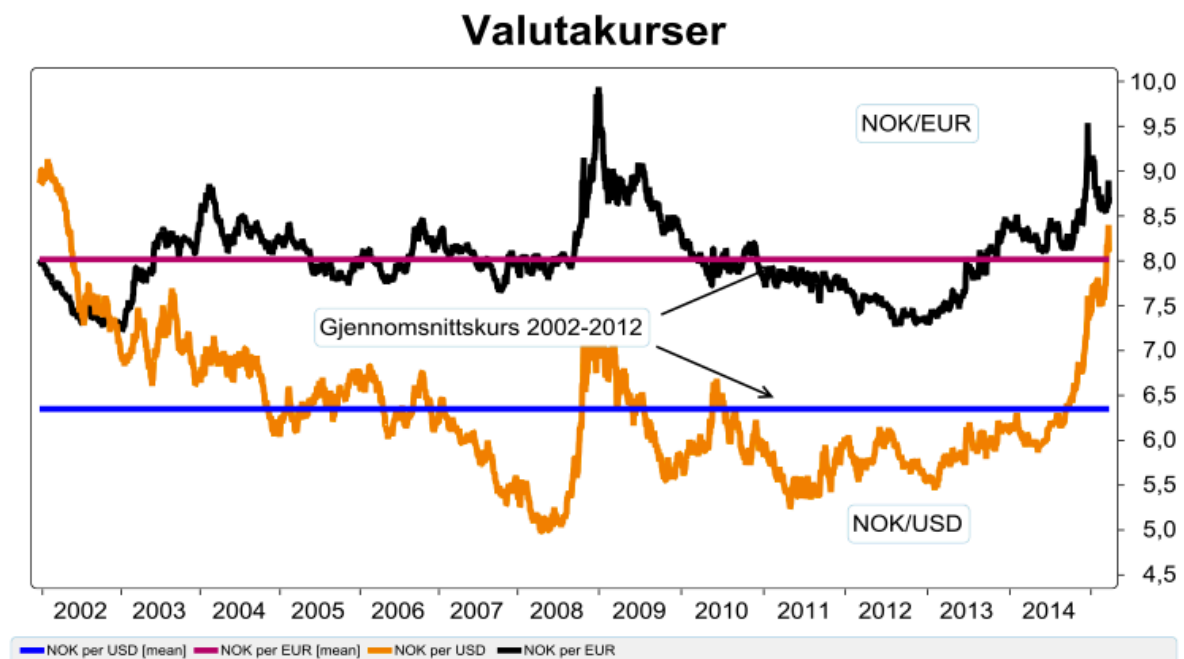
5.1.1.1 Politiske faktorer

Myndighetenes rolle i forhold til selskapet fremheves av politiske faktorer (Johnson et al., 2011, s. 50). Eksempel på politiske faktorer er formueskatt. XXL opererer ikke bare i Norge men også i Sverige og Finland, og må dermed forholde seg til skattesatser i de ulike driftsområdene. I tillegg har de planer om å ekspandere til flere land i Europa som Østerrike, Sveits og Tyskland. XXL kommer dermed til å få flere skattesatser å forholde seg til. I statsbudsjettet som regjeringen la ut for 2014 var formueskatten redusert. Dette er et positivt signal for XXL og alle andre i bransjen. I regjeringens statsbudsjett for 2014 var momsfri import økt til 350 kroner. Dette vedtaket gjør det vanskeligere for norsk handelsnæring fordi

vedtaket gjør det billigere å handle i utlandet enn å handle i Norge (Sportsbransjen AS, udatert, a). En annen politisk faktor som XXL må forholde seg til er søndagsåpne butikker, dersom dette skulle tre i kraft. Det har vært store diskusjoner om dette i det siste, men det har ikke blitt konstatert noe verken for eller mot. Skulle dette bli vedtatt er det noe XXL må forholde seg til.

5.1.1.2 Økonomiske faktorer

Økonomiske faktorer refererer til makroøkonomiske faktorer som valutakurser, konjunkturanalyse og forskjellige økonomiske vekstrater (Johnson et al., 2011, s. 50). Bransjen er mer væravhenging enn av konjunkturoendringer i økonomien. Generelt sett gjorde en svak vinter i 2014 at første kvartal var svak for bransjen. En god sommer gjorde at mange valgte å legge sommerferien til norsk natur fremfor i utlandet. Dette førte til en kraftig vekst i tredje kvartal (Sportsbransjen AS, udatert a). Økonomisk sett er Norge inne i en periode med dårligere tider enn tidligere og færre har derfor mulighet til å dra på dyre ferier og legger dermed feriene her i Norge. En annen økonomisk faktor er valutakursene. Den norske kronen har sunket i verdi og gjør det derfor dyrere å importere varer.



Figur 8 - Valutakurser. Kilde: Sportsbransjen AS, udatert, a

5.1.1.3 Sosiale faktorer

Sosiale faktorer inkluderer endrende kultur og demografi (Johnson et al., 2011, s. 50). De siste årene har det vært en stor økning i interesse for sport og fysisk aktivitet i Norge. Det er mange flere som deltar i mosjonskonkurranser og som ønsker å identifisere seg med en sporty livsstil. Den økende treningstrenden i Norge har selvsagt positiv påvirkning for alle i sportsbransjen (Sportsbransjen AS, udatert, a).

5.1.1.4 Teknologiske faktorer

Teknologisk innflytelse refererer til innovasjon i selskapet, og kan trolig redusere selskapets kostnader (Johnson et al. 2011, s. 50). XXL har operert i relativ kort tid og har dermed hatt muligheten fra start til å investere i logistikk og distribusjonssystemer som gjør det enklere å holde følge på salg og lagerbeholdning. XXLs system bygger på et min-maks konsept for hver butikk og produkt. Når lagerbeholdningen til et produkt når det forhåndsdefinerte minimumsnivået, går det automatisk en bestilling på flere produkter direkte til sentrallageret. Dette systemet fører til en effektiv måte å drive butikkene og selskapet på. Dette fører igjen til lavere kostnader for selskapet (XXL, årsrapporter).

5.1.1.5 Miljømessige faktorer

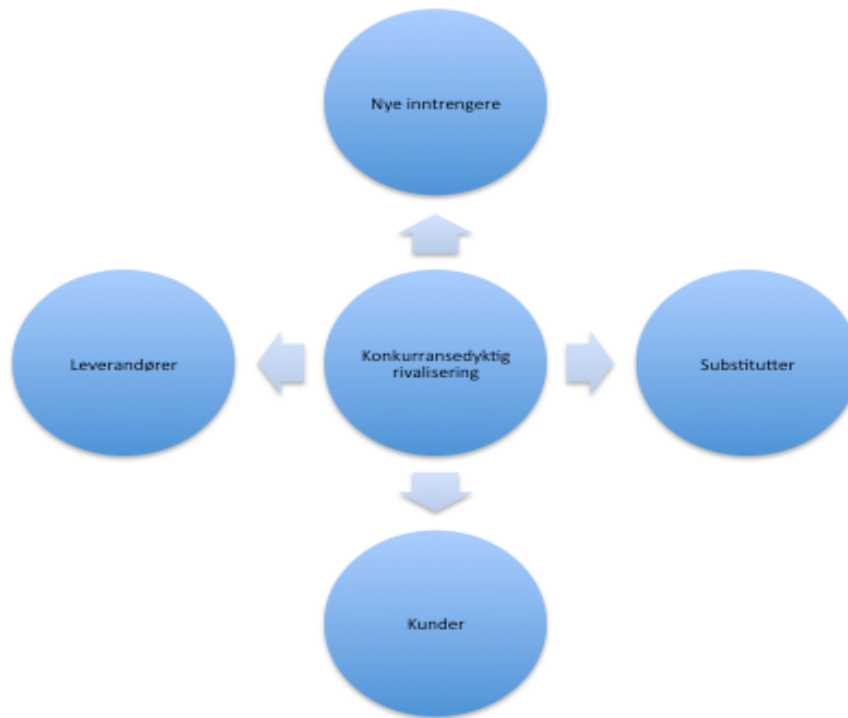
Miljøfaktorer står for miljømessige saker som forurensning og avfall. (Johnson et al., 2011, s. 50). XXL er medlem av Grønt Punkt Norge (udatert, c), og sørger med dette for at emballasjen de bruker blir samlet inn og gjenvunnet til nye produkter. Grønt Punkt Norge er et selskap som sikrer og administrerer finansiering av returordninger for plast-, metall,- og glasseballasje, emballasjekartong, drikkekartong og bølgepapp (Grønt Punkt Norge, udatert, a). Medlemmer i Grønt Punkt Norge rapportere og betaler vederlag etter mengden emballasje de er ansvarlig for å sende ut på det norske markedet (Grønt Punkt Norge, udatert, b). Elektroniske produkter og vanlig avfall skal ikke kastes sammen. Feil håndtering av elektroniske produkter fører til miljøgifter ut i naturen. Med grunnlag i dette tar XXL imot retur av elektroniske produkter av samme type eller funksjon som er solgt i XXLs varehus. I tillegg har XXL en klimanøytral servicepakke med Posten/Bring. Kunder som bestiller varer fra XXLs nettbutikk vil få tilsendt en klimanøytral servicepakke istedenfor en vanlig servicepakke (XXL, udatert, a).

5.1.1.6 Legale faktorer

Legale faktorer omfatter lovgivende begrensninger eller endringer, som helse og sikkerhet begrensninger, eller begrensninger i selskapets fusjoner og oppkjøp (Johnson et al., 2011, s. 50). Alle selskaper må følge arbeidsmiljøloven og allmenngjøringsloven. I 2015 kommer det endringer om arbeidstid, aldersgrenser, retten til kollektivt søksmål og straff. Det blir blant annet lov å jobbe tre søndager på rad, rammen for frivillig overtid utvides og retten til kollektiv søksmål fjernes. Straffen for brudd på arbeidsmiljøloven og allmenngjøringsloven har økt (Stortinget, udatert). En annen viktig lov som XXL ofte må forholde seg til er markedsføringsloven. Denne loven setter begrensninger på hvordan XXL kan markedsføre seg. XXL kan for eksempel ikke si at de er billigere enn de andre sportskjedene dersom dette ikke stemmer, eller de ikke har noe som kan bekrefte at dette stemmer. Dersom XXL ønsker å foreta et oppkjøp eller en fusjon finnes det også begrensninger til dette i aksje- og allmennaksjeloven. Et vedtak som har blitt debattert veldig i det siste er søndagsåpne butikker. Dersom dette vedtaket blir vedtatt vil dette medføre økte kostnader for XXL, og ikke nødvendigvis økt fortjeneste.

5.1.2 Porters fem krefter

Michael Porters fem krefter er et rammeverk som hjelper å identifisere en industris attraktivitet ved hjelp av fem konkurransedyktige krefter. Trusler fra nye inntrengere, trusler fra substitutter, forhandlingsmakten til kundene, leverandørenes forhandlingsmakt og konkurransedyktig rivalisering er de fem konkurransedyktige kreftene (Johnson et al., 2011, s. 54).



Figur 9 - Porters fem krefter

5.1.2.1 Trusler fra nye inntrengere

Etableringshindringer er faktorer som nye inntrengere må overkomme dersom de ønsker å konkurrere i bransjen. Typiske barrierer er stordriftsfordeler og erfaring som gjør at det vil være veldig dyrt for nye inntrengere å komme på nivå med allerede etablerte aktører. Etablerte aktører har allerede nådd stordriftsfordeler og nye inntrengere vil få høyere enhetskostnader frem til de når det samme volumet. En annen barrierer er tilgang til forsyninger og distribusjon. Lojalitet til eksisterende aktører fra leverandører og kunder kan gjøre det vanskelig for nye inntrengere å få tilgang til dem. Forventet gjengjeldelse kan være en annen barriere dersom nye inntrenger tror at gjengjeldelsen til eksisterende aktører vil være for kostbar. En gjengjeldelse fra eksisterende aktører kan være priskrig eller en markedsføringsblits. En annen barriere for nye inntrengere kan være lovgivning eller statlige tiltak. Lovgivning eller statlige tiltak kan være patentbeskyttelse, reguleringer i markedet eller gjennom myndighetenes tiltak som tariffavtaler. Differensiering er en annen barriere. Differensiering vil si at de nye inntrengerene må komme med et produkt eller en tjeneste som har en høyere opplevd verdi enn hva de eksisterende aktørene allerede tilbyr (Johnson et al. ,2011, s. 55-57).

XXL er den kjeden som har størst markedsandel av sportskjedene med sine 25,4%. Sportskjeden har 91% av bransjens omsetning, altså har XXL store deler av markedsandelen. Allerede etablerte kjeder har store deler av markedet, noe som gjør det veldig vanskelig for andre aktører å etablere seg i markedet. I tillegg til at allerede etablerte aktører har store deler av markedsandelen er det også store priskrigrer i bransjen. Det spesielt blant XXL og G-Max. En slik priskrig gjør det svært vanskelig å etablere seg i markedet. XXLs forretningsidé er at de skal ha et stort utvalg, kjente merkevarer og lave priser. Denne forretningsidéen til XXL har gjort at markedet har blitt svært konkurransedyktig. XXL har helt siden oppstarten økt sin markedsandel. En svært viktig faktor til dette er tilbudet av både kjente merkevarer, deres store utvalg og selvsagt de lave prisene. XXL har som nevnt tidligere et stort utvalg i deres butikker og fokuserer på seks kategorier, 1) sport, helse og fitness, 2) sko, 3) sportsutstyr 4) utendørs 5) ski og sykler og 6) jakt. At XXL tilbyr dette i hver enkel butikk gjør det enkelt å handle alt du trenger på et sted. Dette har vært en veldig viktig, kanskje den viktigste faktoren for den store suksessen som XXL har hatt.

5.1.2.2 Trusler fra substitutter

Produkter eller tjenester som tilbyr liknende nytte til en bransjes produkter eller tjenester, men ved en annen prosess, er substitutter. Pris/ytelse-forholdet er kritisk til substitutt-trusler. Selv om et substitutt er dyrere er det likevel en effektiv trussel så lenge det tilbyr ytelsesfordeler som kunden verdsetter (Johnson et al., 2011, s. 57).

En trussel er at flere og flere kleskjeder har startet å selge sportsklær i sine butikker. I tillegg til butikker har også nettsider som selger klær startet å selge sportsklær. Internetthandel har blitt veldig vanlig blant befolkningen, ca. 62% av nordmenn handler på nett hvert kvartal. Netthandelen utgjør 6% av all handel i Norge (Sportsbransjen AS, udatert, a). Det at du kan få både vanlige klær og sportsklær på et og samme sted kan være en trussel for sportskjeder. Netthandelen har også økt for XXL, og det at de tilbyr 100 dager åpent kjøp uavhengig av om du har handlet på nettet eller i et av deres varehus gjør at de har en fordel i dette. 100 dager åpent kjøp vil si at kunden får pengene tilbake dersom kunden angrer på kjøpet (XXL, udatert, b). Som nevnt ovenfor kan det at kleskjeder har startet å selge sportsklær i sine butikker ha en negativ påvirkning for salget av sportsklær i sportskjedene.

5.1.2.3 Forhandlingsmakten til kundene

Kunder kan ofte presse prisene ned og kreve forbedringer ved produkter eller tjenester. Dette vil redusere fortjenesten. Dersom kundene er mektige vil de ha høy forhandlingsmakt.

Kundenes makt er høy dersom noen få kunder står for majoriteten av salget. Kundene har også høy makt dersom de lett kan bytte fra en leverandør til en annen. Dersom kundene har evnen til å forsyne seg selv, eller har muligheten til å få den evnen er forhandlingsmakten deres høy (Johnson et al., 2011, s. 58).

Kundebarometeret (BI Handelshøyskolen, udatert) viser at for 2014 hadde XXL en høy tilfredshet blant kundene, med en poengscore på 72,4 på en skala fra 0 til 100. XXL hadde en poengscore på 83,3 på kundebarometeret for 2014 når det gjaldt kundenes lojalitet. Denne poengscoren er høyere enn hva deres største konkurrent G-Max har. G-Max har en tilfredshet på 69,6 og en lojalitet på 78,6. Selv om XXL har en høyere poengscore på lojalitet og tilfredshet er det fortsatt ikke store forskjeller på XXL og G-Max. Dette betyr at forhandlingsmakten til kundene er ganske høy. Dette har også en påvirkning på prisen, noe som også viser seg i den store priskrigen som er pågående spesielt mellom XXL og G-Max. Det at kundene lett kan bytte fra en leverandør til en annen gir kundene svært stor makt.

5.1.2.4 Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandører er de som forsyner selskapet med det som trengs for å kunne produsere produktet eller tjenesten. Leverandørenes makt avhenger av hvor konsentrerte leverandørene er, høye kostnader ved bytte og leverandørens konkurransetrussel. Dersom det er få leverandører har leverandørene høy makt. Høye byttekostnader fra en leverandør til en annen gjør også at leverandøren får høy makt. Leverandørens mulighet til å kutte ut kjøpere som opptrer som mellommenn øker også makten deres (Johnson et al., 2011, s. 58-59).

XXL har som nevnt tidligere et veldig stort utvalg i deres varehus og har på grunn av det et stort antall leverandører som leverer produkter til dem. Det er også mange leverandører innenfor disse kategoriene som XXL fokuserer på som gjør at forhandlingsmakten til leverandørene ikke er så stor. Større merkevarer har selvsagt større forhandlingsmakt enn små merkevarer. Eksempel på store merkevarer innen sportstøy er Nike og Adidas.

5.1.2.5 Konkurransedyktig rivalisering

Konkurransedyktige rivaler er selskaper som har liknende produkter og tjenester siktet mot samme kundegruppe (Johnson et al., 2011). Der det er konkurrenter av liknende størrelse er det fare for svært rivaliserende oppførsel. Grunnen til dette er at konkurrentene prøver å få dominans over de andre. Markeder hvor det er lav vekst er ofte svært rivaliserende fordi veksten til et selskap vil være på bekostning av et annet selskap. Industrier som har høye faste kostnader er også svært rivaliserende. Grunnen til dette er at selskaper forsøker å fordele deres kostnader. Dette vil si å redusere deres enhetskostnader. For å gjøre dette må selskapet øke deres volum, og dermed oppstår rivaliseringen blant aktørene i bransjen. Høye barrierer for å forlate industrien fører til økt rivalisering i bransjen. En bransje med lav differensiering har høy rivalisering fordi det er lite som skal til for at kunder bytter fra det ene til det andre.

Det er stor priskrig mellom aktørene i sportsbransjen, og da spesielt XXL og G-Max. XXL sier at de er den eneste sportskjeden som har prisløfte. De setter alltid ned prisene dersom de oppdager at prisene deres er dyrere enn konkurrentene. Prisløftet gjelder mot lokale, konkurrerende butikker i de byene det finnes XXL-varehus. Dersom en kunde finner en identisk vare til en lavere pris hos noen av konkurrentene innen 30 dager etter kjøpsdatoen, betaler de differansen tilbake. Den lavere prisen må dokumenteres for å kunne få betalt differansen (XXL, udatert, b). Dette prisløftet fører til sterk priskrig mellom aktørene i sportsbransjen.

I perioden 2005 – 2010 vokste sportsbransjen mer enn noen annen detaljhandel. Veksten flatet litt ut i 2011 men fra 2012 til 2014 har bransjen igjen noe vekst. I 2014 hadde sportsbransjen en salgsvekst på 5,2%. Norge er det landet som selger mest sportsutstyr i verden per capita, og i gjennomsnittet tre ganger mer enn i Europa i følge Sporting Goods Intelligence. I 2014 økte omsetningen med 650 millioner norsk kroner. En slik vekst i omsetning gjør sportsbransjen til en rivaliserende bransje. Dette gjelder da spesielt sportskjeder siden det er de som står for 91% av bransjens omsetning (Sportsbransjen AS, udatert, a). De fleste av varene som blir solgt i XXLs varehus finner kunden også hos andre sportskjeder og butikker. Det er bare noen varer i XXLs utvalg som ikke selges hos konkurrentene (XXL, udatert, b). Dette gjør at det er enkelt for kunden å bytte fra den ene sportsbutikken til den andre. En slik lav differensiering gjør sportsbransjen til en høyt

rivaliserende bransje. At det er priskrig, vekst og lav differensiering tilsvarer en bransje med høy konkurranse.

5.1.3 Oppsummering Porters fem krefter

Nedenfor viser tabellen en samlet oversikt over analysen av Porters fem krefter. Porters fem krefter påvirker både hvor lønnsomt selskapet er, men også hvor attraktivt det er. XXL er et konkurransedyktig selskap fordi trusler fra nye inntrengere og substitutter er lav. Selv om forhandlingsmakten til kunder er sterk er XXL et konkurranse dyktig selskap fordi de har en høyere kundetilfredshet og lojalitet enn deres konkurrenter. Det store utvalget i deres varehus gjør dem også til et svært konkurransedyktig selskap.

Porters fem krefter			
Styrke	Lav	Moderat	Sterk
Trusler fra nye inntrengere	x		
Trusler fra substitutter	x		
Forhandlingsmakten til kunder			x
Leverandørens forhandlingsmakt		x	
Konkurransedyktig rivalisering			x

Tabell 1 - Porters fem krefter

5.2 Ressursorientert analyse

Ressursorientert strategisk fordel, ressursfordel, er når selskapet har en netto driftsrentabilitet som er høyere enn bransjens netto driftsrentabilitet. En ressursfordel blir også kalt for en selskapsfordel. Ressursfordelen kan økes dersom selskapet har sterke sider internt, eller minkes dersom selskapet har svake sider internt sammenlignet med bransjen. Grunnlaget for ressursfordelen er særegne interne ressurser i selskapet (Knivsflå, 2015). En VRIO-analyse vil være til grunn for å finne ressursfordelen til XXL ASA.

5.2.1 SVIMA-analyse

VRIO-analyse blir på norsk kalt for en SVIMA-analyse (Knivsflå, 2015). En SVIMA-analyse er en intern analyse som utføres for å identifisere ressursfordelen til selskapet. Analysen viser om selskapet har ressurser som er sjeldne, viktige, ikke-imiterbare, mobiliserte og approprierbare. Nedenfor gis en beskrivelse på disse fem betingelsene (Kunnskapssenteret, udatert).

Betingelse	Beskrivelse
Sjelden (S)	En ressurs er hos få eller ingen av konkurrentene
Viktig (V)	Ressursen har effekt på bedriftens kostnader og kundens betalingsvillighet
Ikke-imiterbar (I)	I hvilken grad konkurrenter og inntrengere kan skaffe eller kopiere og erstatte ressursen
Mobiliserbar (M)	Mulig å ta i bruk, i hvilken grad bedriften har tatt i bruk ressursen for å skape verdi
Approprierbar (A)	Den økonomiske verdien må være til fordel for bedriften, ikke for andre

Tabell 2 – SWIMA-analyse: fem betingelser

Materielle og immaterielle ressurser vil bli analysert i forhold til disse betingelsene.

Materielle ressurser som vil bli analysert er finansiell kapital og fysisk kapital. Finansiell kapital vil si penger eller andre kapitalgjenstander som ikke er av fysisk art. Fysisk kapital er fast eiendom som bygninger og maskiner. Organisatorisk kapital og kunnskapskapital er immaterielle ressurser som vil bli analysert. Organisatorisk kapital er ledelsessystemer og rutiner. Kunnskapskapital kan være patenter, teknologi og ansattes erfaring og kompetanse.

5.2.1.1 Finansiell kapital

XXL har etter børsnoteringen fått en egenkapitalandel på 0,602 som er en svært høy egenkapitalandel. Selv om XXL er i oppstartsfasen har de helt fra starten av hatt en økende egenkapitalandel. XXL hadde i 2013 en egenkapitalandel på 0,243 og økte til 0,602 i 2014 på grunn av nedbetalingen av lån etter børsnoteringen. En så høy egenkapitalandel er veldig bra for soliditeten til firmaet. XXL har også en stigende rentedekningsgrad gjennom hele perioden. I 2014 hadde bedriften en rentedekningsgrad på 1,841. Rentedekningsgraden til et selskap viser bedriftens evne til å kunne betale sine rentekostnader. Det at XXL har en stigende og positiv rentedekningsgrad viser at bedriften ikke har problemer med å kunne betale rentekostnader. Dette er beskrevet nærmere i regnskapsanalysen og lønnsomhetsanalysen.

5.2.1.2 Fysisk kapital

Store deler av XXLs fysiske kapital er deres varehus, som er den største faktoren for deres sterke vekst i sportsbransjen. XXL har varehus både i Norge, Sverige og Finland, men de har også planer om å utvide til Østerrike, Sveits og Tyskland. I dag har de 23 varehus i Norge, men har planer om å utvide til 30-35 i løpet av de neste årene. Ved utgangen av 2014 hadde XXL 17 varehus i Sverige, og er den tredje største kjeden i Sverige. XXL er imidlertid den sportskjeden som øker desidert mest i Sverige (Sportsbransjen, udatert, b). I 2014 åpnet XXL fire varehus i Finland og har planer om store utvidelser i løpet av de neste årene. Alle disse varehusene i de nordiske landene har gjort XXL til den største sportskjeden i Norden.

I forbindelse med børsnoteringen uttalte XXL sine forventninger angående nye butikker. XXL har allerede i år åpnet 2 nye butikker i Finland. I tillegg har de signert leasingkontrakt for åpning av 8 nye varehus i 2015, der åpningen av ett av disse muligens må utsettes til 2016. XXL forventer å åpne varehus i det samme tempoet i flere år fremover (XXL ASA, udatert).

De nordiske landene har noen av de samme karakteristikkene som gjør det lettere å etablere seg i nye områder. Østerrike, Sveits og Tyskland har også noen av de samme karakteristikkene som de nordiske landene. De har for eksempel fire sportssesonger og høyt forbruksnivå per innbygger. Som nevnt tidligere er Norge det landet som selger mest sportsutstyr per capita.

Selv om dette gir XXL stor vekst i markedet og omsetning er ikke dette noe som ikke kan imiteres av konkurrenter. Konkurrenter kan også øke deres antall i varehus og XXL kan dermed miste fordelene de har. Selv om XXLs fordel er imiterbar, vil det ta lang tid før en annen sportskjede får etablert seg i like stor grad som XXL har gjort.

5.2.1.3 Organisatorisk kapital

En viktig fordel er at XXL eier og opererer alle sine varehus selv. Dette gjør at selskapet får mye større kontroll sammenlignet med kjeder som er avhengige av franchising. I oppstartsfasen har selskapet full kontroll over valg av lokasjon, signering av lisenser og valg av ansatte. Selskapet bruker lang tid på valg av beliggenhet, og alle varehusene er lokalisert i kjøpesentre eller sentre av byene de er lokalisert i. Etter at et varehus har åpnet kan de

beregne nøkkeltall på salg og inventar. Etter som XXL er ganske nye i markedet har de hatt mulighet til å integrere systemer som gjør det enklere å følge med på varebeholdningen i hvert varehus. En veldig stor fordel er størrelsen på varehusene. Større men færre varehus fører til økende logistisk effektivisering og reduserer selskapets kostnader. En del av XXLs strategi er å ha et stort utvalg av merkevarer for et bredt utvalg av sports- og friluftaktiviteter. Dette store utvalget fører til stor pågang til XXLs varehus. Det store utvalget og kontrollen de har over hele prosessen til varehusene fører til en organisatorisk kapital. Dette gir XXL en svært stor fordel overfor andre konkurrenter. I teorien er denne kapitalen imiterbar, men XXLs forsprang og planer om utvidelse er etter vår mening så solid at det vil gi en stor fordel langt frem i tid.

5.2.1.4. Kunnskapskapital

XXL ASA er et selskap med rundt 2300 ansatte (Proff, udatert). Selskapet søker primært ansatte som har betydelig kompetanse og interesse innenfor sport og utendørsaktiviteter. XXL har stor fokus på kunnskap, utvikling og opplæring av sine ansatte. Nyansatte går gjennom et tre dagers intensivt kurs på selskapets eget kurssted i Finnskogen i Hedmark (XXL, udatert, e). Som nevnt tidligere fokuserer XXL på seks kategorier. Hver ansatt blir knyttet til en av disse seks kategoriene og har dybdekunnskap om den gjeldende kategorien. XXLs kunnskapskapital er noe de andre konkurrentene også har mulighet til å gjøre. Dette gjør kunnskapskapitalen imiterbar. Likevel gir dette et midlertidig fortrinn etter SVIMA-analysen.

5.2.2 Oppsummering SVIMA-analyse

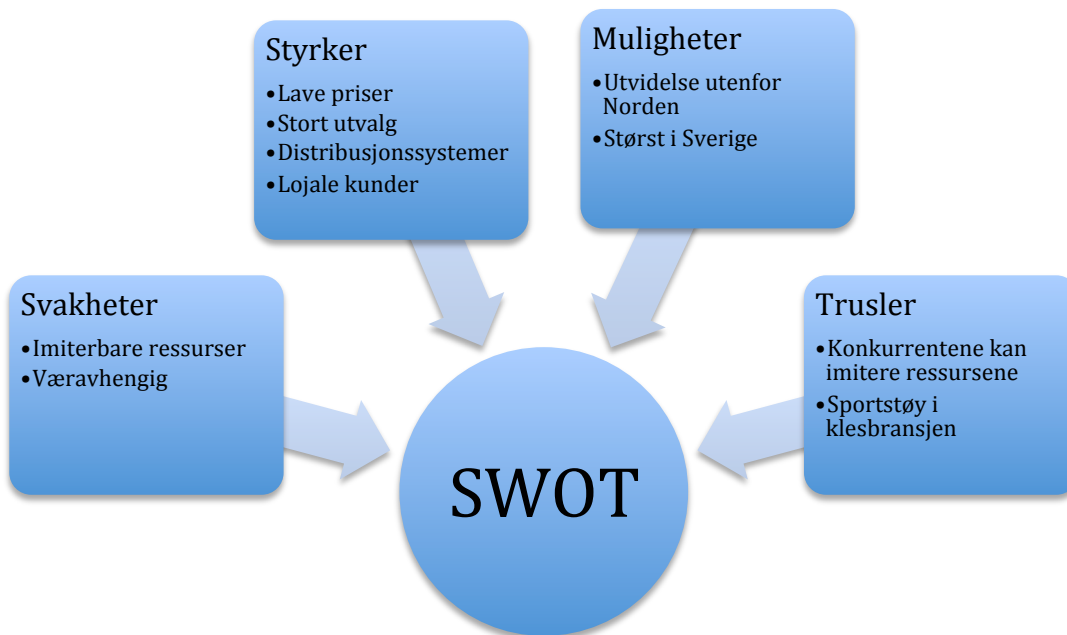
Svima-analysen som ble gjennomført ovenfor oppsummeres i følgende tabell. Tabellen nedenfor viser hvordan de ulike ressursene vurderes i forhold til de fem betingelsene som ble nevnt tidligere. Tabellen viser at XXL har et midlertidig fortrinn på alle ressurser som ble analysert i SVIMA-analysen.

Ressurs	Sjelden	Viktig	ikke- imiterbar	Mobilisert	Approprieterbar	Utfall
Finansiell kapital	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Fysisk kapital	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Organisatorisk kapital	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Kunnskapskapital	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn

Tabell 3 - Oppsummering SWIMA - analyse

5.3 SWOT – analyse

En måte å overvåke det eksterne og interne miljøet er ved en SWOT-analyse. En SWOT-analyse er en samlet vurdering av selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler. (Kotler & Keller, 2012).



Figur 10 - SWOT - analyse

6.0 OMGRUPPERING FOR ANALYSE

I de kommende kapitlene omgrupperes XXLs historiske resultat- og balanseregnskap. Dette gjøres for å få bedre innsikt i regnskapene. Målet er å klargjøre skillet mellom drift og finans. I tillegg undersøkes det om det finnes unormale poster i regnskapene. Unormale poster er poster som ikke er ventet å komme tilbake år etter år, og som derfor ikke kan fremskrives. Er disse betydelige, kan det være hensiktsmessig å trekke de ut før verdsettelsen av selskapet (Knivsflå, 2015g).

Gjennom omgrupperingen av regnskapene får man også identifisert poster som er nødvendige for å kunne utføre risikoanalysen og lønnsomhetsanalysen i henholdsvis kapittel 7 og 9.

Det er blitt funnet mindre regnefeil i de rapporterte regnskapene. Vi er i omgrupperingen av regnskapene nødt til å sette opp postene slik de står i de rapporterte regnskapene, selv om det medfører feil. Feilene vurderes likevel ikke til å være så store at de har noen større betydning for verdsettelsen.

6.1 Omgruppering av regnskap

Hensikten med å omgruppere regnskapet er å forberede det for analyse. Omgrupperingen gir innsikt i underliggende forhold ved å klargjøre skillet mellom drift og finansiering, og mellom normale og unormale poster (Knivsflå, 2015g). Balanseregnskapet, resultatregnskapet og kontantstrømoppstillingen er ofte basert på NGRS (norsk god regnskapsskikk) eller IFRS (international financial reporting standards). Disse oppstillingene fokuserer på risiko, det vil si likviditet, soliditet og rentedekning, og man kan derfor si at de er mest kreditororienterte. Målet er å gjøre oppstillingene mer investororienterte. Dette betyr at i tillegg til risiko ønsker man fokusere på lønnsomhet og vekst. Slik kan oppstillingen tilfredsstillende både investoren og kreditoren (Knivsflå, 2015h).

Det er blitt funnet avvik i finansinntekter og finanskostnader for 2013. I årsrapporten for 2013 er finansinntekter oppgitt til å være 42 287 og finansutgifter 267 140. I rapporten for 2014 er tallene for 2013 tatt med som sammenligningsgrunnlag. Her er finansinntekter for 2013 på 29 000 og finansutgifter på 254 000. Netto finansinntekter er på -224 000 i begge rapportene. Avviket gir en utfordring ved omgruppering av regnskapet der det ikke vites

hvilke tall som er de riktige. Finansinntektene- og utgiftene fra de reviderte rapportene har blitt benyttet, da disse virker mest pålitelige.

6.1.1 Omgruppert resultatregnskap

Knivsfå (2015h) benytter fire steg for omgruppering av resultatregnskapet. Første steg går ut på å identifisere fullstendig nettoresultat (FNR). FNR består av det rapporterte årsresultatet, annet fullstendig resultat, kanskje bedre kjent som ”comprehensive income”, og eventuelt ”dirty surplus”.

Dirty surplus-poster er balanseposter som følge av omvurderinger føres direkte mot egenkapitalen og ikke blir resultatført. Dette er brudd på kongruensprinsippet slik det står i regnskapsloven; ”alle inntekter og kostnader skal resultatføres” (Lundesgaard, 2012). Siden regnskap etter IFRS har skilt ut annet fullstendig resultat, er det sjelden dirty surplus i IFRS-regnskap. Det er ikke blitt funnet noe dirty surplus for XXL i analyseperioden. Dette vil si at fullstendig nettoresultat er det samme som ”sum annet resultat for året” i det rapporterte resultatregnskapet.

I andre steg deler man det fullstendige nettoresultatet inn etter sine kilder, hva som kommer fra drift og hva kommer fra finans. I det omgrupperte resultatregnskapet viser kolonnen til høyre hva som er drifts- og hva som er finansrelatert. Oppstillingen er også delt inn etter hva resultatet går til; finanskostnad, skattekostnad og resultat til egenkapital.

Tredje steg går ut på å identifisere de normale og unormale postene i det fullstendige resultatet. De normale postene er poster som er ventet å komme tilbake periode etter periode. Disse er relevante for beregninger fremover i tid, og derfor også for verdsettelse. Unormale poster er engangsposter eller poster som oppstår kun i få perioder. Disse kan man vanskelig forutse, og de er derfor lite relevante for fremtidsregnskapet og verdsettelsen. Er de unormale postene av en betydelig størrelse, vil man vurdere å trekke de ut før verdsettelsen.

I siste steg fordeles skattekostnaden på alle resultat. En selskapsskatt på 27% har blitt benyttet over hele beregningsperioden. Finanskostnadsskatten settes også til 27%. Netto finanskostnad finner man ved å trekke finanskostnadsskatten fra de normale

Verdsettelse av XXL ASA

finanskostnadene. I tillegg benyttes en finansinntektsskattesats $fiss$ på 18 prosent, etter Knivsflås (2015h) anbefalinger. Den normale finansinntekten minus finansinntektsskatten gir netto finansinntekt.

Videre har den normale driftsskattesatsen $ndss$ blitt beregnet, ved å først regne ut driftsskattesatsen dss for alle årene i analyseperioden. Dss regnes ut ved hjelp av formelen under (Knivsflå, 2015h).

$$dss = \frac{NSK - (fiss * FI) - (ufrss * UFR) + (fkss * FK)}{DR + UDR}$$

NSK = normal skattekostnad (rapportert skattekostnad - unormal skattekostnad)

FI = normal finansinntekt, med tilhørende skattesats $fiss$

UFR = unormalt finansresultat (unormale finansinntekter – unormale finanskostnader), med tilhørende skattesats $ufrss$

FK = normale finanskostnader med tilhørende skattesats $fkss$

DR = normalt driftsresultat (driftsinntekter – driftskostnader)

UR = unormalt driftsresultat (unormale driftsinntekter – unormale driftskostnader)

Skattekostnaden blir sett på som normal, og NSK vil derfor være lik 27%. Som nevnt tidligere har det blitt benyttet en finansinntektsskattesats $fiss$ på 18%. For årene 2011-2014 er det beregnet en gjennomsnittlig dss på 0,2754, og en median på 0,2732. Knivsflå (2015h) anbefaler å bruke den minst ekstreme av gjennomsnittet og medianen, og derfor benyttes en $ndss$ på 27,32%

Tabellen under viser det omgrupperte resultatregnskapet.

Verdsettelse av XXL ASA

Omgruppert resultatregnskap XXL ASA						
Tall i NOK 1 000						
		2011	2012	2013	2014	
	Driftsinntekter	2 470 952	3 107 165	4 010 226	5 215 000	Drift, normalisert
-	Driftskostnader	2 182 077	2 782 787	3 609 280	4 695 000	
=	Driftsresultat egen virksomhet	288 875	324 378	400 946	520 000	
-	Driftsrelatert skatt egen virksomhet	78 921	88 620	109 539	142 064	
=	Netto driftsresultat i egen virksomhet	209 868	235 661	291 287	377 780	
+	Nettoresultat driftstilnyttede virksomheter	-	-	-	-	
=	Netto driftsresultat	209 868	235 661	291 287	377 780	Finans, normalisert
+	Netto finansinntekt	8 895	9 135	34 675	82 820	
=	Nettoresultat til sysselsatt kapital	218 763	244 795	325 963	460 600	
-	Netto finanskostnad	181 227	183 686	195 012	206 590	
-	Netto minoritetsresultat	-	-	-	-	
=	Nettoresultat til egenkapital	37 536	61 109	130 950	254 010	
+	Unormalt netto driftsresultat	-	-	-	-	Unormalt
+	Unormalt netto finansresultat	138	-243	910	-3 000	
=	Fullstendig nettoresultat til egenkapital	37 674	60 866	131 860	251 010	
-	Netto betalt utbytte	-	-	-	-	
=	Endring i egenkapital	37 674	60 866	131 860	251 010	

Tabell 5 – Omgruppert resultatregnskap XXL ASA

Resultatregnskapet man ender opp med er inndelt i drift og finans, og skiller normalt og unormalt. XXL har svært lite unormalt i sitt regnskap. Det unormale resultatet kommer fra renteendringer i valutakurser. Hadde det unormale netto drifts- eller finansresultatet utgjort betydelige summer, ville man trukket ut dette for verdsettelse av XXL. Her er likevel det unormale av en så liten skala at det velges å ikke trekke det ut, da det vil ha en forsvinnende liten betydning for verdsettelsen.

Gjennom omgrupperingen av resultatregnskapet får en bedre innsikt i XXLs resultat. I tillegg brukes flere av postene i det omgrupperte regnskapet i risikoanalysen i neste kapittel.

6.1.2 Omgruppert balanseregnskap

For omgruppering av balanseregnskapet benyttes Knivsflås (2015g) fremgangsmåte. Også her har postene i regnskapet blitt delt inn etter drift og finans. Eiendeler som har med driften å gjøre er driftsrelaterte, og eiendeler som ikke har med driften å gjøre er finansielle eller driftsfremmende. Gjelden er driftsrelatert om den ikke er rentebærende, mens den rentebærende gjelden er finansiell.

Den sysselsatte kapitalen, på engelsk capital employed, er kapitalen som er innskutt av eierne og av finansielle långivere. Sysselsatt kapital består av egenkapital, minoritet og finansiell gjeld. Tabellen under viser sluttresultatet av den omgrupperte balansen. Den mer detaljerte inndelingen av balansepostene i drift og finansiering er tatt med i vedlegg 12.3.

Omgruppert balanseregnskap XXL ASA						
Tall i NOK 1 000						
		01.01.2011	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3 048 822	3 134 933	3 221 624	3 320 048	3 366 000
+	Driftsrelatert arbeidskapital	179 885	285 537	469 804	524 943	727 000
=	Netto driftseiendeler	3 228 707	3 420 470	3 691 428	3 844 991	4 093 000
+	Finansielle eiendeler	117 394	133 912	62 153	173 792	222 000
=	Sysselsatte eiendeler	3 346 101	3 554 382	3 753 581	4 018 783	4 315 000
	Egenkapital	933 652	988 184	1 047 501	1 173 481	3 212 000
+	Minoritetsinteresser	-	-	-	-	-
+	Finansiell gjeld	2 412 450	2 566 198	2 706 082	2 845 300	1 104 000
=	Sysselsatt kapital	3 346 102	3 554 382	3 753 583	4 018 781	4 316 000

Tabell 6 – Omgruppert balanseregnskap XXL ASA

På grunn av regnefeil/avrundingsfeil i det rapporterte balanseregnskapet, har det flere av årene blitt en differanse mellom sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital. Disse skal i teorien være like. Vi har ingen forutsetninger for å vite hvilke av postene som er feil. Derfor settes den omgrupperte balansen opp slik den har blitt regnet ut, selv om dette medfører en ”ubalanse”.

7.0 RISIKOANALYSE

I dette kapitlet analyseres XXLs kortsiktige og langsiktige risiko. Den kortsiktige risikoanalysen eller likviditetsanalysen representeres av likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad. Likviditetsgrad 1 måler hvor stor risikoen er for at XXL ikke kan betale sine kortsiktige obligasjoner, og avdekker dermed hvor stor selskapets evne er til å finansiere sine nåværende aktiviteter. Rentedekningsgraden måler selskapets mulighet til å kunne betale sine rentekostnader på inntjening før renter og skatt. Den langsiktige risikoanalysen eller soliditetsanalysen representeres av egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet. Andelen egenkapital i forhold til total kapital viser i hvor stor grad bedriften har evne til å betale avdragene på sin utestående gjeld. Netto driftsrentabilitet er et mål på hvor mye selskapets drift kaster av seg.

Likviditetsanalysen og soliditetsanalysen oppsummeres til slutt i en syntetisk rating – en ”karakter” på risikoen (Knivsflå, 2015e). Denne er basert på likviditetsgrad 1, egenkapitalandel, rentedekningsgrad og netto driftsrentabilitet. Den syntetiske ratingen gir en pekepinn på bedriftens risiko for konkurs. Konkursrisikoen gir grunnlag for å kunne sette en riktig kredittrisikopremie ved utregning av avkastningskrav i kapittel 8. Kredittrisikopremien eller illikviditetspremien reflekterer kompensasjonen investorene krever for økt risiko. En relativt høy estimert risiko gir en relativt høy kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien legges til egenkapitalkravet. Den påvirker derfor diskonteringsrenten og dermed også selskapsverdien.

Likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet er eksempler på forholdstall. Vi har sett på disse størrelsene bakover i tid, fra 2011-2014. Dette kalles en tidsserieanalyse av forholdstall (Knivsflå, 2015e).

7.1 Likviditetsanalyse

Bedriftens kortsiktige likviditetsrisiko er risikoen for at bedriften ikke vil kunne møte sine kortsiktige obligasjoner (Damodaran, 2012). Det skjer for eksempel ofte at bedrifter må levere varer til kjøper som kjøper ikke betaler for med en gang. Dette pengeunderskuddet løser bedriftene ved å ta opp kortsiktige lån. I likviditetsanalysen måles bedriftens evne til å overholde disse kortsiktige forpliktelsene. Den mest brukte metoden for å måle bedriftens

kortsiktige likviditetsrisiko er likviditetsgrad 1 (Damodaran, 2012). Etter Knivsflå (2015f) tas også rentedekningsgraden med i likviditetsanalysen.

7.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 viser forholdet mellom bedriftens omløpsmidler og kortsiktig gjeld (Damodaran, 2012):

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

En likviditetsgrad på 1 betyr at bedriften har like mye omløpsmidler som kortsiktig gjeld. Dette betyr at bedriften har like mye obligasjoner utestående i løpet av det kommende året, som eiendeler som kan omgjøres til kontanter. Dette vil være en indikator på kortsiktig likviditetsrisiko. Den tradisjonelle oppfatningen er at bedriften bør opprettholde en likviditetsgrad på 2 eller høyere for å minimere risikoen. Damodaran (2012) argumenterer likevel for at bedriftene må foreta en avveining mellom å minimere likviditetsrisikoen, og å binde opp mer og mer penger i netto arbeidskapital, som er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. En for høy likviditetsgrad kan i følge han være en indikator på et usunt firma som har problemer med å redusere varelageret sitt.

Likviditetsgrad 1					
År	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
Omløpsmidler	946 128	1 072 318	1 469 270	1 904 000	
/ Kortsiktig gjeld	587 319	617 249	913 330	954 000	
= Likviditetsgrad 1	1,611	1,737	1,609	1,996	1,822

Tabell 7 – Likviditetsgrad 1

XXL har en tidsvektet likviditetsgrad 1 på 1,822. Likviditetsgrad 1 har en stigende trend, med unntak av en nedgang i 2013. I 2014 var likviditetsgrad 1 på 1,996. Dette er veldig nærme det tradisjonelle målet om at omløpsmidlene bør være dobbelt så store som den kortsiktige gjelden.

7.1.2 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden måler bedriftens evne til å tåle rentekostnadene på inntjening før renter og skatt. I XXLs tilfelle er dette det samme som driftsresultatet. En høy rentedekningsgrad betyr at bedriften har en god evne til å kunne betale sine rentekostnader.

Rentedekningsgraden finnes ved formelen under (Damodaran, 2012).

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Inntjening før renter og skatt}}{\text{Rentekostnader}}$$

Rentedekningsgrad					
År	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
Driftsresultat	288 875	324 378	400 946	521 000	
/ Rentekostnader	227 601	240 889	249 170	283 000	
= Rentedekningsgrad	1,269	1,347	1,609	1,841	1,652

Tabell 8 – Rentedekningsgrad

For 2014 benyttes totale finanskostnader i stedet for rentekostnader, da rentekostnadene ikke er spesifisert i regnskapet. Rentekostnaden har stått for det meste av finanskostnadene de tre foregående årene. Berk og DeMarzo (2013) argumenterer for at långivere kan stille spørsmål ved selskapets evne til å kunne betale sine rentekostnader når rentedekningsgraden faller under 1,5. Det tidsvektede snittet på 1,652 er ikke langt unna 1,5. Rentedekningsgraden har likevel hatt en økende trend i alle årene i analyseperioden. XXLs betalingsevne på rentekostnader vurderes til å være adekvat. Det hadde likevel her vært ønskelig å sammenligne med snittet for bransjen.

7.2 Soliditetsanalyse

Soliditetsrisiko er risikoen for at bedriften ikke har finansiering til å stå i mot en lenger periode med tap (Knivsflå, 2015e). Denne risikoen undersøkes ved hjelp av egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet.

7.2.1 Egenkapitalandel

En bedrifts soliditet kan måles ved å se på forholdet mellom bedriftens egenkapital og bedriftens total kapital (Damodaran, 2012). Bedriftens total kapital er summen av bedriftens egenkapital og gjeld. En bedrift med høy egenkapitalandel vil isolert sett bli sett på som mer solid enn en bedrift som er finansiert med en høy andel gjeld. I det siste tilfellet vil evnen til å tåle tap være dårligere.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Gjeld} + \text{Egenkapital}}$$

Der rentedekningsgraden viser i hvor stor grad bedriften er i stand til å betale sine rentekostnader, viser egenkapitalandelen i hvor stor grad bedriften har mulighet til å betale tilbake avdragene på sin utestående gjeld (Damodaran, 2012). Høy egenkapitalandel indikerer god betalingsevne.

Egenkapitalandel					
År	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
Egenkapital	988 184	1 047 501	1 173 481	3 212 000	
/ Totalkapital	4 126 612	4 336 528	4 834 102	5 333 000	
= Egenkapitalandel	0,239	0,242	0,243	0,602	0,422

Tabell 9 – Egenkapitalandel

Den tidsvektede egenkapitalandelen er på 42,2%. Fra 2013 til 2014 økte egenkapitalandelen fra 24,3% til 60,2%. Dette skyldes omgjøringen av aksjonærlån til egenkapital ved børsnoteringen. Det er derfor grunn til å tro at egenkapitalandelen kommer til å holde seg like høy fremover. Dette diskuteres nærmere i kapittel 7.3.

7.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet er et mål på lønnsomheten til driftseiendelene eller driftskapitalen. Den finnes ved hjelp av følgende formel (Knivsflå, 2015m):

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftseiendeler}}$$

Netto driftsrentabilitet					
År	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
Netto driftsresultat	209 868	235 661	291 287	377 780	
/ Netto driftseiendeler	3 420 470	3 691 428	3 844 991	4 093 000	
= Netto driftsrentabilitet	6,136 %	6,384 %	7,576 %	9,230 %	8,080 %

Tabell 10 – Netto driftsrentabilitet

Dette gir en tidsvektet netto driftsrentabilitet på 8,08%. Netto driftsrentabilitet har hatt en positiv trend i alle årene i analyseperioden, og veksten har vært tiltakende de siste årene.

7.3 Syntetisk rating

Bedriftens kortsiktige og langsiktige risiko kan oppsummeres i det Knivsflå (2015e) kaller en ”karakter på risikoen”. Flere ratingbyråer rangerer bedrifter etter risiko, to av de mest kjente byråene er Standard & Poor’s og Moody’s. Standard & Poor’s opererer med en rating som går fra AAA som beste ”karakter”, til D som dårligst. Disse viser hvor stor eller liten den estimerte sannsynligheten er for at bedrifter skal misligholde sine obligasjoner.

Standard & Poor’s ratingklasser	
AAA	”Investment Grade”
AA	
A	
BBB	
BB	”Speculative”
B	
CCC	
CC	
C	”In default”
D	

Tabell 11 – Standard & Poors ratingsklasser. Kilde: Standard & Poors Rating Services(udatert). Knivsflå (2015e)

Det kan også benyttes ”+” og ”-” på ratingene for å synliggjøre hvordan bedriften ligger an innad i de forskjellige klassene. Klasse AAA til BBB blir betegnet som ”investment grade”. Innenfor denne klassen blir risikoen for at bedriften ikke kan overholde sine obligasjoner sett på som relativt lav. Den vanligste karakteren for de ratede bedriftene er BBB (Knivsflå, 2015e). I kategorien ”speculative”, som omfatter ratingene fra BB til CC, blir risikoen for mislighold av obligasjoner vurdert som høyere. ”In default”-kategorien består av klasse C og D, der risikoen for misligholdelse er svært høy. Konkurssansynligheten for en bedrift i løpet av et år er i denne klassen på 85,5% (Knivsflå, 2015a).

Verdsettelse av XXL ASA

For selskaper som XXL som ikke har blitt ratet av slike ratingbyråer, kan det være hensiktsmessig å selv sette en karakter på bedriftens risiko. Dette kalles syntetisk rating. Den syntetiske ratingen finner man ved hjelp av en analyse av forholdstall. Knivsflå (2015e) benytter de fire forholdstallene som har blitt beregnet i kapitlene over for å komme frem til en syntetisk rating.

For å sette ”karakter” på de fire forholdstallene benyttes Knivsflås (2015e) forslag til ratingklasser, som vist i tabellen under. Her er Standard & Poor’s ratingklasser fra AAA til D benyttet til å rangere forholdstallene. Gjennomsnittet av de fire karakterene er bedriftens syntetiske rating. Tallene i tabellen er grenseverdier. Har man for eksempel en egenkapitalandel på 0,27, vil man akkurat komme innenfor klasse BB.

Standard & Poors ratingklasser på basis av fire forholdstall				
Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalandel	Netto driftsrentabilitet
AAA	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	4,600	4,825	0,755	0,216
A	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D				

Tabell 12 - Standard & Poors ratingsklasser på basis av fire forholdstall. Kilde: Knivsflå(2015e)

For XXL utarbeides en syntetisk rating for 2014 basert på de fire forholdstallene.

Syntetisk rating 2014			
	Forholdstall	Rating	Gjennomsnittsrating
Likviditetsgrad 1	1,996	BBB	BBB+
Egenkapitalandel	0,602	A	
Rentedekningsgrad	1,841	BBB	
Netto driftsrentabilitet	0,092	BBB	

Tabell 13 – Syntetisk rating 2014

Likviditetsgraden, rentedekningsgraden og netto driftsrentabilitet har en BBB-rating, mens egenkapitalandelen har en rating på A. Dette gir en gjennomsnittsrating på BBB+. En BBB-rating betyr at bedriften har en estimert sannsynlighet for konkurs ett år fram i tid på 0,0026. En gjennomsnittsrating på BBB+ vil si at den beregnede sannsynligheten for at XXL går konkurs innen utgangen av 2015 er på mindre enn 0,26%. XXL har med andre ord en svært lav beregnet risiko for konkurs i løpet av det kommende året.

Konkurssannsynligheter	
Rating	Sannsynlighet for konkurs ett år frem i tid
AAA	0,0000
AA	0,0002
A	0,0008
BBB	0,0026
BB	0,0097
B	0,0493
CCC	0,1261
CC	0,2796
C	0,5099
D	0,8554

Tabell 14 – Konkurssannsynligheter. Kilde: Knivsflå (2014e)

Den tidsvektede syntetiske ratingen er oppsummert i tabellen under. Vektene nevnt i kapittel 7.0 er benyttet. Siden alle forholdstallene har en økende trend, ligger alle de vektete forholdstallene under tallene for 2014. Den tidsvektede gjennomsnittsratingen er på BBB-, noe som gir en noe høyere konkurrisiko enn ratingen for kun 2014. En av grunnene til den høyere

Verdsettelse av XXL ASA

syntetiske ratingen i 2014 er den kraftige økningen i egenkapital. Fra 2013 til 2014 økte egenkapitalandelen fra 24,3% til 60,2%. Som nevnt tidligere kommer denne økningen fra omgjøringen av aksjonærlån til egenkapital ved børsnoteringen høsten 2014. Det forventes at XXL vil fortsette å være børsnotert. Det kan derfor tenkes at egenkapitalandelen i 2014 vil være mer representativ for XXL i årene fremover enn andelen for 2013. I tillegg er XXL en relativt nyoppstartet bedrift som utelukkende har hatt oppadgående trender fra år til år for alle de fire forholdstallene. Rentedeckningsgrad og netto driftsrentabilitet er også svært nærme grenseverdiene for BBB-rating. På grunn av disse faktorene kan det tenkes at en rating på BBB vil være en riktigere rating for XXL.

Syntetisk rating 2011-2014							
	Forholdstall				Vektete forholdstall	Rating	Gjennomsnittsrating
	2011	2012	2013	2014			
Likviditetsgrad I	1,611	1,737	1,609	1,996	1,822	BBB	BBB-
Egenkapitalandel	0,24	0,242	0,243	0,602	0,422	BBB	
Rentedeckningsgrad	1,269	1,347	1,609	1,841	1,652	BB	
Netto driftsrentabilitet	0,061	0,064	0,076	0,092	0,081	BB	

Tabell 15 – Syntetisk rating 2011 – 2014

Uansett om man velger den syntetiske ratingen for 2014 eller det tidsvektede snittet, faller XXL innenfor risikokategorien BBB, og vil ha en konkurssanslylighet et år frem i tid på rundt 0,26%. Dette betyr at XXL er innenfor Standard & Poor's ratingklasse "investment grade". I følge Standard & Poors Rating Services (udatert) vil dette si at bedriften har en tilstrekkelig kapasitet til å kunne overholde sine finansielle forpliktelser, men at den likevel kan være utsatt for ufordelaktige økonomiske forhold. I kapittel 8 blir den syntetiske ratingen brukt til å beregne en kredittrisikopremie som legges til egenkapitalkravet.

8.0 HISTORISK AVKASTNINGSKRAV

I dette kapitlet estimeres det historiske avkastningskravet til XXLs total kapital.

Avkastningskravet er kompensasjonen investorene krever for risikoen de påtar seg (Penman, 2013, s.106). Investorer som gjør investeringer krever at avkastningen er minst like stor som avkastningen på tilsvarende investeringer etter at de har tatt hensyn til relevant risiko.

Investeringen er lønnsom dersom avkastningen til investeringen er høyere enn avkastningskravet. Kravet til avkastning knytter verdien i dag med verdien i fremtiden.

Avkastningskravet vil generelt reflektere tidspreferansene og risikopreferansen til investorene (Knivsflå, 2015a). Som nevnt tidligere i verdsettelsesteori kapitlet er WACC avkastningskravet som den frie kontantstrømmen blir neddiskontert med for å finne selskapets verdi. Formelen er gitt nedenfor (Kollet et al., s. 234).

$$WACC = \frac{E}{V} k_e + \frac{D}{V} k_d (1 - T_m)$$

E/V = Egenkapitalandel

k_e = Egenkapitalkrav

D/V = Gjeldsandel

$k_d(1 - T_m)$ = Gjeldskrav etter skatt

8.1 Egenkapitalens avkastningskrav

Egenkapitalens avkastningskrav måler egenkapitalens lønnsomhet. Egenkapitalens avkastningskrav bygges på tre faktorer, den risikofrie renten, markedsrisikopremien, beta og selskapsspesifikk risikojustering. Som nevnt tidligere er CAPM den mest brukte modellen for å estimere egenkapitalens avkastningskrav (Koller et al., 2010, s. 235). Kapitalverdimodellen definerer aksjens risiko som aksjens sensitivitet overfor aksjemarkedet (Koller et al., 2010). Investorene får betalt for å bære den systematiske markedsrisikoen. Ved diversifisering blir investorene kvitt usystematisk risiko. Kapitalverdimodellen gir ikke investorene kompensasjon for usystematisk risiko og er derfor en god modell å bruke til å estimere egenkapitalens avkastningskrav. Kapitalverdimodellens formel er gitt nedenfor.

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

ekk = Egenkapitalens avkastningskrav

r_f = Risikofri rente

r_m = Markedsavkastning

β_{EK} = Egenkapitalbeta

8.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er definert som avkastningen til en portefølje som ikke er samvarierte med markedet. Den risikofrie renten estimeres ved å se på statsobligasjoner (Koller et al., 2010, s. 236). Den risikofrie renten bør måles etter hvordan kontantstrømmen er målt. Hvor selskapet er lokalisert avgjør ikke valget av risikofri rente. Det som avgjør den risikofrie renten er valutaen på kontantstrømmen (Damodaran, 2010, s. 156). Kontantstrømmen til XXL er estimert i NOK, og dermed må den risikofrie renten hentes fra norske statsobligasjoner (Norges Bank, udatert, b).

Statsobligasjoner kommer i ulike løpetider. Norske statsobligasjoner har løpetider fra en måned opp til 10 år. Ulik løpetid kan generere ulik avkastning til forfall. Ideelt sett burde hver kontantstrøm diskonteres ved å bruke en statsobligasjon med samme løpetid. Eksempelvis bør en kontantstrøm som genereres 10 år frem i tid diskonteres med kapitalkostnader som stammer fra en 10-årig statsobligasjon (Koller et al., 2010, s. 136-137). Man bør alltid bruke statsobligasjoner som er i samme valuta som selskapets kontantstrøm til å estimere den risikofrie renten. På denne måten vil inflasjonen være konsekvent mellom kontantstrømmen og diskonteringsrenten (Koller et al., 2010, s. 237). Tabellen nedenfor viser 10 års norsk statsobligasjoner. For å opprettholde konsistente målinger er det i tabellen blitt fratrukket selskapsskatten på 27% fra statsobligasjonene. Den tidsvektede risikofrie renten til XXL er på 1,848% og vil bli brukt videre til å estimere egenkapitalkravet.

Risikofri rente					
År	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
NOK statsobligasjoner 10 år	3.120 %	2.100 %	2.580 %	2.520 %	
Selskapsskatt 27%	0.842 %	0.567 %	0.697 %	0.680 %	
Risikofri rente etter skatt	2.278 %	1.533 %	1.883 %	1.840 %	1.848 %

Tabell 16 – Risikofri rente

8.1.2 Markedsrisikopremie

Markedsrisikopremien er differansen mellom markedets forventede avkastning og den risikofrie renten. Investorer er risikoaverse og krever derfor en avkastning for å investere i aksjer istedenfor obligasjoner. Forventet avkastning i markedet er ikke observerbar. En metode å estimere markedets risikopremie på er ved å bruke historiske risikopremier. Ved kalkulering av markedets risikopremie sammenligner en historiske risikopremier med avkastningen på en 10-årig statsobligasjon. Langsiktige statsobligasjoner passer bedre til selskapets kontantstrøm enn kortsiktige statsobligasjoner. Dersom markedsrisikopremien er stabil vil en lengre historikk redusere estimeringsfeil. En kortere periode er bedre dersom markedsrisikopremien forandres og estimeringsfeilen er lav. Ved bruk av enten aritmetisk eller geometrisk gjennomsnitt kan årlig avkastning kalkuleres. Et aritmetisk gjennomsnitt er summen av hvert års observerte premie dividert med antall observasjoner. Et geometrisk gjennomsnitt utregner hvert års avkastning og tar roten av det resulterende produktet (Koller et al., 2010, s. 238-239). Aritmetisk gjennomsnitt er det mest objektive estimatet for premiumet dersom årlige avkastninger ikke er korrelerte over tid og man skal estimere historiske risikopremier (Damodaran, 2002s. 161).

I undersøkelser som NFF og PWC har utført for 2011-2012, (PWC, udatert, a) og 2013-2014 (PWC, udatert, b) har de kommet frem til at medianen på markedets risikopremie er på 5%. Dette er risikopremien de fleste selskaper i Norge velger å bruke. Risikopremien som brukes til å estimere XXLs egenkapitalkrav er dermed også satt til 5%.

8.1.3 Egenkapitalens beta

Betaen til en investering måler sensitiviteten til investeringens avkastning mot markedsavkastningen. Det betyr at betaen måler hvordan prisen til en investering vil bevege seg i forhold til hvordan markedsprisen beveger seg (Penman, 2013, s. 207). Det finnes tre metoder for å estimere betaen til en investering. Den vanligste måten å estimere betaen på er ved utførelsen av en regresjonsanalyse på avkastningen til investeringen mot avkastningen til markedsindeksen (Damodaran, 2002, s. 182). En annen metode som kan anvendes for estimering av beta er å se på de fundamentale karakteristikene til investeringen. De fundamentale karakteristikene man ser på er hvilken type virksomhet selskapet finnes i, fordelingen mellom faste og variable kostnader og selskapets gjeld (Damodaran, 2002, s.

192). Den siste metoden utføres ved å bruke regnskapsdata. Estimering av beta for bruk i kapitalverdimodellen utføres ved denne metoden ved å finne relasjoner ved selskapets endringer i inntekt, enten kvartalsvis eller årlig, med markedets endringer i samme periode. (Damodaran, 2002, s. 203).

Når kapitalverdimodellen blir brukt til å estimere egenkapitalen, er det standard praksis å estimere firmaets egenkapitalbeta ved å regne ut gjennomsnittet av egenkapitalbetaen for sammenlignbare selskaper som har samme risikokarakteristikker. Siden egenkapitalbetaen varierer på grunn av finansiell gjeld, må egenkapitalbetaen til de sammenlignbare selskapene justeres for de metodene selskapene blir finansiert på (Titman & Martin, 2014, s. 114). Dersom mengden gjeld selskapet har er konstant og risikofri blir betaen for gjeld lik 0 (Titman, 2014, s. 115). Siden kapitalverdimodellen blir benyttet ved estimering av egenkapitalen, brukes denne metoden til å estimere egenkapitalbetaen til XXL. Betaen estimeres ved bruk av formelen nedenfor.

$$\beta_{\text{Firma}} = \beta_{\text{Egenkapital}} \left(\frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} \right)$$

Regresjonsanalysen utført på XXLs avkastning fra første dagen de ble børsnotert til 22. mai 2015 viser en beta på 0.07 som ikke er særlig realistisk. En beta på 1 tilsier at selskapet samsvarer helt med markedets endringer i inntekter. En beta på minus 1 tilsier at selskapet og markedet ikke samsvarer i det hele tatt, de går motsatt vei. En beta på 0 betyr at selskapet og markedet er verken likt eller ulikt. Dermed er en beta på 0,07 svært urealistisk. Siden XXL først ble børsnotert i oktober 2014, er det veldig vanskelig å bruke avkastningstallene for å sammenligne selskapet med markedet. Ingen av XXLs konkurrenter er børsnotert. Derfor kan betaen heller ikke estimeres ved å bruke sammenlignbare selskaper. På grunnlag av dette er betaen satt til 1. For å finne avkastningskravet trekkes kredittrisikopremien fra i CAPM. Kredittrisikopremien blir fastsatt gjennom den syntetiske ratingen til selskapet (Knivsflå, 2015a). Den syntetiske ratingen til XXL har som vist tidligere blitt estimert til å være BBB og har da en kredittrisikopremie på 1,4% som vist i tabellen nedenfor.

Kreditrisikopremie etter skatt			
Rating	Kort KRP	Langtillegg KRP	Lang KRP
AAA	0.002	0.004	0.006
AA	0.004	0.004	0.008
A	0.006	0.004	0.010
BBB	0.01	0.004	0.014
BB	0.027	0.004	0.031
B	0.04	0.004	0.044
CCC	0.079	0.004	0.083
CC	0.145	0.004	0.149
C	0.21	0.004	0.214
D	0.276	0.004	0.280

Tabell 17 – Kreditrisikopremie etter skatt. Kilde: Knivsflå (2015a)

8.1.4 Egenkapitalens krav

Estimering av egenkapitalens krav ble gjort ved bruk av kapitalverdimodellen. Den risikofrie renten, markedsrisikopremien, betaen og konkurssannsynligheten som er estimert over brukes til å regne ut XXLs avkastningskrav på egenkapital. Dette vises i tabellen nedenfor.

Egenkapitalkrav					
År	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
Risikofri rente etter skatt	2,278 %	1,533 %	1,883 %	1,840 %	
+ (Markedsrisikopremie	5,000 %	5,000 %	5,000 %	5,000 %	
* Egenkapitalbeta)	1,000	1,000	1,000	1,000	
+ Illikviditetspremie	1,400 %	1,400 %	1,400 %	1,400 %	
= Egenkapitalkrav	8,678 %	7,933 %	8,283 %	8,240 %	8,248 %

Tabell 18 - Egenkapitalkrav

8.2 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser fordelingen av egenkapital i forhold til total kapital.

Egenkapitalandelen til bruk av WACC, finnes ved å ta markedsverdien til egenkapitalen og å dividere den med til total kapitalen. Markedsverdien som har blitt brukt er aksjeprisen per 04.05.2015 som var på 80.50 NOK multiplisert med XXLs antall utstående aksjer.

Dette gir egenkapitalen en markedsverdi på 11,150 226 milliarder, og selskapet har da en total kapital på 12, 254 226 milliarder. Dette gir en egenkapitalandel på 0,91.

8.3 Gjeldsandel

Gjeldsandelen til bruk av WACC viser gjelden i forhold til total kapital og beregnes ved å dividere gjeld med total kapital. Selskapets gjeld er på 1, 104 milliarder og divideres da med total kapitalen på 12, 254 226 milliarder. Dette gir selskapet en gjeldsandel på 0.090.

8.4 Gjeldskrav etter skatt

Kravet til finansiell gjeld er selskapets lånekostnad. Det finansielle gjeldskravet finner en ved å ta den risikofrie renten etter skatt og legge til kredittrisikopremien. Långiveren kan påføres tap ved eventuelle gjeldsforhandlinger eller konkurs. Risikoen som långiveren blir påført for at lånet og avtalt rentebetaling blir misligholdt kalles for kredittrisiko. Kredittrisikoen vil delvis avhenge av samvariasjon med markedet slik at markedsrisikoen er en del av kredittrisikoen. Kredittrisiko er en ensidig risiko, dette vil si faren for å tape. En kreditor kan kun tape lånet pluss avtalt rente. Kredittrisiko er en risiko som ikke kan diversifiseres bort og er dermed en systematisk risiko. Kredittrisikopremien ble fastsatt (Knivsflå, 2015a) gjennom den syntetiske ratingen til XXL på BBB. Dette gav, som vist i tabell 17, en kredittrisikopremie på 1.4%.

Formelen til beregningen av det finansielle gjeldskravet er som følger:

$$\text{Finansielt gjeldskrav} = R_f * (1 - s) + k_{rp}$$

$R_f * (1 - s)$ = Risikofri rente etter skatt

k_{rp} = Kredittrisikopremie

Det finansielle gjeldskravet til XXL etter skatt er beregnet i tabell 19. Det tidsvektede kravet til den finansielle gjelden er beregnet til 3,248%.

Finansielt gjeldskrav					
År	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
Risikofri rente etter skatt	2.278 %	1.533 %	1.883 %	1.840 %	
Kredittrisikopremie	1.400 %	1.400 %	1.400 %	1.400 %	
Finansielt gjeldskrav (etter skatt)	3.678 %	2.933 %	3.283 %	3.240 %	3.248 %

Tabell 19 – Finansielt gjeldskrav

8.5 Avkastningskrav til total kapital

Innledningsvis i kapittel 8 ble formelen for estimering av WACC gitt. Denne viser at en trenger å beregne egenkapitalkravet, egenkapitalandelen, gjeldsandelen og gjeldskravet. Ettersom avkastningskravene og andelene er beregnet kan disse nå brukes til å beregne WACC. Beregningen av dette viser at XXL har et tidsvektet avkastningskrav på 7.798%. Utregningen vises i tabellen nedenfor.

WACC	
År	2014
Egenkapitalandel	0.910
Egenkapitalkrav	8.248 %
Gjeldsandel	0.090
Gjeldskrav	3.248 %
WACC	7.798 %

Tabell 20 - WACC

9.0 RENTABILITETSANALYSE

Rentabiliteten eller lønnsomheten til en kapital viser hvor mye kapitalen kaster av seg, uttrykt i prosent. I følge Knivsflå (2015m) kan rentabiliteten til en kapital generelt skrives som:

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

I dette kapitlet gjennomgås egenkapitalrentabilitet, netto driftsrentabilitet, finansiell eiendelsrentabilitet, finansiell gjeldsrentabilitet og netto finansiell gjeldsrentabilitet. Deretter undersøkes XXLs strategiske fordel. Den strategiske fordelten kan finnes ved se på bedriftens driftsfordel. Det er i følge Knivsflå (2015m) denne som er bedriftens reelle strategiske fordel.

9.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten er et mål på avkastningen på egenkapitalen i en bedrift. Den kan etter Berk og DeMarzo (2013) skrives slik:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Nettoresultat}}{\text{Egenkapital (bokført verdi)}}$$

Tabellen under viser egenkapitalrentabiliteten for årene i analyseperioden. Resultatet som er blitt benyttet for denne beregningen er fullstendig nettoresultat til egenkapital. Det tidsvektede gjennomsnittet for egenkapitalrentabiliteten er på 7,969%.

Egenkapitalrentabilitet					
År	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
Nettoresultat til egenkapital	37 674	60 866	131 860	251 010	
/ Egenkapital	988 184	1 047 501	1 173 481	3 212 000	
= Egenkapitalrentabilitet	3,812 %	5,811 %	11,237 %	7,815 %	7,969 %

Tabell 21 - Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten (og andre forholdstall) er ofte tilbakevendende til gjennomsnittet, eller mean reversion (Penman, 1991). Dette betyr at bedrifter som har en ekstrem egenkapitalrentabilitet, det vil si relativt høy eller lav i forhold til median-

egenkapitalrentabiliteten for bedriftene, etter en tidsperiode vil ha en egenkapitalrentabilitet som er nærme medianen. Dette viser at rentabiliteten etter hvert vender tilbake til et gjennomsnitt. Noen få bedrifter kan imidlertid lykkes i å ha en egenkapitalrentabilitet som er høyere enn egenkapitalkravet i mange tiår fremover (Knivsflå, 2015e).

9.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet er funnet til å være 8,1%, se kapittel 7.1.3 for utregning.

9.3 Finansiell eiendelsrentabilitet

Den finansielle eiendelsrentabiliteten er avkastningen på de finansielle eiendelene (Knivsflå, 2015e).

$$\text{Finansiell eiendelsrentabilitet} = \frac{\text{Netto finansinntekt}}{\text{Finansielle eiendeler}}$$

Finansiell eiendelsrentabilitet					
År	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
Netto finansinntekt	8 895	9 135	34 675	82 820	
/ Finansielle eiendeler	133 912	62 153	173 792	222 000	
= Finansiell eiendelsrentabilitet	6,642 %	14,698 %	19,952 %	37,306 %	26,510 %

Tabell 22 – Finansiell eiendelsrentabilitet

Finansiell eiendelsrentabilitet har økt år for år, med størst vekst i 2014. Den tidsvektede finansielle eiendelsrentabiliteten er på 26,51%.

9.4 Finansiell gjeldsrentabilitet

Finansiell gjeldsrentabilitet finnes ved følgende formel (Knivsflå, 2015e):

$$\text{Finansiell gjeldsrentabilitet} = \frac{\text{Netto finanskostnad}}{\text{Finansiell gjeld}}$$

Finansiell gjeldsrentabilitet					
År	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
Netto finanskostnad	181 227	183 686	195 012	206 590	
/ Finansiell gjeld	2 566 198	2 706 082	2 845 300	1 104 000	
= Finansiell gjeldsrentabilitet	7,062 %	6,788 %	6,854 %	18,713 %	12,794 %

Tabell 23 - Finansiell gjeldsrentabilitet

Også den finansielle gjeldsrentabiliteten økte kraftig fra 2013 til 2014. Den største årsaken til dette er nedgangen i finansiell gjeld. Den tidsvektede finansielle gjeldsrentabiliteten er på 12,794%.

9.5 Netto finansiell gjeldsrentabilitet

Netto finansiell gjeldsrentabilitet regnes ut ved formelen under:

$$\begin{aligned} \text{Netto finansiell gjeldsrentabilitet} = & \\ & \text{Finansiell gjeldsrentabilitet} \left(\frac{\text{Finansiell gjeld}}{\text{Netto finansiell gjeld}} \right) \\ & - \text{Finansiell eiendelsrentabilitet} \left(\frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Netto finansiell gjeld}} \right) \end{aligned}$$

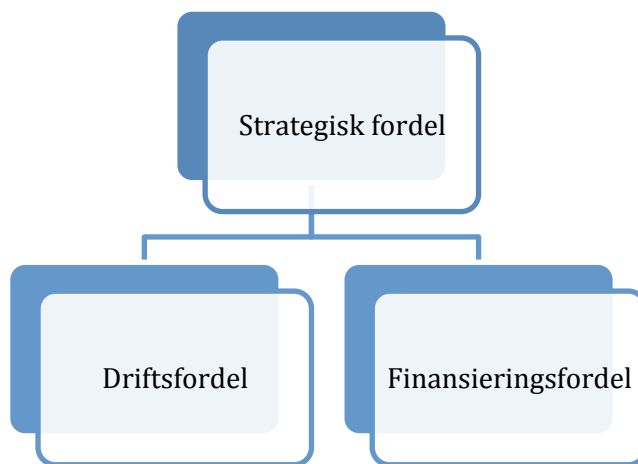
Netto finansiell gjeldsrentabilitet					
År	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
Finansiell gjeldsrentabilitet	7,062 %	6,788 %	6,854 %	18,713 %	
* Finansiell gjeld/Netto finansiell gjeld	1,055	1,024	1,065	1,252	
- Finansiell eiendelsrentabilitet	6,642 %	14,698 %	19,952 %	37,306 %	
* Finansielle eiendeler/Netto finansiell gjeld	0,055	0,024	0,065	0,252	
= Netto finansiell gjeldsrentabilitet	7,817 %	7,293 %	8,598 %	32,813 %	20,431 %

Tabell 24 – Netto finansiell gjeldsrentabilitet

Utregning av netto finansiell gjeldsrentabilitet er vist i tabellen over. På samme måte som finansiell eiendelsrentabilitet og finansiell gjeldsrentabilitet, har netto finansiell gjeldsrentabilitet økt kraftig i 2014. Tidsvektet netto finansiell gjeldsrentabilitet er i 2014 på 20,431%.

9.6 Strategisk fordel

Et selskap har etter Knivsflå (2015m) en strategisk fordel dersom de har en driftsfordel. Den strategiske fordelen kan i teorien deles inn etter om den er et resultat av drift eller finans. Ved å anvende nullhypotesen, antar man at finansieringsfordelen er ikke-eksisterende (Knivsflå, 2015m). Dette gjør at den strategiske fordelen er lik driftsfordelen. Det er i følge Knivsflå (2015m) driftsfordelen som er den reelle strategiske fordelen.



Figur 11 - Dekomponering av strategisk fordel

9.6.1 Driftsfordel

Komponenten som mangler for å identifisere driftsfordelen er netto finansiell gjeldsgrad. Netto finansiell gjeldsgrad finnes på følgende måte:

$$\text{Netto finansiell gjeldsgrad} = \text{Netto finansiell gjeld} / \text{Egenkapital}$$

Netto finansiell gjeldsgrad					
År	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
Netto finansiell gjeld	2 432 286	2 643 929	2 671 508	882 000	
/ Egenkapital	988 184	1 047 501	1 173 481	3 212 000	
= Netto finansiell gjeldsgrad	2,461	2,524	2,277	0,275	1,331

Tabell 25 – Netto finansiell gjeldsgrad

Verdsettelse av XXL ASA

Netto finansiell gjeldsgrad var på rundt 2,5 i perioden 2011-2013, før den gikk kraftig ned i 2014. Økningen av egenkapital og tilbakebetalingen av gjeld etter børsnoteringen er årsaken til denne kraftige nedgangen. Den tidsvektede netto finansielle gjeldsgraden er på 1,331.

Netto driftsrentabilitet er allerede funnet til å være 8,1%, og netto driftskrav til å være 5,1%. Driftsfordelen kan nå finnes ved formelen under.

$$\text{Driftsfordel} = (\text{Netto driftsrentabilitet} - \text{Netto driftskrav}) * \\ (1 + \text{Netto finansiell gjeldsgrad})$$

Driftsfordel					
År	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet
(Netto driftsrentabilitet	6,136 %	6,384 %	7,576 %	9,230 %	
- Netto driftskrav)	4,710 %	3,926 %	4,377 %	6,736 %	
* 1+ netto finansiell gjeldsgrad	3,461	3,524	3,277	1,275	
= Driftsfordel	4,933 %	8,661 %	10,482 %	3,178 %	6,002 %

Tabell 26 - Driftsfordel

Den tidsvektede driftsfordelen er på 6,002%. Nedgangen i 2014 skyldes økningen i netto driftskrav og i netto finansiell gjeldsgrad. Siden den tidsvektede driftsfordelen er på 6%, betyr dette også at XXL har en tidsvektet strategisk fordel på 6%. Den strategiske analysen viser at XXL minimum har et midlertidig fortrinn. Dette understøttes av XXLs positive driftsfordel. Det er vanskelig å si noe om hvor stor denne er i forhold til bransjen, da vi ikke har bransjedata å sammenligne med.

10.0 VERDSETTELSE

Den strategiske analysen og rentabilitetsanalysen danner grunnlaget for verdsettelsen. Lønnsomhetsanalysen indikerer at de har en driftsfordel eller strategisk fordel på 6%. Det er som nevnt tidligere vanskelig å si noe om hvor stor denne er i forhold til bransjen, da vi ikke har bransjedata å sammenligne med. Den strategiske analysen viser at XXL har et midlertidig fortrinn på konkurrentene. XXLs ressurser er i teorien imiterbare, men deres forsprang på konkurrentene og planer om utrulling av butikker er etter vår mening så solid at det vil gi en stor fordel langt frem i tid. Av denne grunn har vi beregnet en høy vekst i driftsinntekter for XXL i årene fremover.

Verdsettelsen utføres etter totalkapitalmetoden. De totale frie kontantstrømmene til selskapet blir diskontert med den vektete kapitalkostnaden (WACC) for å finne verdien av selskapet i dag. Deretter trekkes netto rentebærende gjeld fra selskapsverdien for å finne nåverdien av selskapets egenkapital.

Selskapets verdi finner vi på følgende måte (Titman & Martin, 2014):

$$\begin{aligned} \text{Selskapets verdi} = \\ \text{Nåverdi av frie kontantstrømmer i budsjetteringsperioden} \\ + \text{Nåverdi av terminalverdien} \end{aligned}$$

Terminalverdien er selskapets verdi etter verdsettelseshorisonten. Horisonten er i dette tilfellet år 2024, eller år T . For utregning av denne benyttes Gordons vekstmodell (Penman, 2013):

$$V_0 = \frac{d_1}{\rho - g}$$

d_1 = forventet kontantstrøm kommende år

ρ = avkastningskrav

g = langsiktig vekstrate

Denne beregner verdien som en annuitet som fortsetter å vokse i all evighet. I dette tilfellet representerer d_1 kontantstrømmen i år $T+1$, altså år 2025. Dette er det første året veksten går

over i den langsiktige vekstraten. Utregningen av d_1 eller den frie kontantstrømmen til selskapet for 2025 kan uttrykkes slik.

$$d_{2025} = \text{Fri kontantstrøm til selskapet}_{2024} * (1 + \text{langsiktig vekstrate})$$

Ved bruk av denne modellen for utregning av terminalverdien, representerer terminalverdien i teorien selskapets verdi i all fremtid fra horisonten. Når terminalverdien er funnet, diskonteres den tilbake til nåtid fra år T .

For å finne verdien av selskapets egenkapital, trekker vi netto finansiell gjeld fra selskapsverdien. Den estimerte aksjeprisen finnes ved å dividere verdien av egenkapital på antall utestående aksjer.

De frie kontantstrømmene til selskapet finnes på følgende måte (Damodaran, 2012):

$$FCFF = EBIT(1 - Skatt) + Avskrivninger - CAPEX - \Delta \text{Arbeidskapital}$$

EBIT tilsvarer i dette tilfellet driftsresultat, og CAPEX er det samme som utbetalinger ved kjøp av varige driftsmidler. Disse forkortelsene brukes videre i verdsettelsen.

Til slutt i dette kapitlet utføres en sensitivitetsanalyse for å se hvilke faktorer som har størst innvirkning på den estimerte aksjeverdien – hvilke faktorer aksjeverdien er mest *sensitiv* overfor.

10.1 Forutsetninger

For at verdsettelsen skal kunne utføres, må en rekke forutsetninger tas. Disse omfatter valg av budsjetteringsperiode, diskonteringsrente, valg av vekstrater for EBIT, skatt, avskrivning, CAPEX og arbeidskapital, og langsiktig vekstrate etter horisonten. Disse forutsetningene diskuteres i kapitlene under.

10.1.1 Valg av budsjetteringsperiode

For verdsettelsen har vi valgt en budsjetteringsperiode på 10 år. Dette betyr at fremtidsregnskapet er utarbeidet for perioden 2015-2024. Siden XXL er et relativt ungt selskap, er det trolig en stund til det når ”steady state” - konstant vekst. Knivsflå (2015c) mener at jo nærmere virksomheten er konstant vekst, desto kortere trenger T å være. Vi har derfor valgt en relativ lang tidshorisont for fremtidsregnskapet.

10.1.2 Diskonteringsrente

Renten vi bruker for diskontering av XXLs kontantstrømmer er den vektete kapitalkostnaden. Denne regnes ut ved hjelp av WACC.

Egenkapitalkravet er regnet ut i kapittel 8.1.5. Kravet til gjeld er finansielt gjeldskrav fra kapittel 8.2. For utregning av WACC benyttes markedsverdien av egenkapital. Denne beregnes ved å multiplisere utestående aksjer med aksjekursen på verdsettelsesdagen. (Koller, 2010). Vi har benyttet aksjeprisen per 04.05.2015, som var på 80,50. Utestående aksjer per 31.12.14 var på 138,51 mill. Dette gir en markedsverdi på egenkapitalen på 11,15 milliarder. Vi benytter finansiell gjeld for 2014, denne er på 1,104 milliarder. Vi har dermed en egenkapitalandel og gjeldsandel for bruk til WACC på henholdsvis 91% og 9%. Dette resulterer i en WACC på 7,798%.

WACC	
Egenkapitalandel	0,91
Egenkapitalkrav	8,248 %
Gjeldsandel	0,090
Gjeldskrav	3,248 %
WACC	7,798 %

Tabell 20 – WACC

10.1.3 Vekst i fremtidsregnskapet

Vi velger å fremskrive driftsinntekter fremfor salg. Driftsinntekter og salg har hatt en minimal, men tilstedeværende differanse over årene i analyseperioden. For 2014 er det ikke

spesifisert hvor stor andel av driftsinntektene som kommer fra salg (se kap. 13.1), og vi har derfor valgt å budsjettere totale driftsinntekter. Økningen i driftsinntekter fra 2013-2014 var på 30%. Vi forventer at driftsinntektene vil ha en lik økning i 2015, for deretter å konvergere mot den langsiktige raten. Dette på grunn av at budsjett drivere, for eksempel salg, ofte er tilbakevendende til gjennomsnittet. Firmaer med relativt høy salgsvekst viser seg å oppleve lavere salgsvekst etter en periode, mens firmaer med relativt lav salgsvekst opplever en høyere vekst (Penman, 2013). De konvergerer mot et gjennomsnitt.

Vi har satt økningen i driftsinntekter til 30% for 2015 og 2016, 20% for 2017, 2018 og 2019, 18% for 2020 og 2021, 16% for 2022 og 2023, og 12% for 2024. Denne driftsinntektsveksten er svært høy. Vi mener imidlertid at om XXL fortsetter utrulling av butikker i samme tempo som planlagt, er dette sannsynlige vekstrater for de neste 10 årene.

For å beregne EBIT, ser vi på forholdet mellom EBIT og driftsinntekter. Dette har i snitt vært på 10% for perioden 2011-2014. Denne prosenten har vært omtrent identisk i denne fireårsperioden, og vi forventer derfor at denne holdes på samme nivå i årene fremover. For årene i fremtidsregnskapet settes EBIT til 10% av driftsinntekter.

Vi forventer også at EBITDA, som er EBIT før avskrivninger og nedskrivninger, kommer til å holde seg stabil i forhold til driftsinntekter. Dette fordi vi ikke ser på det som sannsynlig med store overraskelser i avskrivninger og nedskrivninger. EBITDA budsjetteres derfor til 11,5% av driftsinntekter for fremtidsregnskapet. Med både budsjettert EBIT og EBITDA, finner man budsjetterte avskrivninger og nedskrivninger ved å trekke EBIT fra EBITDA.

Skattekostnaden beregnes på ordinært resultat før skatt. Man finner ordinært resultat før skatt ved å trekke netto finansposter fra driftsresultatet (i dette tilfellet, siden XXL har negative netto finansposter). For beregning av netto finansposter har vi sett på endringen i disse for 2011-2014. Denne har gjennomsnittlig vært på -8%. Vi har derfor brukt en endring på -8% for budsjettering av netto finansposter for årene i fremtidsregnskapet. Skattekostnaden beregnes ved 27% av ordinært resultat før skatt.

Verdsettelse av XXL ASA

For budsjetteringen av CAPEX har vi sett på forholdet mellom denne og salg over de fire årene i analyseperioden. CAPEX har i gjennomsnitt vært 3,9% av salg fra 2011-2014, og vi budsjetterer derfor CAPEX til å være 3,9% av salg i fremtidsregnskapet.

For budsjettering av endring i arbeidskapital har vi sett på arbeidskapital som prosent av salg. Denne har holdt seg omtrent på samme nivå i fireårsperioden, gjennomsnittet er på 13,42%. Vi beregner arbeidskapitalen til å være 13,42% av salg for årene i fremtidsregnskapet.

10.1.4 Vekst etter horisont

Veksten etter horisonten beregnes fra år 2025 eller $T+1$. Fra og med år $T+1$ er kontantstrømmene satt til å vokse med en konstant rate – den langsiktige vekstraten. Vi benytter en langsiktig vekstrate på 2,5%, som er i tråd med Norges Banks inflasjonsmål (Norges Bank, udatert).

10.2 Budsjettert fremtidsregnskap

Det budsjetterte fremtidsregnskapet er oppsummert under. Her er tallene i NOK millioner. Fremtidsregnskapet med de fullstendige tallene er vedlagt i kapittel 13.5.

	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e (T)
Driftsinntekt	4 010	5 215	6 780	8 813	10 576	12 691	15 230	17 971	21 206	24 598	28 534	31 958
EBITDA	460	601	780	1 014	1 216	1 460	1 751	2 067	2 439	2 829	3 281	3 675
Avskrivning og nedskrivning	-59	-80	-102	-132	-159	-190	-228	-270	-318	-369	-428	-479
EBIT	401	521	678	881	1 058	1 269	1 523	1 796	2 121	2 460	2 853	3 196
Skatt	-51	-81	-138	-196	-247	-307	-379	-455	-545	-639	-747	-842
CAPEX	-152	-147	-265	-344	-413	-495	-593	-701	-828	-960	-1 113	-1 246
Endring arbeidskapital	-55	-202	-183	-273	-237	-284	-341	-368	-434	-455	-529	-460
Avskrivning og nedskrivning	59	80	102	132	159	190	228	270	318	369	428	479
Fri kontantstrøm til total kapital	202	171	194	200	320	373	438	542	632	775	892	1 127

Tabell 27 – Budsjettert fremtidsregnskap

Verdsettelse av XXL ASA

Dette gir oss følgende kontantstrømmer til diskontering:

	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e (T)	2025e (T+1)
Årlige kontantstrømmer	194	200	320	373	438	542	632	775	892	1 127	1 155
Terminalverdi										21 804	
Kontantstrømmer til diskontering	194	200	320	373	438	542	632	775	892	22 931	1 155

Tabell 28 - Kontantstrømmer til diskontering

10.3 Verdi

Fri kontantstrøm til total kapital-metoden gir oss en nåverdi av selskapet på 14, 766 445 milliarder. Når netto finansiell gjeld for 2014, 882 millioner, trekkes fra selskapsverdien, gir det oss en egenkapitalverdi på 13, 662 445 milliarder NOK. Dividert på 138 512 123 utestående aksjer gir dette en aksjepris på 98,64 NOK.

Estimert verdi XXL (tall i 1 000)	
Netto nåverdi total kapitalmetoden:	13 603 929
Netto rentebærende gjeld 2014:	882 000
Egenkapitalverdi:	12 721 929
Antall aksjer (totalt antall):	138 512 123
Pris per aksje egenkapitalmetoden:	91,85

Tabell 29 – Estimert verdi XXL

10.4 Sensitivitetsanalyse

I verdsettelsesteorikapitlet ble det nevnt at en bør utføre en sensitivitetsanalyse eller en simulering for å gjennomgå ulike usikkerheter i verdiestimatet. Dette fordi verdiestimatet i prinsippet er forventet verdi basert på forventet utvikling i alle budsjett- og verdidriverne. En sensitivitetsanalyse tester hvordan verdiestimatet endres når budsjett- og verdidriverne i modellen endres. Sensitivitetsanalysen viser hvordan verdiestimatet er sensitivt til alternative verdidrivere i fremtiden (Penman, 2013, s. 491). Analysen blir utført ved å endre det som blir

ansett som de mest kritiske budsjett- og verdidriverne. Man endrer en og en variabel mens de andre holdes konstant for å se hvordan den enkelte variabel påvirker verdiestimatet. I sensitivitetsanalysen for XXLs verdiestimat skal verdidriverne som driftsinntektsveksten, den risikofrie rente, markedsrisikopremien og betaen testes. Disse verdidriverene blir ansett som de mest kritiske. I analysen justeres hver av disse verdidriverene med 10%, 20%, 30% og 40%.

I forrige kapittel ble egenkapitalverdien beregnet til 12,721 929 milliarder NOK, og med 138 512 123 aksjer gir dette en egenkapitalverdi per aksje på 91,85 NOK. Det er dette verdiestimatet som danner grunnlaget for endringer i sensitivitetsanalysen.

10.4.1 Endringer i driftsinntektsveksten

I verdsettelsen til XXL har driftsinntekten blitt estimert til å øke med 30% i 2015 og 2016 for 20% i 2016, 2017 og 2018, 18% i 2019, 2020 og 2021, 16% i 2022, 2023 og 12% i 2024.

Ved å justere driftsinntekten med økning og nedgang slik som beskrevet ovenfor viser tabellen under hvordan veksten i driftsinntekter påvirker verdiestimatet.

Prosentvis endring i driftsinntektsveksten	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %
Verdiestimat, aksjepris	56,93	64,38	72,64	81,78	91,85	102,91	115,02	128,23	142,58
Opprinnelig aksjeverdi	91,85	91,85	91,85	91,85	91,85	91,85	91,85	91,85	91,85
Endring i estimat	38,019%	29,907%	20,915%	10,964%	0,000%	12,041%	25,226%	39,608%	55,231%

Tabell 30 – Prosentvis endring i driftsinntektsveksten

Tabellen ovenfor viser at ved å øke vekstratene for hvert år med 40% blir det nye verdiestimatet 19, 749 359 milliarder som gir en aksjepris på 142,58 norske kroner. Dette er en økning på 55,231%. Reduseres de antatte vekstratene med 40% bli verdiestimatet på 7, 885 085 milliarder og gir en aksjeverdi på 56,93 norske kroner. Dette er en nedgang på 38,019%. Tabellen viser at verdiestimatet blir sterkt påvirket av driftsinntektsveksten. Dette viser at dersom man hadde valgt andre vekstrater hadde verdiestimatet ikke vært i nærheten av det som nå har blitt estimert.

10.4.2 Endringer i risikofri rente

Den risikofrie renten er beregnet ved å ta utgangspunkt i norske statsobligasjoner som har en løpetid på 10 år. Løpetiden på 10 år ble grunnlaget fordi kontantstrømmen har blitt generert 10 år frem i tid. Den tidsvektede risikofrie renten ble estimert til 1,848%. Ved å redusere og øke den risikofrie renten slik som beskrevet innledningsvis i sensitivitetsanalysen viser tabellen nedenfor hvordan den påvirker verdiestimatet.

Prosentvis endring i risikofri rente	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %
Verdiestimat, aksjepris	109,14	104,35	99,89	95,73	91,85	88,21	84,79	81,59	78,56
Opprinnelig aksjeverdi	91,85	91,85	91,85	91,85	91,85	91,85	91,85	91,85	91,85
Endring i estimat	18,824%	13,609%	8,753%	4,224%	0,000%	3,963%	7,686%	11,170%	14,469%

Tabell 31 – Prosentvis endring i risikofri rente

Tabellen ovenfor viser at en økning på 40% på den risikofrie renten gir et verdiestimat på 10,881961 milliarder. Dette gir en aksjepris på 78,56 norske kroner. Dette tilsvarer en nedgang på 14,469% fra det estimerte verdiestimatet. En reduksjon på 40% på den risikofrie renten gir et verdiestimat på 15,116 975 milliarder, som gir en aksjepris på 109,14 kroner. Dette er en økning på 18,824% på verdiestimatet. Tabellen viser at endringer i den risikofrie renten ikke har veldig stor påvirkning på verdiestimatet.

10.4.3 Endringer i beta

I utregningen av CAPM ble egenkapitalbetaen satt til 1 fordi betaen som ble estimert ved en regresjonsanalyse ikke var særlig realistisk. Det at betaen er på 1 vil si at markedet og bedriften endrer seg likt. Går markedet ned er det en nedgang i bedriften og motsatt. Ved å endre betaen slik som beskrevet innledningsvis ser man hvordan den har påvirkning på CAPM som igjen har påvirkning på WACC. WACC er diskonteringsfaktoren som den frie kontantstrømmen neddiskonteres med. Betaen har dermed også påvirkning på verdiestimatet. Hvordan den påvirker verdiestimatet ser en i tabellen nedenfor.

Prosentvis endring i Beta	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %
Verdiestimat, aksjepris	154,54	133,30	116,54	103,00	91,85	82,51	74,59	67,79	61,9
Opprinnelig aksjeverdi	91,85	91,85	91,85	91,85	91,85	91,85	91,85	91,85	91,85
Endring i estimat	68,253%	45,128%	26,881%	12,139%	0,000%	10,169%	18,792%	26,195%	32,608%

Tabell 32 - Prosentvis endring i beta

Tabellen ovenfor viser at en redusering i betaen på 40% gir et verdiestimat på 21, 405 402 milliarder og gir en aksjeverdi på 154,54. En nedgang i betaen på 40% tilsvarer da en økning på 68,253% på verdiestimatet. En økning i betaen på 40% gir et verdiestimat på 8,573 851 milliarder og en aksjeverdi på 61,90 kroner. Verdiestimatet reduseres med 32,608% når betaen øker med 40%. Ut fra tabellen kan man se at endringer i betaen har stor påvirkning på verdiestimatet.

10.4.4 Endringer i markedsrisikopremien

Markedsrisikopremien ble satt til 5% ettersom NFF og PWC har utført undersøkelser for 2011-2012 og 2013-2014 og kommet frem til at medianen på markedets risikopremie er på 5%. Ved å endre denne markedsrisikopremien som beskrevet innledningsvis i dette kapittelet får vi analysert hvordan verdiestimatet blir påvirket av den.

Prosentvis endring i markedsrisikopremie	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %
Verdiestimat, aksjepris	154,54	133,3	116,54	103	91,85	82,51	74,59	67,79	61,9
Opprinnelig aksjeverdi	91,85	91,85	91,85	91,85	91,85	91,85	91,85	91,85	91,85
Endring i estimat	68,253%	45,128%	26,881%	12,139%	0,000%	10,169%	18,792%	26,195%	32,608%

Tabell 33 – Prosentvis endring i markedsrisikopremien

Tabellen over viser at en økning på 40% på markedsrisikopremien gir en aksjeverdi på 61,9 norske kroner som tilsvarer et verdiestimat på 8, 573851 milliarder. Det opprinnelige verdiestimatet blir redusert med 32,608%. En redusering på 40% på markedsrisikopremien gir et verdiestimat på 21405402 og en aksjeverdi på 154,54 norske kroner. Dette er en økning på 68,253%. Tabellen viser også at endringer i markedsrisikopremien samsvarer helt med endringer i betaen. Like endringer i betaen og markedsrisikopremien gir lik endring av verdiestimatet. Altså har også markedsrisikopremien stor påvirkning på verdiestimatet.

10.4.5 Oppsummering sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalysen viser at verdiestimatet er svært følsomt for endringer i de analyserte driverne. Driftsinntektsveksten har særlig påvirkning på verdiestimatet, men det har også betaen og markedsrisikopremien. Betaen og markedsrisikopremien påvirker CAMP som igjen påvirker WACC som den frie kontantstrømmen er neddiskontert med. Altså har alle disse driverene stor påvirkning på verdiestimatet og derfor er det viktig å være klar over at den estimerte verdien kan være utsatt for uriktige forutsetninger som påvirker aksjeverdien til XXL i stor grad.

11.0 KONKLUSJON OG ANBEFALINGER

Formålet med denne oppgaven var å finne et verdiestimat for XXLs aksjer. Ved bruk av fri kontantstrøm til total kapital-metoden har vi beregnet en aksjepris for XXL ASA på 91,85 NOK. Ved tidspunktet markedsverdien av egenkapitalen ble utregnet, 04.05.2015, var aksjeprisen på 80,50 NOK. Vi benytter et hold-intervall på +/- 10%. Dette betyr at om den estimerte aksjeprisen er innenfor et intervall på +/- 10% av aksjeprisen på Oslo Børs, vil vi gi en hold-anbefaling. Vår verdi på 91,85 er 14,09% høyere enn prisen aksjen omsettes for. Vi gir derfor en kjøpsanbefaling på XXL ASA-aksjen.

11.1 Begrensninger ved verdiestimatet

Verdiestimatet er funnet ved å bruke en diskontert kontantstrøm-metode. Svakheten ved denne type metode er at mesteparten av selskapets verdi ofte ligger i terminalverdien.

12.0 LITTERATURLISTE

ARTIKLER

- Aftenposten, Økonomi. (2013, 24. juli). – Snart ikke plass til flere XXL- butikker.
Tilgjengelig via [Retriever].
- Aftenposten, Morgen. (2010, 24. november.). Priskrig på sportsutstyr. Tilgjengelig via [Retriever].
- Aldridge, Ø. (2014, 25. februar). Nå er XXL størst i landet. *Aftenposten, Økonomi*. Hentet fra <http://www.aftenposten.no>
- Bjørklund, I., & Ottesen, G. (2001, 21. desember). Knallhard kamp om sportskundene.
Dagens Næringsliv, Morgen. Tilgjengelig via [Retriever].
- Dagens Næringsliv, Morgen. (2010, 10.november). Ingen vinnerformel. Tilgjengelig via [Retriever].
- Dagens Næringsliv, Morgen. (2013, 15.februar). XXL vinner. Tilgjengelig via [Retriever].
- Fædrelandsvennen. (2010, 30.mars). –Bikkjeslagsmål for å overleve. Tilgjengelig via [Retriever].
- Haarde, M.Z. (2008, 28. januar). Til Sverige med Elkjøp-oppskrift. *Dagens Næringsliv, Morgen*. Tilgjengelig via [Retriever].
- Halvorsen, O.J. (2012, 15. november). Sportsbransjens 30 mektigste. *Dagens Næringsliv, Aktiv*. Hentet fra <http://www.dn.no>
- Haugnes, G.M. (2001, 15. november). Sliter med lav lønnsomhet. *Aftenposten, Morgen*.
Tilgjengelig via [Retriever].
- Kleppe, M.K. (2014, 9. april). Steenbuch ser til Europa. *Dagens Næringsliv, Næringsliv*.
Hentet fra <http://www.dn.no>
- Kleppe, M.K. (2015, 23. april). XXL passerte svensk kjempe. *Dagens Næringsliv, Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no>
- Larsen, V. (2011, 18. januar). Dropper G-Sport. *Dagens Næringsliv, Morgen*. Tilgjengelig via [Retriever].
- Larsen, V. (2011, 15. desember). Haglfs snur ryggen til G-Max. *Dagens Næringsliv, Morgen*.
Tilgjengelig via [Retriever].
- Lundesgaard, J. (2012). Penman: Bruken av finansregnskapet og en IFRS-kritikk. *Magma*, 2/2012, 42-50. Hentet fra <http://www.magma.no>

- Nissen-Meyer, J. (2014, 3. oktober). XXL-gründeren til E24: -Du må ikke være for glad i pengene dine. *E24*. Hentet fra <http://www.e24.no>
- Nygaard, L.E., & Stabæk, C.M. (2004, 9. januar). Kostbar kamp om kundene. *Dagens Næringsliv, Morgen*. Tilgjengelig via [Retriever].
- Penman, S.H. (1991). An Evaluation of Accounting Rate-of-return. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 6/1991(2), 233-255. doi: 10.1177/0148558X9100600204
- Schultz, J. (2015, 18. mai). Satser på Yara og XXL. *Dagens Næringsliv, Finans*. Hentet fra <http://www.dn.no>
- Sportfack (2014, 14. april). Stadium fortsatt i topp bland kedjorna. *Sportfack*. Hentet fra <http://www.sportfack.se/artiklar/artiklar/20140414/stadium-fortsatt-i-topp>
- Vaage, O.F. (2014). Fritidsvaner i endring. *Samfunnsspeilet*, 5/2014, 59-64. Hentet fra http://www.ssb.no/kultur-og-fritid/artikler-og-publikasjoner/_attachment/209667?_ts=14a10b97bd8

BØKER

- Berk, J., & DeMarzo, P. (2013). *Corporate Finance* (3. utg.). Harlow, England: Pearson Education Limited.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (2. utg.). New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3. utg.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Johnson, G., Whittington, R., & Scholes, K. (2011). *Exploring strategy*. Harlow, England: FT Prentice Hall/Pearson.
- Kotler, P., & Keller, K.L. (2012). *Marketing Management*. Harlow, England: Pearson
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Penman, S.H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation. International Edition* (5. utg.). New York, NY: McGraw-Hill.
- Titman, S., & Martin, J. (2014). *Valuation: The Art and Science of Corporate Investment Decisions*. (2. utg.). Harlow, England: Pearson Education Limited.

LYSARKPRESENTASJON

- Knivsfå, K.H. (2015a). *Avkastningskrav: Målestokk for rentabilitet*. (Forelesning 09).
[Lysarkpresentasjon]. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm>
- Knivsfå, K.H. (2015b). *Finansrekneskap: Utarbeiding ,revisjon og analyse*. (Forelesning 01). [Lysarkpresentasjon]. Hentet fra
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm>
- Knivsfå, K.H. (2015c). *Framtidsrekneskap: Andre budsjettdriverarar*. (Forelesning 14).
[Lysarkpresentasjon]. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm>
- Knivsfå, K.H. (2015d). *Fundamental Verdivurdering: Eigenkapitalmetoden*. (Forelesning 16). [Lysarkpresentasjon]. Hentet fra
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm>
- Knivsfå, K.H. (2015e). *Kredittvurdering: Syntetisk rating*. (Forelesning 08).
[Lysarkpresentasjon]. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm>
- Knivsfå, K.H. (2015f). *Komparativ Verdivurdering*. (Forelesning 21). [Lysarkpresentasjon].
Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm>
- Knivsfå, K.H. (2015g). *Omgruppering: Balanse og kontantstrøm*. (Forelesning 05).
[Lysarkpresentasjon]. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm>
- Knivsfå, K.H. (2015h). *Omgruppering for analyse*. (Forelesning 04). [Lysarkpresentasjon].
Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm>
- Knivsfå, K.H. (2015i). *Oppsjønsbasert: Supplement til fundamental verdivurdering*. (Forelesning 22). [Lysarkpresentasjon]. Hentet fra
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm>
- Knivsfå, K.H. (2015j). *Rekneskapsanalyse: Ramme og "trailing"*. (Forelesning 03).
[Lysarkpresentasjon]. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm>
- Knivsfå, K.H. (2015k). *SK-Metoden: Og verdikonvergens*. (Forelesning 17).
[Lysarkpresentasjon]. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm>
- Knivsfå, K.H. (2015l). *Strategi: Rekneskap og verdi*. (Forelesning 02). [Lysarkpresentasjon].
Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm>
- Knivsfå, K.H. (2015m). *Strategisk rentabilitetsanalyse*. (Forelesning 10).
[Lysarkpresentasjon]. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm>

Knivsflå, K.H. (2015n). *Uvisse I Verdiestimatet: Og "Some topics in valuation"*.

(Forelesning 18). [Lysarkpresentasjon]. Hentet fra

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm>

Sportsbransjen AS. (udatert, a). *Sportsbransjen: Bransjeoppdatering 2014*.

[Lysarkpresentasjon]. Hentet fra

<http://sportsbransjen.no/uploads/magazines/72/pdf/Sportbransjen-2014-oppsummert.pdf>

NETTSTEDER

BI Handelshøyskolen (udatert). *Forskning 2014*. Hentet 2. juni 2015 fra

<https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarmeter/arkiv/2014/>

Grønt Punkt Norge (udatert, a). *Dette er Grønt Punkt Norge*. Hentet 30. mai 2015 fra

<http://www.grontpunkt.no/selskapet>

Grønt Punkt Norge (udatert, b). *Rapportering og regler*. Hentet 30. mai 2015 fra

<http://www.grontpunkt.no/medlemskap/rapportering-og-regler>

Grønt Punkt Norge (udatert, c). *Medlemssøk*. Hentet 30. mai 2015 fra

<http://www.grontpunkt.no/medlemsliste/PARENTALIAS/medlemskap?wildcardSearch=xxl>

Kunnskapssenteret.com (udatert). *SVIMA/VRIO-analyse*. Hentet 5. juni 2015 fra

<http://kunnskapssenteret.com/vrio-analyse-ressursanalyse/>

Lederkilden.no (udatert). *Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer*. Hentet 30. mai fra

<http://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/verdsettelse-ved-bruk-av-multiplikatorer>

Norges Bank. (udatert, a). *Inflasjon*. Hentet 15. mai 2015 fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/>

Norges Bank (udatert, b). *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Hentet 14. mai 2015 fra

<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Oslo Børs. (udatert). *Kursoversikt*. Hentet 17. mars 2015 fra

<http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/XXL.OSE/overview>

Verdsettelse av XXL ASA

Proff.no (udatert). *XXL Sport & Villmark AS*. Hentet 5. juni 2015 fra

<http://www.proff.no/selskap/xxl-sport-villmark-as/oslo/sports-og-fritidsutstyr/Z0I3L94S/>

PWC (udatert, a). *Prisfastsettelsen på aktiemarkedet*. Hentet 20. mai 2015 fra

<http://www.pwc.dk/da/vaerdiansaettelse/assets/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

PWC (udatert, b). *Risikopremien i det norske markedet 2013 og 2014*. Hentet 24. mai 2015

fra <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2013-2014.pdf>

Sportsbransjen AS (udatert, b). *XXL øker mest i Sverige*. Hentet 5. juni 2015 fra

<http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/xxl-oket-mest-i-sverige>

Standard & Poors Rating Services (udatert). *Credit Ratings Definitions & FAQs: What do the letter ratings mean?* Hentet 29. mars 2015 fra

http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/en/us#def_1

Stortinget (udatert). *Endringer i arbeidsmiljøloven og allmenngjøringsloven*. Hentet 30. mai

2015 fra <https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Saker/Sak/?p=61527>

Virke (udatert). *Prognoser for norsk handel – 2014*. Hentet 23. mai 2015 fra

<http://www.virke.no/talloganalyse/Documents/Prognoser%20for%20norsk%20handel%202014.pdf>

XXL (udatert, a). *Infosenter*. Hentet 2. juni 2015 fra <http://www.xxl.no/miljoet>

XXL (udatert, b). *Infosenter: Prisløfte*. Hentet 2. juni 2015 fra <http://www.xxl.no/XXL-garantier>

XXL (udatert, c). *Vision & Values*. Hentet 3. februar 2015 fra

<http://www.xxlasa.com/corporate/about/vision-values/>

XXL (udatert, d). *XXL-ansatte er racere på ski*. Hentet 5. juni 2015 fra

<http://vinterbilag.xxl.no/xxl-ansatte-er-racere-pa-ski/>

XXL (udatert, e). *XXL-skole i skogen*. Hentet 5. juni 2015 fra <http://bilag.xxl.no/xxl-skole-i-skogen/>

13.0 TABELLER OG FIGURER

Tabeller	
Tabell 1	Omsetning svenske sportskleder 2013
Tabell 2	Porters fem krefter
Tabell 3	SVIMA-analyse: fem betingelser
Tabell 4	Oppsummering SVIMA-analyse
Tabell 5	Omgruppert resultatregnskap XXL ASA
Tabell 6	Omgruppert balanseregnskap XXL ASA
Tabell 7	Likviditetsgrad 1
Tabell 8	Rentedekningsgrad
Tabell 9	Egenkapitalandel
Tabell 10	Netto driftsrentabilitet
Tabell 11	Standard & Poor's ratingklasser
Tabell 12	Standard & Poor's ratingklasser på basis av fire forholdstall
Tabell 13	Syntetisk rating 2014
Tabell 14	Konkurssannsynligheter
Tabell 15	Syntetisk rating 2011-2014
Tabell 16	Risikofri rente
Tabell 17	Kreditrisikopremie etter skatt
Tabell 18	Egenkapitalkrav
Tabell 19	Finansielt gjeldskrav
Tabell 20	WACC
Tabell 21	Egenkapitalrentabilitet
Tabell 22	Finansiell eiendelsrentabilitet
Tabell 23	Finansiell gjeldsrentabilitet
Tabell 24	Netto finansiell gjeldsrentabilitet
Tabell 25	Netto finansiell gjeldsgrad
Tabell 26	Driftsfordel
Tabell 27	Budsjettert fremtidsregnskap
Tabell 28	Kontantstrømmer til diskontering
Tabell 29	Estimert verdi XXL
Tabell 30	Prosentvis endring i driftsinntektsveksten
Tabell 31	Prosentvis endring i risikofri rente
Tabell 32	Prosentvis endring i beta
Tabell 33	Prosentvis endring i markedsrisikopremien

Verdsettelse av XXL ASA

Figurer	
Figur 1	XXLs verdier
Figur 2	Inndeling av XXLs varehus
Figur 3	Historiske kurser
Figur 4	Markedsandeler i norsk sportsbransje per 31.12.2014
Figur 5	Utvikling markedsandeler i norsk sportsbransje 2007-2014
Figur 6	Omsetning i norsk sportsbransje 2003-2014
Figur 7	Omsetning i den svenske sportsbransjen 2008-2014
Figur 8	Valutakurser
Figur 9	Porters fem krefter
Figur 10	SWOT-analyse
Figur 11	Dekomponering av strategisk fordel

14.0 VEDLEGG

14.1 Rapportert resultatregnskap XXL ASA

Rapportert resultatregnskap XXL ASA					
Tall i NOK 1 000					
	Noter	2011	2012	2013	2014
Salgsinntekter	2	2 466 342	3 101 368	4 008 421	
Andre driftsinntekter		4 611	5 796	1 806	
Sum driftsinntekt		2 470 952	3 107 165	4 010 226	5 215 000
Varekostnad		1 463 281	1 882 995	2 399 497	3 083 000
Lønnskostnad	3	351 615	449 829	606 318	799 000
Avskrivning og nedskrivning	4,5	35 687	46 201	58 967	80 000
Annen driftskostnad		331 494	403 763	544 498	732 000
Sum driftskostnad		2 182 077	2 782 787	3 609 280	4 695 000
Driftsresultat		288 875	324 378	400 946	521 000
Renteinntekter		1 324	6 064	3 168	
Andre finansinntekter	16	9 524	5 077	39 118	
Sum finansinntekter		10 848	11 140	42 287	101 000
Rentekostnader		227 601	240 889	249 170	
Andre finanskostnader	16	20 655	10 736	17 970	
Sum finanskostnader		248 256	251 625	267 140	283 000
Netto finansposter		-237 408	-240 485	-224 853	-182 000
Ordinært resultat før skatt		51 467	83 893	176 093	339 000
Årets skattekostnad	6	13 915	22 551	51 022	81 000
Ordinært resultat		37 552	61 342	125 071	258 000
Ordinært resultat		37 552	61 342	125 071	258 000
Annet fullstendig resultat					
Poster som senere kan bli reklassifisert til profitt eller tap					
Renteendringer i valutakurs		138	-243	910	-3 000
Sum annen inntekt og utgift		138	-243	910	-3 000
Sum annet fullstendig resultat for året		37 691	61 099	125 981	255 000

Kilde: Årsrapporter XXL ASA/Megasport Group

14.2 Rapportert balanseregnskap XXL ASA

Rapportert balanseregnskap XXL ASA						
Tall i NOK 1 000						
EIENDELER						
ANLEGGSMIDLER	Noter	01.01.2011	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Immaterielle eiendeler						
Konseptutvikling	5	193 604	200 485	190 094	190 176	
Egenutviklet programvare	5	1 726	1 983	1 747	14 738	
Programvare	5	6 507	8 049	7 960	8 955	
Utsatt skattefordel	6	-	1 676	-	-	
Goodwill	5	2 731 573	2 733 969	2 733 969	2 733 969	
Sum immaterielle eiendeler		2 933 410	2 946 163	2 933 770	2 947 838	2 955 000
Varige driftsmidler						
Anlegg under utførelse		-	-	25 039	5 623	
Maskiner og driftsløsøre	4	32 920	71 501	60 965	59 622	
Tomt, bygning	4	5 278	8 738	8 371	8 899	
Transportmidler	4	389	468	252	1 024	
Bygningsfast innredning	4	118 595	147 944	230 561	337 795	
Sum varige driftsmidler		157 182	228 651	325 188	412 964	474 000
Finansielle eiendeler						
Lån til tilknyttede selskaper	9	0	5 640	5 221	4 000	
Andre investeringer	8	30	30	30	30	
Sum finansielle eiendeler		30	5 670	5 251	4 030	-
Sum anleggsmidler		3 090 622	3 180 483	3 264 210	3 364 831	3 429 000
OMLØPSMIDLER						
Varer						
Varelager	7	487 682	632 794	778 246	1 072 808	1 397 000
Sum varer		487 682	632 794	778 246	1 072 808	1 397 000
Fordringer						
Kundefordringer	11	28 147	181 919	207 597	152 491	
Andre fordringer	11	38 751	3 143	29 543	74 180	
Sum fordringer		66 898	185 063	237 140	226 671	285 000
Bankinnskudd, kontanter o.l.						
Bankinnskudd, kontanter o.l.	10	117 394	128 272	56 932	169 792	222 000
Sum bankinnskudd, kontanter o.l.		117 394	128 272	56 932	169 792	222 000
Sum omløpsmidler		671 974	946 128	1 072 318	1 469 270	1 904 000
SUM EIENDELER		3 762 596	4 126 612	4 336 528	4 834 102	5 333 000
EGENKAPITAL OG GJELD						
EGENKAPITAL						
Innskutt egenkapital						
Aksjekapital	12	107 600	109 445	109 445	109 445	
Overkursfond	12	968 400	986 238	986 238	986 238	
Sum innskutt egenkapital		1 076 000	1 095 683	1 095 683	1 095 683	2 890 000

Verdsettelse av XXL ASA

Opptjent egenkapital						
Annen egenkapital		-142 348	-107 499	-48 182	77 798	323 000
Sum opptjent egenkapital		-142 348	-107 499	-48 182	77 798	323 000
SUM EGENKAPITAL		933 652	988 184	1 047 501	1 173 481	3 212 000
GJELD						
Utsatt skatt (gjeld)	5	41 800	39 911	37 364	40 784	63 000
Totale provisjoner		41 800	39 911	37 364	40 784	63 000
Annen langsiktig gjeld						
Annen langsiktig gjeld	15, 18	1 138 750	1 132 128	1 117 421	1 037 832	1 104 000
Lån fra aksjonærer	18	1 253 700	1 379 070	1 516 994	1 668 675	-
Sum annen langsiktig gjeld		2 392 450	2 511 198	2 634 415	2 706 506	1 104 000
Total langsiktig gjeld		2 434 250	2 551 109	2 671 778	2 747 291	1 167 000
Kortsiktig gjeld						
Leverandørgjeld		114 003	297 604	267 839	414 784	455 000
Kortsiktige lån	15, 18	20 000	55 000	71 667	138 794	-
Derivater	17	233	12 366	12 130	4 158	-
Betalbar skatt	6	38 925	17 489	25 283	47 787	70 000
Skyldig offentlige avgifter		74 533	78 730	94 268	120 292	185 000
Annen kortsiktig gjeld	14	147 001	126 131	146 062	187 515	245 000
Sum kortsiktig gjeld		394 695	587 319	617 249	913 330	954 000
SUM GJELD		2 828 945	3 138 428	3 289 028	3 660 620	2 121 000
SUM EGENKAPITAL OG GJELD		3 762 596	4 126 612	4 336 528	4 834 102	5 333 000

Kilde: Årsrapporter XXL ASA/Megasport Group

14.3 Omgruppert balanseregnskap (detaljert) XXL ASA

Omgruppert balanseregnskap XXL ASA						
Tall i NOK 1 000						
	01.01.2011	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	
EIENDELER						
Immaterielle eiendeler	2 933 410	2 946 163	2 933 770	2 947 838	2 955 000	
+ Varige driftsmidler	1 57 182	228 651	325 188	412 964	474 000	
+ Andre driftsrelaterte anleggsmidler	30	30	30	30	-	
= Driftsrelaterte anleggsmidler	3 090 622	3 174 844	3 258 988	3 360 832	3 429 000	
Varer	487 682	632 794	778 246	1 072 808	1 397 000	
+ Kundefordringer og andre driftsrelaterte fordringer	66 898	185 063	237 140	226 671	285 000	
= Driftsrelaterte omløpsmidler	554 580	817 857	1 015 386	1 299 479	1 682 000	
SUM DRIFTSREIENDELER	3 645 202	3 992 701	4 274 374	4 660 311	5 111 000	
Langsiktige finansielle fordringer (lån til tilknyttede selskaper)	-	5 640	5 221	4 000	-	
+ Langsiktige finansielle investeringer	-	-	-	-	-	
= Finansielle anleggsmidler	-	5 640	5 221	4 000	-	
Finansielle fordringer	-	-	-	-	-	
+ Investeringer	-	-	-	-	-	
+ Bankinnskudd, kontanter og lignende	117 394	128 272	56 932	169 792	222 000	
+ Diskontinuerlig virksomhet (netto)	-	-	-	-	-	
= Finansielle omløpsmidler	117 394	128 272	56 932	169 792	222 000	
SUM FINANSIELLE EIENDELER	117 394	133 912	62 153	173 792	222 000	
SUM EIENDELER	3 762 596	4 126 612	4 336 528	4 834 102	5 333 000	
EGENKAPITAL OG GJELD						
Egenkapital, majoritet	933 652	988 184	1 047 501	1 173 481		
+ Minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	
= EGENKAPITAL KONSRNET	933 652	988 184	1 047 501	1 173 481	3 212 000	
Avsetning for krav (utsatt skattegjeld)	41 800	39 911	37 364	40 784	63 000	
+ Annen langsiktig rentefri gjeld	-	-	-	-	-	
= Langsiktig driftsrelatert gjeld	41 800	39 911	37 364	40 784	63 000	
+ Kortsiktig rentefri gjeld:						
Leverandørgjeld	114 003	297 604	267 839	414 784	455 000	
Derivater	233	12 366	12 130	4 158	-	
Betalbar skatt	38 925	17 489	25 283	47 787	70 000	
Skyldig offentlige avgifter	74 533	78 730	94 268	120 292	185 000	
Annen kortsiktig gjeld	147 001	126 131	146 062	187 515	245 000	
= DRIFTSRELATERT GJELD	416 495	572 231	582 946	815 320	1 018 000	
Langsiktig rentebærende gjeld	2 392 450	2 511 198	2 634 415	2 706 506	1 104 000	
+ Kortsiktig rentebærende gjeld	20 000	55 000	71 667	138 794	-	
= FINANSIELL GJELD	2 412 450	2 566 198	2 706 082	2 845 300	1 104 000	
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	3 762 596	4 126 612	4 336 528	4 834 102	5 333 000	

14.4 Rapportert kontantstrøm XXL ASA

Rapportert kontantstrømoppstilling XXL ASA				
Tall i NOK 1 000				
	2011	2012	2013	2014
Kontantstrømmer fra operasjonelle aktiviteter				
Resultat før inntektsskatt	51 467	83 893	176 093	339 000
Periodens betalte skatt	-38 925	-17 489	-25 283	-48 000
Avskrivninger	35 687	46 201	58 967	74 000
Nedskrivninger	-	959	1 323	6 000
Endring i varelager	-145 112	-145 452	-294 561	-324 000
Endring i kundefordringer	-153 772	-25 678	55 106	60 000
Endring i leverandørgjeld	183 601	-29 765	146 946	40 000
Rentekostnader	83 434	82 540	80 376	53 000
Renteutgift på lån til aksjonærer	125 370	137 924	151 680	125 000
Amortisering av balanseførte transaksjonskostnader	7 500	7 500	7 500	8 000
Virkelig-verdi bevegelse av finansielle derivater	12 133	-235	-7 972	-4 000
Forskudd av finansielle leieavtaler	-1 719	-1 719	39 938	-7 000
Endring i andre eiendeler og gjeld	18 861	10 572	16 712	4 000
Netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter	178 526	149 252	406 825	325 000
Kontantstrømmer fra investeringsaktiviteter				
Utbetalinger ved kjøp av varige driftsmidler	-115 478	-134 229	-152 187	-147 000
Innbetaling ved salg av finansielle eiendeler	-	-	-	5 000
Egenkapitaltransaksjoner	-	-	-	-10 000
Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	-115 478	-134 229	-152 187	-152 000
Kontantstrømmer fra finansieringsaktiviteter				
Utbetaling ved lån til tilknyttet selskap	-5 640	-	-	-
Innbetaling ved opptak av ny langsiktig gjeld	37 222	51 178	-	-
Utbetaling ved nedbetaling av gjeld	-20 000	-55 000	-59 900	-68 000
Rentekostnader	-83 434	-82 540	-80 376	-53 000
Utbetaling ved nedbetaling av lån til aksjonærer	-	-	-	-1 794 000
Innbetaling ved utstedelse av aksjer	19 683	-	-	1 794 000
Netto kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter	-52 169	-86 362	-140 276	-121 000
Netto endring i kontanter og kontantekvivalenter	10 878	-71 339	114 362	52 000
Beholdning av kontanter og kontantekvivalenter ved periodens begynnelse	117 394	128 272	56 932	170 000
Effekt av valutakursendringer på kontanter og kontantekvivalenter	-	-	-1 502	-
Beholdning av kontanter og kontantekvivalenter ved periodens slutt	128 272	56 932	169 792	222 000

Kilde: Årsrapporter XXL ASA/Megasport Group