

Verdsettelse av XXL ASA

André Sørensen og Tarjei Voll



Veileder: Bernt Arne Ødegaard

Det samfunnsvitenskapelige fakultet, Universitetet i Stavanger



Universitetet
i Stavanger

DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,

HANDELSHØGSKOLEN VED UIS

MASTEROPPGAVE

STUDIEPROGRAM:

Økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
SPESIALISERINGSRETNING:

Økonomisk analyse

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:

216557

.....

226169

.....

Navn:

André Sørensen

.....

Tarjei Voll

.....

VEILEDER:

Bernt Arne Ødegaard

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger,/..... 2016 Underskrift administrasjon:.....

Sammendrag

Hensikten med denne masterutredningen er å komme med et verdiestimat på XXL ASA sine aksjer. Hovedvekten ble lagt på den fundamentale verdsettelsen, men vi har i tillegg valgt å supplere med en komparativ verdsettelse og verdsettelse etter superprofittmetoden.

Vi presenterte selskapet XXL og gav en innføring i bransjen de opererer i. Deretter ble relevant verdsettelsesteori presentert. Vi foretok en strategisk analyse av både interne og eksterne forhold. Vi tok i bruk anerkjente metoder for å avdekke strategiske fordeler og kilder til konkurransefortrinn. Etter den strategiske analysen omgrupperte vi regnskapet for å gjøre det mer investororientert, og bedre egnet til bruk i verdsettelsen.

Vi foretar en regnskapsanalyse. Her vil vi blant annet analysere risikoen til XXL, og fastsette selskapets syntetiske rating. Analysen gav oss en syntetisk rating på A i 2015. Vi beregnet avkastningskravet til totalkapitalen til 6,25%.

Resultatene i den strategiske analysen ble brukt til å prognostisere fremtidige kontantstrømmer. Vi har tatt utgangspunkt i en sterk vekst. Vi neddiskonterte de fremtidige kontantstrømmene med avkastningskravet og beregnet selskapets terminalverdi i henhold til Gordons vekstformel. Vi foretok en scenario analyse for å høyde for usikkerhetene i forutsetningene våre. Resultatet ble en aksjepris på 99 NOK. Markedsprisen den 27.04.2016 var 97.5 NOK. Vi foretok en sensitivitetsanalyse for å belyse usikkerhetene i verdiestimatet.

Til slutt komplementerte vi med en komparativ verdsettelse som gav oss en aksjepris i intervallet 63-115 NOK. Og en verdsettelse etter superprofittmetoden som gav oss en aksjepris på 108 NOK.

Forord

Denne masteroppgaven markerer avslutningen på økonomi og administrasjon studiet ved Universitetet i Stavanger. Ved å velge en verdsettelsesoppgave får vi skrevet en oppgave som dekker over flere fagområder. Vi føler også at masteroppgaven har gitt oss kunnskap som kan bli nyttig i arbeidslivet. Rammeverket benyttet i oppgaven er i stor grad hentet fra kurset BUS440 av kursansvarlig Kjell Henry Knivsflå. Vi takker for tilgangen til hans forelesningsnotater.

Vi valgte å verdsette XXL ASA, fordi dette er et ambisiøst selskap som de fleste har et forhold til. Deres vekst siden oppstarten i 2001 har vært svært imponerende. Vi ønsket å undersøke hva som ligger bak suksessen deres, og undersøke om aksjeprisveksten deres kan forsvares. Videre synes vi det var spennende å verdsette et ungt norsk selskap som opplever suksess i utlandet.

Utarbeidelsen av masteroppgaven har vært en utfordrende og tidskrevende jobb. Samtidig har det vært svært lærerikt og givende å utarbeide noe så selvstendig. Til slutt vil vi takke vår veileder Bernt Arne Ødegaard for tilbakemeldinger og hjelp med oppgaven.

Stavanger, juni 2016

Tarjei Voll

André Sørensen

INNHOOLD

1	Innledning.....	12
1.1	Formål og avgrensning.....	12
1.2	Struktur.....	12
2	Historie.....	13
2.1	XXL varehus.....	14
2.2	Fremtidsplaner.....	15
3	Presentasjon av bransjen.....	16
3.1	Sportsbransjen.....	16
3.1.1	Norge.....	17
3.1.2	Sverige.....	18
3.1.3	Finland.....	19
4	Verdsettelsesteori.....	21
4.1	Fundamental verdsettelse.....	21
4.1.1	Fri kontantstrømmodellen.....	21
4.1.2	Superprofittmodellen.....	22
4.2	Komparativ verdsettelse.....	22
4.3	Valg av verdsettelsesmodell.....	23
4.3.1	Komplementær Verdsettelse.....	25
5	Strategisk analyse.....	26
5.1	Bransjeorientert analyse.....	26
5.2	STØP-analyse.....	26
5.2.1	Sosiokulturelle faktorer.....	27
5.2.2	Teknologiske faktorer.....	29
5.2.3	Økonomiske faktorer.....	30
5.2.4	Politiske og juridiske faktorer.....	33
5.2.5	Oppsummering av STØP-analyse.....	34
5.3	Konkurransesituasjonen – Porters fem konkurransekrefter.....	35
5.3.1	Trusselen fra substitutter.....	35

5.3.2	Trusselen fra nye aktører	35
5.3.3	Leverandørens forhandlingsmakt	37
5.3.4	Kundenes forhandlingsmakt.....	38
5.3.5	Rivalisering i bransjen.....	38
5.3.6	Oppsummering av Porters fem konkurransekrefter.....	39
5.4	Verdikjedeanalyse	39
5.4.1	Hovedaktiviteter	40
5.4.2	Støtteaktiviteter	41
5.5	VRIO	41
5.5.1	Konsept.....	42
5.5.2	Forhandlingsmakt	42
5.5.3	Organisatorisk kapital.....	43
5.5.4	Kompetanse hos de ansatte.....	43
5.5.5	Ledelse.....	43
5.5.6	Oppsummering VRIO	44
6	Omgruppering for analyse.....	45
6.1	Omgruppering av balansen.....	45
6.1.1	Bankinnskudd, kontanter og lignende	46
6.1.2	Immaterielle eiendeler	46
6.2	Omgruppert resultatregnskap	46
6.3	Skattekostnad.....	47
7	Regnskapsanalyse.....	49
7.1	Risikoanalyse.....	49
7.2	Analyse av kortsiktig risiko.....	49
7.2.1	Likviditetsgrad 1.....	49
7.2.2	Likviditetsgrad 2.....	50
7.3	Analyse av langsiktig gjeld	51
7.3.1	Egenkapitalandel	51
7.3.2	Rentedekningsgrad	52

7.4	Driftsmargin	53
7.5	Netto driftsrentabilitet	54
7.6	Syntetisk rating.....	55
7.7	Common Size	56
8	Utregning av avkastningskrav	58
8.1	Presentasjon av komparative selskap	58
8.2	Capital Asset Pricing Model (CAPM).....	59
8.2.1	Risikofri rente.....	59
8.2.2	Markedsrisikopremie	59
8.2.3	Beta.....	60
8.2.4	Likviditetspremie.....	61
8.2.5	Beregning av CAPM	62
8.3	Egenkapital – og gjeldsandel.....	62
8.4	Gjeldskrav etter skatt.....	62
8.5	Utregning av WACC	63
9	Fremtidsprognose	64
9.1	Driftsinntekter	64
9.1.1	Prognose av bransjevekst i Norge	64
9.1.2	Prognose av bransjevekst i Sverige	65
9.1.3	Prognose av bransjevekst i Finland	65
9.1.4	Entring av Danmark	65
9.1.5	Like-for-Like (LFL) vekst.....	65
9.1.6	Nettsalg.....	66
9.1.7	Nyåpninger	67
9.2	Fremtidige driftsinntekter fra eksisterende butikker	68
9.3	Totalt anslag av fremtidige driftsinntekter	69
9.4	Avsluttende kommentar til driftsinntekter.....	69
9.5	Kostnader.....	69
9.5.1	Varekostnad.....	70

9.5.2	Lønnskostnader	70
9.5.3	Andre driftskostnader	71
9.5.4	Arbeidskapital	71
9.5.5	Skattesats	71
9.5.6	Avskrivning og nedskrivning	71
9.5.7	Capital Expenditure (CAPEX)	71
9.5.8	Vekst etter horisont.....	72
9.6	Prognose av budsjettet regnskap	72
9.7	Aksjepris.....	73
10	Scenarioanalyse	74
10.1	Worst case scenario	74
10.2	Best case scenario.....	75
10.3	Konklusjon scenarioanalyse	76
11	Sensitivitetsanalyse	77
11.1	Endring i markedsrisikopremie	77
11.2	Endring i beta	77
11.3	Endring i risikofri rente	77
12	Komparativ verdsettelse	78
13	Superprofitt.....	80
14	Konklusjon	82

Figurliste

Figur 1 Historisk aksjepris.	14
Figur 2 Varehus.	15
Figur 3 Omsetning per innbygger, 2013.	16
Figur 4 Total omsetning og vekst, Norge.	17
Figur 5 Markedsandeler for de fire største aktørene, Norge.	18
Figur 6 Total omsetning og vekst, Sverige.	18
Figur 7 Markedsandeler for de fire største aktørene, Sverige.	19
Figur 8 Total omsetning og vekst, Finland.	19
Figur 9 Markedsandeler for de fire største aktørene, Finland.	20
Figur 10 STØP-analyse	26
Figur 11 Andel av befolkning som er 60 og eldre, historisk og forventet for fremtiden.	28
Figur 12 Leveringstid.	29
Figur 14 BNP per innbygger målt i tusen USD (PPP), 2014.	30
Figur 13 Anslått vekst i BNP (PPP) per innbygger.	30
Figur 15 Arbeidsledighet (%).	31
Figur 16 Årlig vekst i disponibel inntekt (%).	31
Figur 17 Forbrukertillit.	32
Figur 18 Verdikjede.	40
Figur 19 Likviditetsgrad 1 for et utvalg av aktører.	50
Figur 20 Likviditetsgrad 2 for et utvalg av aktører.	51
Figur 21 Egenkapitalandel.	52
Figur 22 Rentedeckningsgrad.	53
Figur 23 Driftsmargin.	54
Figur 24 Total omsetning sportsbransjen, Norge	86
Figur 25 Markedsandeler, Norge.	86
Figur 26 Total omsetning i sportsbransjen, Sverige	86
Figur 27 Kjedenes markedsandeler (ekskl. andre selvstendige aktører), Sverige.	87

Tabelloversikt

Tabell 1 Multiplikatorer	23
Tabell 2 Aktivitetsnivå (%), Norge.....	27
Tabell 3 Konklusjon av STØP-analyse	34
Tabell 4 Oppsummering Porters fem krefter	39
Tabell 5 VRIO Oppsummering.....	44
Tabell 6 Omgruppert Balanseregnskap.	45
Tabell 7 Omgruppert Resultatregnskap.	48
Tabell 8 Likviditetsgrad 1 for XXL.	49
Tabell 9 Likviditetsgrad 2 for XXL.	51
Tabell 10 Netto Driftsrentabilitet.	54
Tabell 11 Syntetisk Rating.....	55
Tabell 12 Syntetisk Rating Karakter.....	55
Tabell 13 Syntetisk Rating Tidsvektet.....	56
Tabell 14 Common Size.	57
Tabell 15 Norske statsobligasjoner 2015.....	59
Tabell 16 Beta Komparative Selskap.....	61
Tabell 17 Beregning av CAPM	62
Tabell 18 Finansielt gjeldskrav etter skatt.....	63
Tabell 19 Utrekning av WACC.....	63
Tabell 20 Antatt like-for-like vekst.....	66
Tabell 21 Historisk antall butikkåpninger.....	67
Tabell 22 White Space Analysis.	67
Tabell 23 Anslag av fremtidige nyåpninger.....	68
Tabell 24 Driftsinntekter nyåpninger	68
Tabell 25 Driftsinntekt eksisterende butikker	69
Tabell 26 Totale anslåtte inntekter.....	69
Tabell 27 Skattekostnad.....	71
Tabell 28 Kontantstrømoppstilling.....	72
Tabell 29 Verdi per aksje.....	73
Tabell 30 Nyåpninger worst case.....	74
Tabell 31 Worst case scenario.	75
Tabell 32 Aksjepris worst case scenario.....	75
Tabell 33 Antall nyåpninger best case scenario.....	76
Tabell 34 Best case scenario.....	76

Tabell 35 Aksjepris best case scenario.....	76
Tabell 36 Konklusjon scenarioanalyse.....	76
Tabell 37 Endring i markedspremie.	77
Tabell 38 Endring i betaverdi..	77
Tabell 39 Endring i risikofri rente..	77
Tabell 40 Komparative Selskap.	78
Tabell 41 Multipler XXL	79
Tabell 42 Investert Kapital..	80
Tabell 43 Superprofitt.	80
Tabell 44 Superprofitt Verdsettelse.....	81
Tabell 45 Total omsetning sportsbransjen, Finland.....	87
Tabell 46 Markedsandeler, Finland.....	87
Tabell 47 Aktivitetsnivå for aldersgruppene 55-66 og 67-79(%), Norge.	88
Tabell 48 Fysisk aktivitet etter utdanning (%), Norge 2013.	88
Tabell 49 Kredittrisikopremie gitt ved syntetisk rating.	88
Tabell 50 Halvårsomsetning nye butikker.	89
Tabell 51 Helårsomsetning nyåpninger.	90
Tabell 52 Rapportert balanse XXL.....	91
Tabell 53 Rapportert resultatregnskap XXL	92

1 INNLEDNING

1.1 FORMÅL OG AVGRENSNING

Denne masterutredningen har som formål å komme frem til et verdiestimat på XXL ASA sine aksjer. Vi vil undersøke om den nåværende aksjeprisen er «riktig» priset, og på grunnlag av estimatet komme med et forslag til handlingsstrategi.

Vi vil i oppgaven ha et eksternt investororientert perspektiv der vi tar utgangspunkt i offentlig sekundærinformasjon. Oppgaven er i stor grad basert på informasjon fra XXLs årsrapporter. Vi har valgt å ikke benytte oss av regnskap som er eldre enn 2011. XXL har gjennomgått store forandringer siden oppstarten, derfor anser vi regnskap fra perioden før 2011 som ikke representativ for XXL i dag. Informasjon om sportsbransjen i Norge, Sverige og Finland er presentert og hentet fra interesseorganisasjonene Sportsbransjen, Sportfack og Sporttimyyjä. Informasjonen ble tilsendt på e-post.

Underveis i oppgaven har det vært nødvendig å ta forutsetninger som følge av tids- og informasjonsbegrensninger. Vi opplyser om at vårt verdiestimat er preget av subjektive vurderinger. Verdsettelsen er gjort pr. 27.04.2016.

1.2 STRUKTUR

Vi begynner med en kort presentasjon av XXL ASA og sportsbransjen. Videre vil vi presentere relevant verdsettelsesteori og valg av verdsettelsesmetode. Deretter foretar vi en strategisk analyse med mål om å identifisere viktige verdidrivere og deres påvirkning på XXLs lønnsomhet for fremtiden.

Videre omgrupperer vi balansen og regnskapet for å gjøre det mer investororientert. Vi bruker det omgrupperte regnskapet til å foreta en risikoanalyse som igjen benyttes til å foreta en syntetisk kredittrating av XXL. Før vi presenter fremtidsprognosen, beregner vi XXLs avkastningskrav til egenkapital og WACC.

Vi vil så utarbeide prognoser og fremtidsregnskap med utgangspunkt i den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Prognosene brukes for å estimere XXLs fremtidige kontantstrøm som igjen vil bli brukt til å finne verdien til XXLs sine aksjer. Vi foretar en scenarioanalyse for å ta høyde for usikkerheter i forutsetningene våre. Avslutningsvis foretar vi en sensitivitetsanalyse for å se hvordan estimatet vårt påvirkes ved endringer av komponenter i modellen. Til slutt vil

vi komplementere med en komparativ verdsettelse og en verdsettelse basert på superprofittmetoden.

2 HISTORIE

XXL AS ble grunnlagt i år 2000 av brødrene Tore og Øivind Tidemandsen. Brødrene hadde flere års erfaring fra varehandelsmarkedet gjennom sin tid i elektronikk-kjeden Elkjøp. Øivind Tidemandsen var blant annet driftsdirektør for Elkjøp. I et intervju med e24 i 2014 peker Øivind Tidemandsen på sin tid i Elkjøp som en av nøkkelfaktorene for sin suksess med XXL. Han uttalte «Suksessen som lå bak Elkjøp var lave priser, kjente merkevarer, stordriftsfordeler og det å flytte flere bransjer under samme tak»¹. Tidemandsen mente at den samme oppskriften kunne innføres i sportsmarkedet.

Tidemandsen familien eide 15% av aksjene i Elkjøp. Når britiske Dixon Group kjøpte selskapet fikk familien rundt 600 millioner kroner for aksjene. I 2014 uttalte Øivind Tidemandsen i et intervju med e24 at de ikke kunne startet opp XXL uten egenkapitalen fra salget av Elkjøp-aksjene.

I 2001 ble den første XXL butikken åpnet i Oslo. Med sine 3500 kvadratmeter ble den Norges største sportsbutikk i areal. I løpet av de to neste årene ble det etablert varehus i Stavanger, Alnabru, Trondheim og Sandvika. XXL vokste raskt, men det var ikke før i 2005 at de opplevde et positivt resultat. I 2007 kunne XXL skilte med 10% markedsandel i sportsbransjen. Frem til 2009 fortsatte XXL sin ekspansive strategi, og åpnet seks nye varehus². Suksessen til XXL fanget oppmerksomheten til det svenske oppkjøpsfondet EQT, som i 2010 kjøpte 65% av aksjene. Samme året åpnet XXL tre nye butikker i Sverige.

I 2013 nådde XXL 24% markedsandel, noe som gjorde dem til markedsleder i Norge. Det påfølgende året ble XXL også Nordens største sportskjede, etter at de gikk forbi Svenske Stadium i total omsetning³.

Etter braksuksess i både Norge og Sverige, bestemte XXL å utvide seg til et tredje land. I 2014 åpnet den første butikken i Finland. Inntoget til XXL skapte kraftige reaksjoner fra de eksisterende sportskjedene i Finland. Konkurrentene forsøkte å sette ned prisene for å presse ut XXL. Problemet var bare at XXL hadde mye høyere marginer og var derfor bedre rustet til

¹ Nissen-Meyer (2015)

² (xxlasa, Udatert)

³ (Kleppe, 2015)

priskrig. «Konkurrentene måtte da velge å gå med underskudd eller sette opp prisene igjen. Ingen kan slå oss på pris, og konkurrentene var ikke klare for konkurranse» uttalte Steenbuch til E24 i 2015.

3. oktober 2014 ble XXL børsnotert til en børskurs på 62 NOK per aksje. Figur 1 viser XXL-aksjen sin historiske prisutvikling. 27.04.16 var aksjeprisen 97,5 NOK.



Figur 1 Historisk aksjepris. Kilde: Oslo Børs

2.1 XXL VAREHUS

På hjemmesiden uttrykker XXL at de er bygget på en enkel forretningsidé: «Stort utvalg, kjente merkevarer og Xtra Xtra lave priser». De har en sterk resultatbasert kultur gjennom hele bedriften. Hvor kundeservice og kostnadsminimering er fremtredende verdier. Deres visjon er «XXL shall be a paradise for people interested in sports, outdoors and wildlife»⁴.

XXL bygger på Big-box konseptet. Konseptet er at de har få, men store utsalgssteder. I dag er XXL butikkene mellom 3000m² og 5300m² store. En gjennomsnittlig butikk ligger på 3900 kvadratmeter⁵. Butikkenes størrelse gir flere kostnadsbesparelser i form av stordriftsfordeler. I tillegg eier og driver kjeden alle varehusene selv, dette bidrar til effektivisering av innkjøp og logistikk. Dette er noen av hovedgrunnene til at XXL kan tilby lavere priser enn konkurrentene.

Alle butikkene har den samme utformingen, slik at kunden lett kan finne frem uavhengig av hvilken butikk han er i. Utformingen til butikken baserer seg på «shop-in-shop» konseptet. Butikken er delt opp i avdelinger med forskjellig ekspertise og produkter. XXL opererer i dag

⁴ (xxlasa, Udatert-b)

⁵ (xxlasa, Udatert-a)

med seks forskjellige avdelinger; sport, helse og fitness, sko, sportsklær, utendørs utstyr, ski/sykkel og jakt. Målet til XXL er at kunden skal kunne finne alt de trenger av sportsprodukter i én butikk. Derav slagordet «All Sports United».



Figur 2 Varehus. Kilde: Annual Report XXL ASA 2015

2.2 FREMTIDSPLANER

Administrerende direktør Fredrik Steenbuch uttalte i 2015 til e24 at de har som mål å åpne 8 til 12 butikker hvert år i de kommende årene. XXL har allerede signert leiekontrakter for seks nye butikker i Norge, samtlige med åpning i løpet av 2016. Butikkåpning i Harstad er først, deretter følger butikker i Bergen, Sandefjord, Lyngdal, Porsgrunn og Skien. I tillegg er det planlagt en butikk i Arendal i 2018, hvor XXL så langt ikke har vært representert⁶. Han understreker at de fleste nye butikkene i fremtiden er planlagt i utlandet, ettersom det norske markedet begynner å bli mettet.

I første omgang konsentrerer XXL seg om å utvide sin markedsandel i Sverige og Finland, men de har også planer om å utvide til Sveits, Østerrike og Sør-Tyskland. Fredrik Steenbuch mener at dette er land som er svært like Norge, Sverige og Finland. Han mener derfor at alt ligger til rette for at XXL også kan ha suksess i disse landene⁷. I tillegg forventer Steenbuch å åpne en nettbutikk i Danmark innen 2017, som vil være første land hvor XXL oppretter en ren nettbutikk.

⁶ (John Fuller, 2016)

⁷ (Gjendem, 2015)

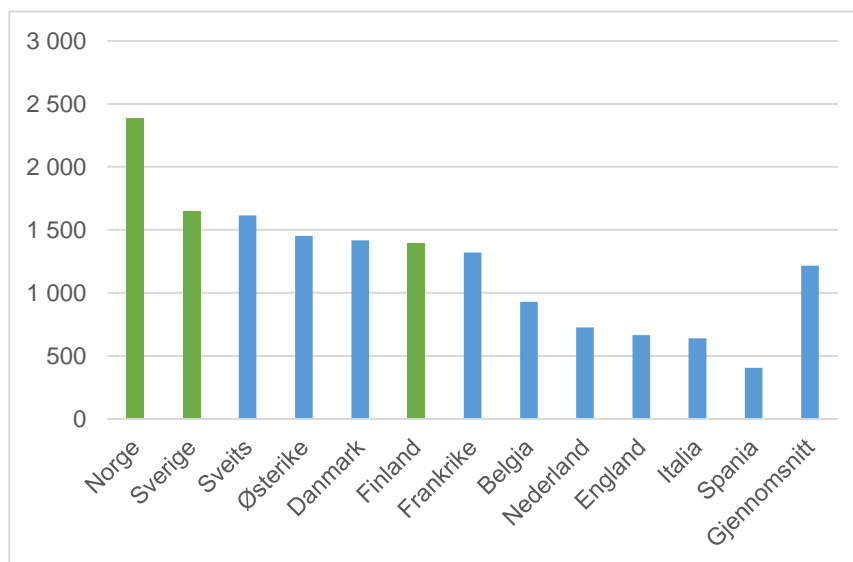
3 PRESENTASJON AV BRANSJEN

Porter⁸ definerer en bransje som et marked hvor like eller nært relaterte produkter omsettes. Sportsbransjen er et eksempel på en bransje som omfatter mange forskjellige, men relaterte produkter– alt av produkter som anvendes i sport- og fritidsaktiviteter. Videre vil vi avgrense sportsbransjen ved å se på detaljister som har sports- og fritidsutstyr som sin hovedvirksomhet. COOP tas med i betraktning som et unntak grunnet at Sportsbransjen AS har valgt å inkludere COOP sine salgstall ved estimering av total omsetning for bransjen.

3.1 SPORTSBRANSJEN

Sportsbransjen kan deles inn i to kategorier: Sportsutstyr og atletisk tøy/fottøy. Fottøysegmentet tar for seg alle typer sport- og utesko. Med atletisk tøy mener vi et bredt sortiment av sportsklær, som inkluderer uteklær og teknisk tøy. Kategorien sportsutstyr inkluderer generelt utstyr for en rekke idretter, fotball, golf, vannsport, ishockey og bandy. Kategorien inneholder også tyngre utstyr for helse og trening, for eksempel tredemølle. Og utstyr til fiske, jakt, sykling og ski. I Norge viser tall at salg av sportsutstyr sto for omtrent 45% av den totale omsetningen for sportsbransjen mens sko og klær sto for 55% i 2015⁹.

Figuren nedenfor viser sportsdetaljisters omsetning per innbygger i 2013 for et utvalg av europeiske land¹⁰.



Figur 3 Omsetning per innbygger, 2013. Tall i NOK. Kilde: Prospectus, 2014.

⁸ (M. E. Porter, 1985)

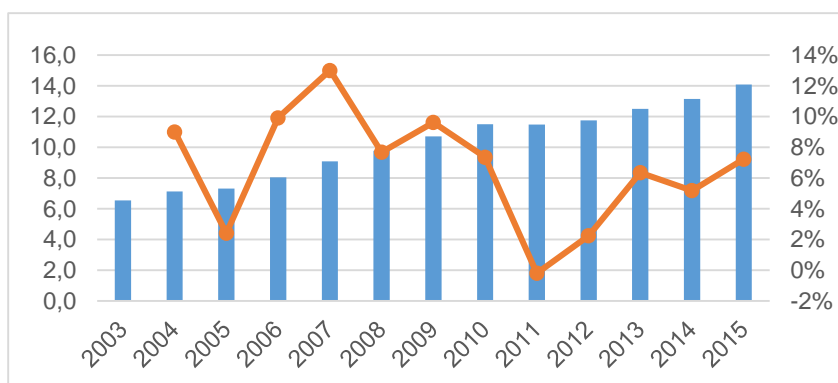
⁹ (Sportsbransjen, 2015)

¹⁰(Prospectus, 2014)

Norske forbrukere topper denne listen med relativt høy margin. Sverige og Finland er rangert som henholdsvis nummer to og fire. Alle tre landene har et forbruk over gjennomsnittet av utvalget i undersøkelsen. Videre gir vi en presentasjon av sportsbransjen i de nevnte landene.

3.1.1 Norge

Norske sport- og fritidsdetaljister omsatte tilsammen for ca. 14,1 milliarder kroner ekskl. mva. i 2015. Figur 4 viser total omsetning og vekst for sportsbransjen i Norge fra 2003 til 2015. Tallene viser en sterk inntektsvekst, nesten en dobling i omsetning fra 6,5 milliarder i 2003 til 13,1 milliarder i 2014. Salgsveksten for sportsbransjen i Norge økte med 5,2% i 2014 og 7,2% i 2015. Fra 2006 til 2014 har den norske sportsbransjen hatt en «compound annual growth rate» (CAGR) på 6,34%¹¹. CAGR måler den gjennomsnittlige årlige veksten over en bestemt periode.

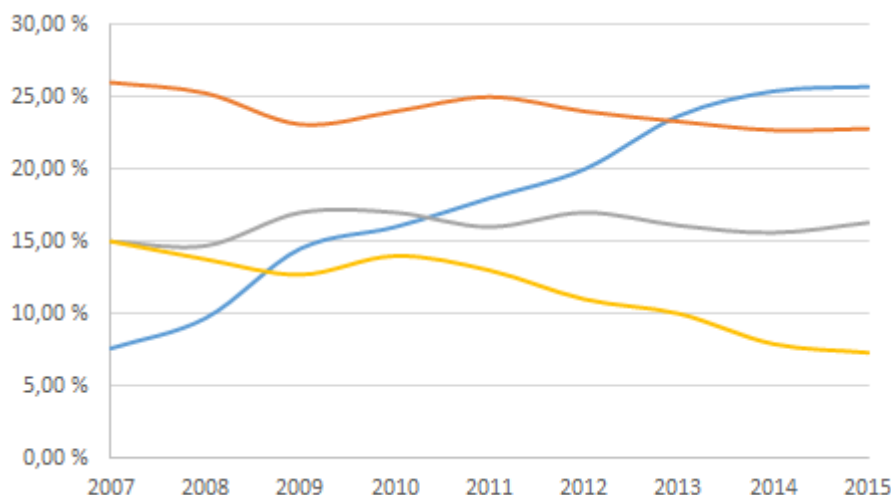


Figur 4 Total omsetning og vekst, Norge. Aksene til venstre viser total omsetning presentert i milliarder NOK. Aksene til høyre viser årlig vekst i omsetning. Grafen er basert på tall fra Sportsbransjen.

Sportsbransjen i Norge består av en sterk kjedestruktur hvor kjedene står for 91% av bransjens omsetning. XXL har opparbeidet seg en solid markedsandel av det norske markedet etter sin entring i 2001. I 2015 var de fire største aktørene XXL, G-sport/Gmax, Sport1 og Intersport. Hvor XXL var den største målt i omsetning. Til sammen står disse aktørene for ca. 72% av markedsandelene¹², se figur 5.

¹¹ (Sportsbransjen, 2015)

¹² (Sportsbransjen, 2015)

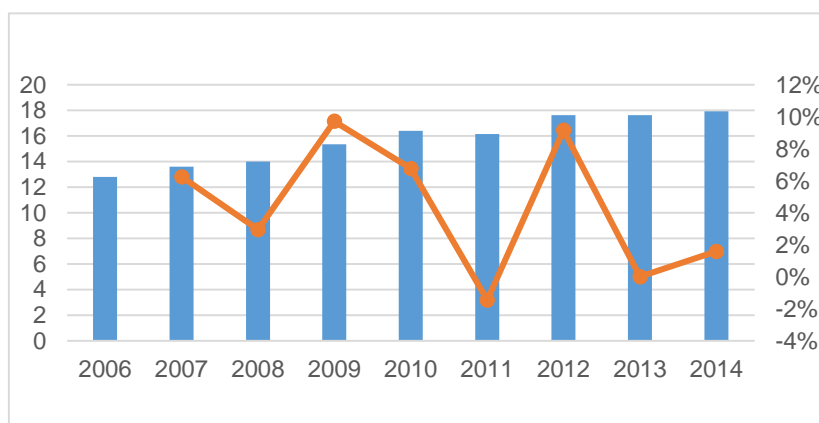


Figur 5 Markedsandeler for de fire største aktørene, Norge. Grafen er basert på tall fra Sportsbransjen.

XXL har tatt over 18% av markedetsandelene de siste 7 årene. G-sport/Gmax har hatt en liten reduksjon av sin markedsandel mens Sport 1 beholdt en stabil andel av markedet over samme tidsperiode. Intersport og andre frittstående butikker har hatt størst nedgang. Fra 2003 til 2015 har de bortimot halvert sin markedsandel (vedlegg 2). Det kan virke som at XXL hovedsakelig har tatt sine markedsandeler fra frittstående aktører og Intersport.

3.1.2 Sverige

I 2015 omsatte kjedene i bransjen for 14,3 milliarder SEK ekskl. mva.¹³. Figur 6 viser total omsetning og vekst for den svenske sportsbransjen. Fra 2006 til 2014 har den svenske sportsbransjen en CAGR på 4,92%.

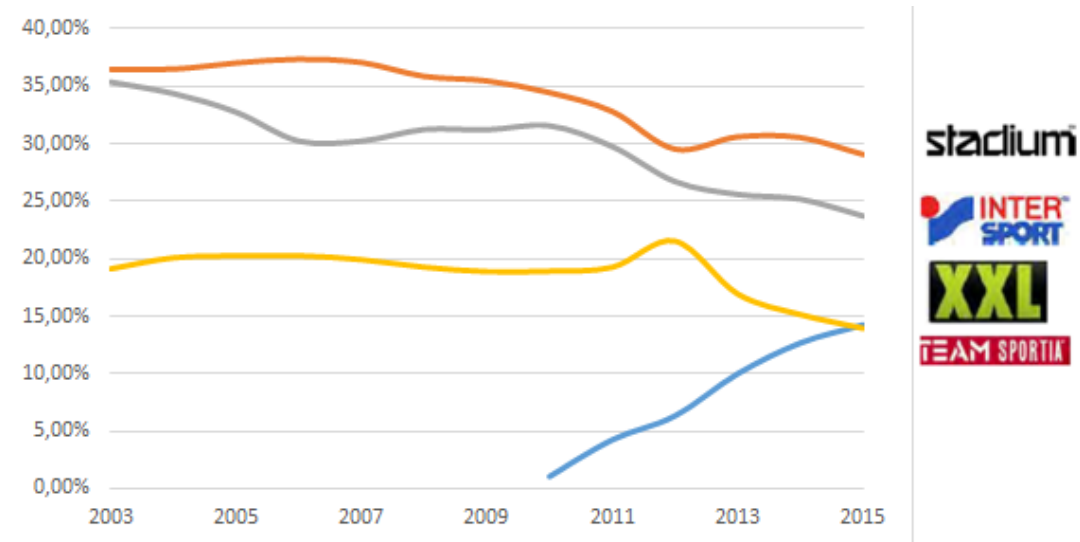


Figur 6 Total omsetning og vekst, Sverige. Aksen til venstre viser total omsetning presentert i milliarder SEK. Aksen til høyre viser årlig vekst i omsetning. Grafen er basert på tall fra Sportfack.

XXL entret den svenske sportsbransjen i 2010 og har i dag en betydelig markedsandel på ca. 14% målt opp mot de andre kjedene (vedlegg 4). Bransjen i Sverige består av flere dominerende

¹³ (Sportfack, 2015)

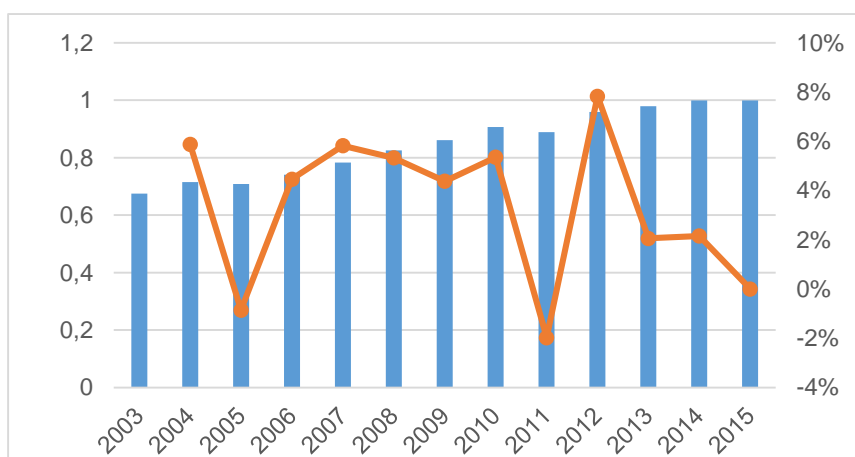
kjeder, akkurat som i Norge. I 2015 var de fire største aktørene målt i omsetning Stadium, Intersport, XXL og Team Sportia.



Figur 7 Markedsandeler for de fire største aktørene, Sverige. Grafen er basert på tall fra Sportfack.

3.1.3 Finland

Finske sport- og fritidforhandlere omsatte for 1 milliard euro i 2015¹⁴. Figur 8 viser total omsetning og vekst for den finske sportsbransjen. Det finske sportsmarkedet hadde i 2006-2014 en CAGR på 3,83%. I 2011 opplevde bransjen en negativ vekst i total omsetning som tok seg opp igjen i 2012, akkurat som i Norge og Sverige.



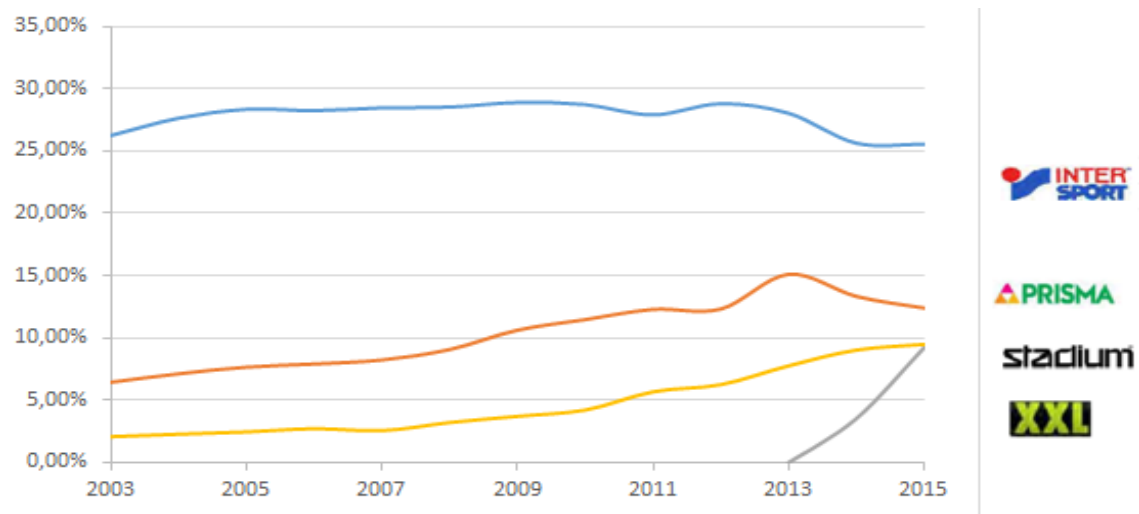
Figur 8 Total omsetning og vekst, Finland. Aksene til venstre viser total omsetning presentert i milliarder Euro. Aksene til høyre viser vekst i omsetning. Grafen er basert på tall fra Sporttimyyjä.

XXL gikk inn i den finske sportsmarkedet i 2014 og har i dag 8 butikker. I løpet av 2015 oppnådde XXL en markedsandel på 9%¹⁵. Sportsbransjen i Finland skiller seg ut ved at

¹⁴ (Sporttimyyjä, 2015)

¹⁵ (Sporttimyyjä, 2015)

markedsandelene er mer fordelt. Kjedene er ikke fullt så dominerende her som de er i Norge og Sverige (vedlegg 8). I 2015 var de fire største aktørene målt i omsetning Intersport, Prisma, Stadium og XXL.



Figur 9 Markedsandeler for de fire største aktørene, Finland. Grafen er basert på tall fra Sporttimyyjä.

4 VERDSETTELSESTEORI

Det finnes flere teknikker for verdsettelse av virksomheter, det er vanlig å dele disse inn i følgende tre hovedteknikker: fundamental-, opsjonsbasert- og komparativ verdsettelse. Hvilken teknikk man bruker avhenger av hvilken informasjon man har tilgjengelig, krav til pålitelighet og hvilken virksomhet man skal verdsette. Noen verdsettelsesteknikker er bedre egnet til å verdsette visse typer virksomheter. Felles for alle teknikkene er at de baserer seg delvis på fakta, som historiske regnskap, og delvis på subjektive analyser og forutsetninger. Dette gjør at forskjellige personer ofte vil komme frem til forskjellige verdiestimat, selv om de baserer det på den samme informasjonen.

4.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE

Fundamental verdsettelse baserer seg på analyse av fundamentale forhold gjennom utarbeiding av fremtidsprognoser og strategisk regnskapsanalyse. Dette er omfattende arbeid og krever innsikt i fagområdene strategi, regnskap og finans¹⁶.

Metoden baserer seg på å finne nåverdien av de estimerte fremtidige kontantstrømmene. Man finner nåverdien ved å diskontere kontantstrømmene med avkastningskravet. Deretter regner man ut terminalverdien ved hjelp av Gordons vekstformel. Terminalverdien skal representere all inntjening etter prognoseperioden i et evighetsperspektiv. Lengden av prognoseperioden varierer mellom selskap.

Gordons vekstformel kan brukes til å fastsette verdien i steady state. Formelen tar utgangspunkt i at selskapet operer i evig tid. Den generelle formelen er¹⁷:

$$Verdi_0 = \frac{\textit{kontantstr\o{m}}}{\textit{avkastningskrav} - \textit{vekstfaktor}}$$

4.1.1 Fri kontantstrømmodellen

Modellen baserer seg på å finne nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene som tilfaller egenkapitalen. I prinsippet er fri kontantstrømmodellen sammenfallende med utbyttemodellen, ettersom netto utbetalt utbytte er det samme som fri kontantstrøm til egenkapitalen. Skille mellom disse metodene er at fri kontantstrømmodellen baserer seg på hva som *kunne* blitt

¹⁶ (Knivsfå, 2016)

¹⁷ (Kaldestad & Møller, 2011)

utbetalt til eierne, mens utbyttmodellen er hva som faktisk utbetales. Fri kontantstrømmodellen kan uttrykkes ved følgende formel¹⁸:

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

FKE = Fri kontantstrøm til egenkapital *ekv = avkastningskrav* *ekv = egenkapitalvekst*

Første leddet er summen av forventede frie kontantstrømmer til egenkapitalen i prognoseperioden. Summen diskonteres med det forventede egenkapitalkravet. Andre leddet representerer verdien av inntjening etter prognoseperioden. Horisontverdien diskonteres med egenkapitalkravet.

Ønsker man å benytte fri kontantstrøm til totalkapitalmetoden er fremgangsmåten relativt lik. Forskjellen er at endringer i lån og rentebetalinger ikke har noen påvirkning på verdien.

4.1.2 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen sier at verdien av egenkapital i dag er balanseført verdi av egenkapital pluss nåverdien av forventet fremtidig superprofitt til egenkapital. Superprofitt kan forklares som det beløpet som overstiger avkastningskravet. Modellen skiller seg ut ved at den tar hensyn til alternativkostnaden ved den investerte kapitalen. Etersom modellen tar utgangspunkt i balanseført egenkapital egner den seg best til verdsettelse av selskaper med store verdier i materielle eiendeler.

Superprofittmodellen kan uttrykkes ved følgende formel:

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

SPE = Superprofitt til EK *ekv = egenkapitalkrav* *ekv = egenkapitalvekst*

4.2 KOMPARATIV VERDSETTELSE

Denne metoden baserer seg på å sammenligne markedsverdiene til relativt like selskap eller eiendeler. Gitt at komparative selskap er korrekt verdsatt, kan man bruke verdiesimatet til å verdsette andre selskaper. Dette er en populær metode, ettersom den krever relativt lite arbeid og man enkelt kan skaffe seg et bilde over en gitt bransje. Metoden forutsetter at det eksisterer

¹⁸ (Knivsflå, 2016)

gode sammenligningsgrunnlag, og er begrenset til sammenligning av selskap i samme bransje. Komparativ verdsettelse kan utføres ved to hovedteknikker¹⁹:

Multiplikatormodellen beregner selskapets egenkapitalverdi ved å sammenligne børsverdien til komparative selskap gjennom bruk av multipler. Samtidig som man tar høyde for fundamentale forhold.

Den komparative multiplikatoren er gjennomsnittet eller medianen til komparative selskaper. Hvis det er for store ulikheter mellom selskapene kan man utføre en regresjonsanalyse for å justere for forskjellene. Noen av de vanligste multiplikatorene er Pris-til-fortjeneste, Pris-til-Salg, Pris-til-bok og EV/EBITDA.

Substansverdimodellen estimerer substansverdien til individuelle eiendeler ved å sammenligne dem med markedsverdien til komparative eiendeler.

Multiplikator	Formel	Verdsettelse
P/E	$\frac{\text{Markedspris per aksje}}{\text{Fortjeneste per aksje}}$	$\frac{P}{E} * \text{Fortjeneste per aksje}$
P/B	$\frac{\text{Markedspris per aksje}}{\text{Bokført verdi av egenkapitalen per aksje}}$	$\frac{P}{B} * \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Utestående aksjer}}$
EV/EBITDA	$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}}$	$\frac{EV}{EBITDA} * \frac{\text{EBITDA}}{\text{Utestående aksjer}}$
P/S	$\frac{\text{Markedsverdi}}{\text{Omsetning}}$	$\frac{P}{S} * \text{Omsetning}$

Tabell 1 Multiplikatorer. Tabellen viser de benyttede multiplene, formelen for å regne de ut og hvordan de brukes til å verdsette egenkapitalen.

4.3 VALG AV VERDSETTELSESMODELL

Vi har valgt å ta i bruk rammeverket for den fundamentale verdsettelsesmetoden fri kontantstrøm til totalkapitalen. Det er en svært omfattende metode sammenlignet med en komparativ verdsettelsen. Vi mener at det ikke eksisterer gode nok komparative selskaper til å rettferdiggjøre bruken av komparativ verdsettelse som hovedmetode. En fundamental

¹⁹ (Kaldestad & Møller, 2011)

verdsettelse krever god tilgang på informasjon om selskapet. Ettersom XXL er børsnotert vil en årsrapport bli utgitt hvert år. Årsrapporten gir grundig informasjon om selskapets underliggende og fundamentale forhold, og er dermed gunstig til bruk i en fundamental verdsettelse.

Fremgangsmåten er i stor grad hentet fra Kjell Henry Knivflås undervisningsplansjer i BUS440.

Knivflås identifiserer fem steg i en fundamental verdsettelse:

1. Strategisk analyse
2. Regnskapsanalyse
3. Utarbeiding av fremtidsregnskap
4. Fundamental verdsetting – og analyse av usikkerhet i verdiestimatet
5. Handlingsstrategi

Først analyserer man selskapet for å avdekke styrker og svakheter innad i selskapet. Deretter analyserer man markedet for å kartlegge trusler og muligheter i bransjen. Dette gir et bilde på selskapets strategiske posisjon i markedet. Vi har tatt i bruk kjente rammeverk som VRIO-analyse, verdikjedeanalyse, Porters fem krefter og STØP-analyse.

Videre skal man utføre en regnskapsanalyse. Først må man omgruppere regnskapet for analyseformål, og normalisere historiske resultat. Dette gjør regnskapet mer investororientert, noe som gjør det bedre egnet til bruk i verdsettelsen. Det omgrupperte regnskapet vil være utgangspunktet for utregning av prognoseregnskapet. Deretter skal man analysere bedriften. Analysen består av forholdstallanalyser, rentabilitetsanalyser og lønnsomhetsanalyser. Resultatene brukes til å kartlegge historiske trender.

Deretter bruker man resultatene fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen til å utarbeide fremtidsprognosen. Prognoseperioden vil vanligvis være mellom 5 til 15 år, avhengig av hvor selskapet er i livssyklusen blant annet. Det er vanlig at prognoseperioden varer til selskapet når steady state. Deretter regner man ut horisontverdien, som skal representere alle fremtidige inntekter som kommer etter prognoseperioden. Hvis selskapet har konstant vekst, steady state, er det vanlig å benytte seg av Gordons vekstformel.

Neste steg er å ta i bruk ønsket verdsettelsesmodell. Modellen skal i prinsippet gi samme verdi, ved konsistent bruk. Deretter foretar man en sensitivitetsanalyse for å undersøke usikkerheter i verdiestimatet. Her forandrer man på nøkkelvariabler for å se hvordan det påvirker prisestimatet.

Siste steg er å utarbeide en handlingsstrategi basert på resultatene av verdsettelsen. Dette vil ofte være en anbefaling om man skal kjøpe, selge eller beholde selskapets aksjer.

4.3.1 Komplementær Verdsettelse

I tillegg har vi valgt å komplementere med en komparativ verdsettelse og en superprofitt verdsettelse. Dette er mindre krevende metoder, og kan brukes til å validere antakelsene gjort i den fundamentale verdsettelsen. I den komparative verdsettelsen har vi valgt å bruke flere multipler. Dette vil gi oss et mer troverdig resultat. Følgende multipler har blitt brukt: P/E, P/B, P/S og EV/EBITDA (tabell 1).

5 STRATEGISK ANALYSE

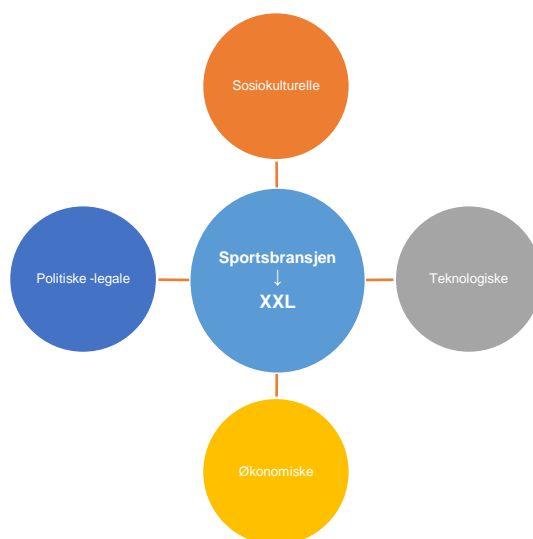
I dette kapitlet foretar vi en strategisk analyse av XXL. Vi bruker velkjente analyseteorier til å kartlegge XXL sin posisjon i markedet. Analysen er delt inn i en intern og en ekstern del. Den interne delen tar for seg verdier og ressurser innad i selskapet, mens den eksterne delen tar for seg de makroøkonomiske faktorene og konkurransesituasjonen. Dette vil gi oss et bilde av hvordan de fremtidige kontantstrømmene bør være. En god strategisk analyse bør være konsistent med de estimerte kontantstrømmene. Dersom den strategiske analysen indikerer høy fremtidig lønnsomhet, bør kontantstrømmene gjenspeile dette.

5.1 BRANSJEORIENTERT ANALYSE

Først gjennomføres en analyse av sosiokulturelle, teknologiske, økonomiske og politiske faktorer (STØP-analyse)²⁰. Vi snevrer så søket og ser på forholdene på industrinivå. Analysen av konkurransesituasjonen utarbeides etter Porters fem konkurransekrefter. Dette gjøres for å oppnå forståelse av omgivelsene selskapet operer i.

5.2 STØP-ANALYSE

En STØP-analyse kan benyttes for å identifisere ekstern påvirkning på bransjen. Analysen vil bidra til å kunne si noe om hvordan selskapets posisjon, vekst og retning vil bli i fremtiden. Vi vurderer om de ulike faktorene har en **negativ**, **moderat** eller **positiv** innvirkning på prognosen vår om bransjevekst, som igjen har betydning for anslagene våre for XXLs fremtidige drift.



Figur 10 STØP-analyse

²⁰ (Eklund & Knutsen, 2011)

5.2.1 Sosiokulturelle faktorer

Forbrukeratferd og preferanser spiller en stor rolle for sportsbransjens og XXLs omsetning. Etterspørselen til sportsbransjen påvirkes av trender. Vi vil videre se på trender innen fysisk aktivitet og mote, og deres påvirkning på etterspørselen.

5.2.1.1 Trender innen fysisk aktivitet

Helse, velferd og viktigheten av fysisk aktivitet får mye oppmerksomhet i media. Statistisk sentralbyrå (SSB) har utført undersøkelser om nordmenns levekår hvor de blant annet har sett på trender innen trening, mosjon og friluftsliv. I tabell 2 ser vi at det i 2013 kun var 5% av undersøkelsesutvalget som opplyser om at de aldri driver med fysisk aktivitet, og hele 50% sier de trener 3 ganger i uka eller mer. Tabellen viser at det har vært en markant økning i aktivitet blant befolkningen de senere årene²¹.

	Aldri	Sjeldnere enn hver mnd.	1-2 ganger i mnd.	1 gang i uka	2 ganger i uka	3-4 ganger i uka	Omtrent daglig	Antall svart
2001	15	9	10	17	21	17	11	1922
2004	10	7	8	14	21	23	16	3334
2007	8	7	9	13	20	24	18	3050
2013	5	4	6	10	23	30	20	5875

Tabell 2 Aktivitetsnivå (%), Norge. Tall hentet fra SSB.

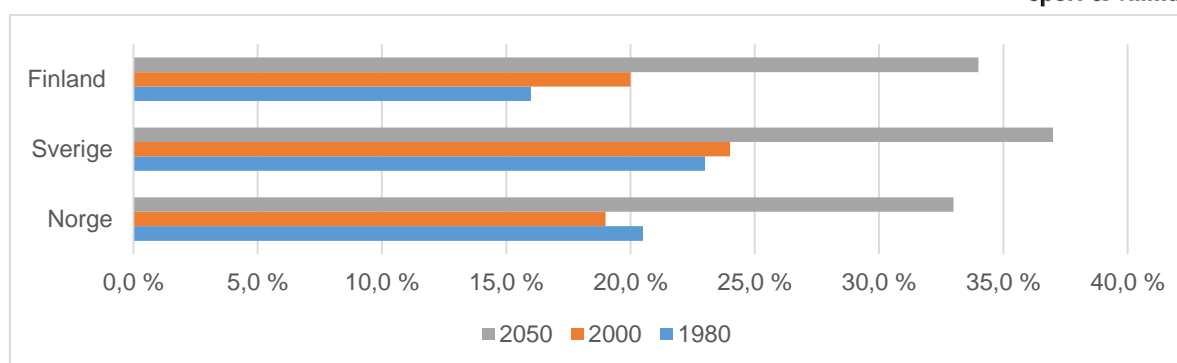
I tillegg konkluderer en undersøkelse presentert av EU kommisjonen at innbyggere i Sverige og Finland er blant de mest fysisk aktive i Europa. Undersøkelsen viser at 70% av befolkningen i Sverige, og 66% i Finland trener minst 1 gang i uka²².

Eldrebølgen har begynt å fosse innover Norge, Sverige og Finland. Vi stiller spørsmål om en økende andel eldre i befolkningen vil ha en negativ virkning på sportsbransjen i form av mindre aktivitet i fremtiden. Figur 11 viser andel av befolkningen som var 60 år og eldre, historisk og forventet for fremtiden²³.

²¹ (Vaage, 2015)

²² (*Sport and Physical Activity*, 2014)

²³ (Glad, 2003)



Figur 11 Andel av befolkning som er 60 og eldre, historisk og forventet for fremtiden. Grafen er basert på tall fra SSB.

Det er forventet at andelen eldre vil være over 30% av befolkningen i de nordiske landene innen 2050. Undersøkelsen gjort av SSB om norske trender rundt aktivitet viser at aktivitetsnivået for aldersgruppene 55-66 år og 67-79 år fra 2001 til 2013 har gått opp. Fra 2001 til 2013 har det vært en nedgang i andelen som trener lite, samtidig har det vært vekst i andelen som trener ofte (vedlegg 7). Vi tror ikke bransjen vil oppleve en betydelig endring i etterspørsel på grunn av en større andel eldre i befolkningen.

Avslutningsvis drøftes forholdet mellom fysisk aktivitet og høyere utdanning. SSB sin undersøkelse viser til at det er en positiv korrelasjon mellom grad av utdanning og fysisk aktivitet²⁴ (vedlegg 8). I Norge, Finland og Sverige ser vi at flere velger å ta høyere utdanning, hvilket forventes å ha en positiv effekt på aktivitetsnivået og etterspørselen etter varer fra sportsbransjen.

5.2.1.2 Motetrender

Flere av varene XXL selger er tungt påvirket av motetrender, og er i økende grad blitt livsstil produkter for konsumentene. Sko og klær er de beste eksemplene på slike produkter, men andre produkter som sportsklokker og annet utstyr er også påvirket av trender. Klær og sko er en måte å uttrykke seg på, og for noen forbrukere en måte å identifisere seg på²⁵. Ut fra undersøkelsene gjort av SSB får vi inntrykket av at en relativt stor andel av den norske befolkningen gir uttrykk for at de er fysiske aktive, eller ønsker å være det. En aktiv livstil kan videre føre til at den vanlige mann på gata velger å kle seg i klær fra sportsbutikker. Det spekuleres i om at sportsbransjen over de siste periodene tar over markedsandeler fra sko og klesbransjen²⁶.

²⁴ (ssb.no, 2015)

²⁵ (Shah, 2012)

²⁶ (Sportsbransjen, 2015)

Sosiokulturelle faktorerers påvirkning på prognosen

Ved å se på trendene for aktivitet og utdanning er vi overbevist om at de sosiokulturelle faktorene utvikler seg i XXLs favør. Den nordiske befolkningen blir ansett som aktive, og fysisk aktivitet er en sentral del av hverdagen. Alt i alt, så ser vi for oss at sosiokulturelle faktorer vil ha en **positiv** effekt på sportsbransjen og XXL for prognoseperioden.

5.2.2 Teknologiske faktorer

I 2014 ble det målt at forbrukere i Norge, Sverige og Finland handlet på nett for til sammen ca. 130 milliarder NOK²⁷. Økt handel over nett påvirker konkurransesituasjonen for den tradisjonelle sportsbransjen. Bransjen opplever en økningen av rene nettbutikker i de nordiske landene, samtidig ser vi en økt satsning på salg over nett for de store sportskjedene²⁸.

En undersøkelse gjort av Postnord viser at forbrukerne i Norden velger å handle varer på nett, først og fremst fordi det er enklere. Enklere i den forstand at det er tidssparende, mer fleksibelt og praktisk²⁹.

I samme rapport fra Postnord kommer det frem at tålmodigheten for leveringstid er relativt lav i de nordiske landene. Derfor er den teknologiske utviklingen av effektiv logistikk viktig. Tabellen nedenfor viser hvordan et utvalg av de norske aktørene har tilpasset seg netthandelen. Av disse kommer XXL best ut på leveringstid. På mellomlangsigte forventes det at mobilen skal spille en større rolle for handelen. I dag er det kun Intersport som tilbyr kjøp via mobilapplikasjon.

	XXL.no	Gsport.no	Intersport.no	Sport1.no
Fraktkostnader	59 NOK	59 NOK	59 NOK	Selger ikke varer over nett
Leveringstid	1-4 dager	2-5 dager	2-5 dager	-
Mobilapplikasjon	Nei	Nei	Ja	Nei

Figur 12 Leveringstid. Kilde: Hjemmesidene til de omtalte selskapene

I takt med internetts utbredelse har tjenester som Prisjakt og Kelkoo oppstått. Med disse gratis-tjenestene kan forbrukerne enkelt orientere seg om hvilken forhandler som tilbyr lavest pris på ønsket produkt til enhver tid.

²⁷ (E-handel i Norden 2015, 2015)

²⁸ (Annual Report XXL ASA 2015, 2016)

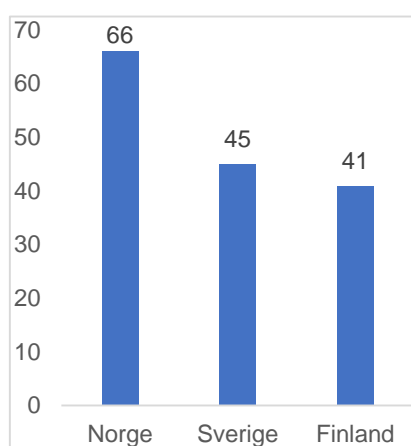
²⁹ (E-handel i Norden 2015, 2015)

Teknologiske faktorerers påvirkning på prognosen

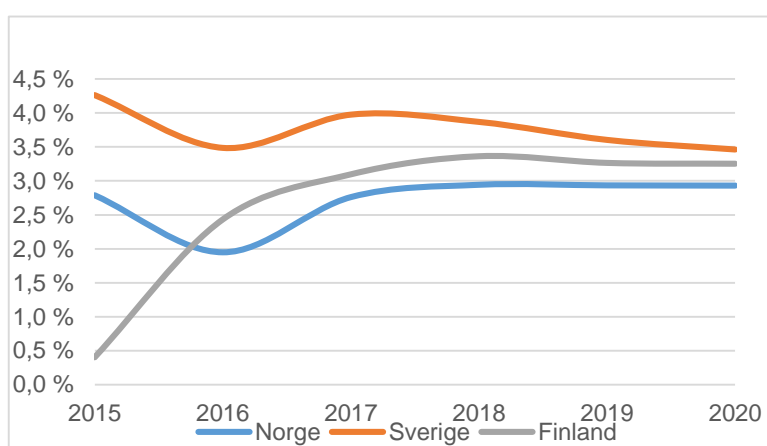
Vår vurdering er at den samlede effekten av teknologiske forhold vil ha en **moderat** innvirkning på fremtiden til sportsbransjen. XXLs satsning på effektiv leveranse samt satsning på lavpris i et gjennomsiktig marked gir dem et godt utgangspunkt for fremtiden.

5.2.3 Økonomiske faktorer

Det er nærliggende å tro at den økonomiske utviklingen spiller en sentral rolle for omsetningen i sportsbransjen.



Figur 13 BNP per innbygger målt i tusen USD (PPP), 2014. Tall fra Worldbank.org

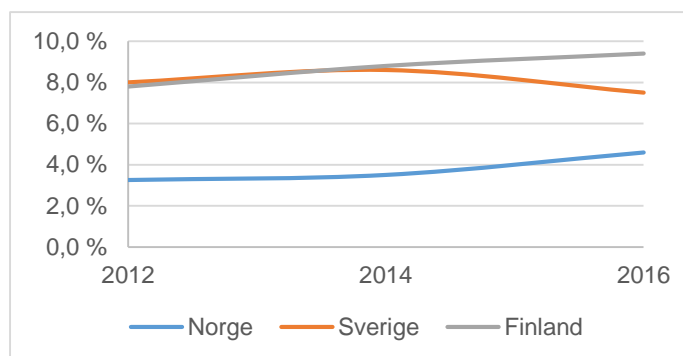


Figur 14 Anslått vekst i BNP (PPP) per innbygger. Basert på tall fra imf.org.

De nordiske økonomiene er blant de mest velstående i verden målt i BNP per innbygger (PPP). I følge Det internasjonale pengefondet er Norge, Sverige og Finland rangert henholdsvis som nummer seks, atten og tjuseks globalt. Figur 13 viser pengefondets prognose over fremtidig vekst for BNP (PPP) per innbygger³⁰. Som vi kan se av figuren så forventes det en relativt stabil vekst fremover. For nærmeste fremtid er det anslått vekst i Finland. For Norge og Sverige er det forventet at veksten vil avta før den tar seg opp igjen. Økonomien i Norge, Sverige og Finland fremstår som stødig. Det er forventet at arbeidsledigheten i Norge vil øke i tiden fremover på grunn av nedgang i investeringer i olje og gass. For Sverige viser prognosene at arbeidsledigheten vil avta noe i fremtiden mens arbeidsledigheten i Finland er forventet å ligge på samme nivå på mellomlang sikt³¹.

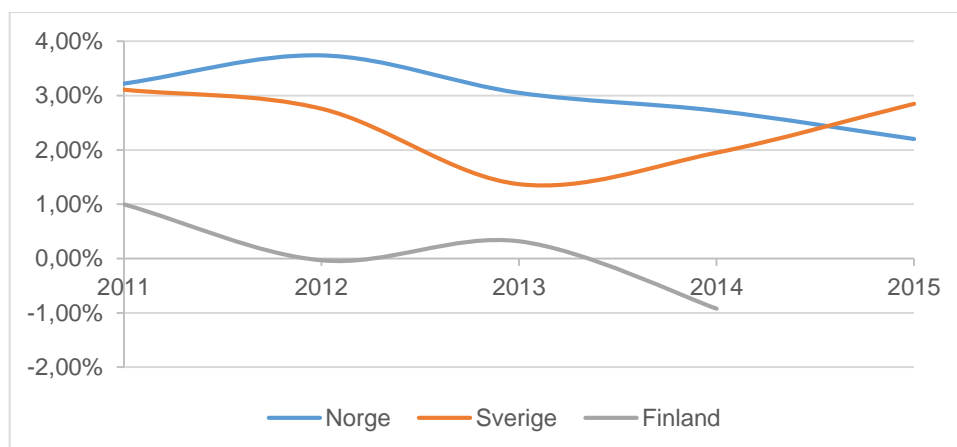
³⁰ (imf.org, 2015)

³¹ (Tradingeconomics.com, 2015)



Figur 15 Arbeidsledighet (%). Basert på tall fra OECD.

Endring i disponibel inntekt forventes å påvirke etterspørselen. De siste målingene viser lav, men positiv vekst i Norge og Sverige. For Finland viser siste måling til negativ vekst på ca. 1% i disponibel inntekt for 2014, se figur 16³².

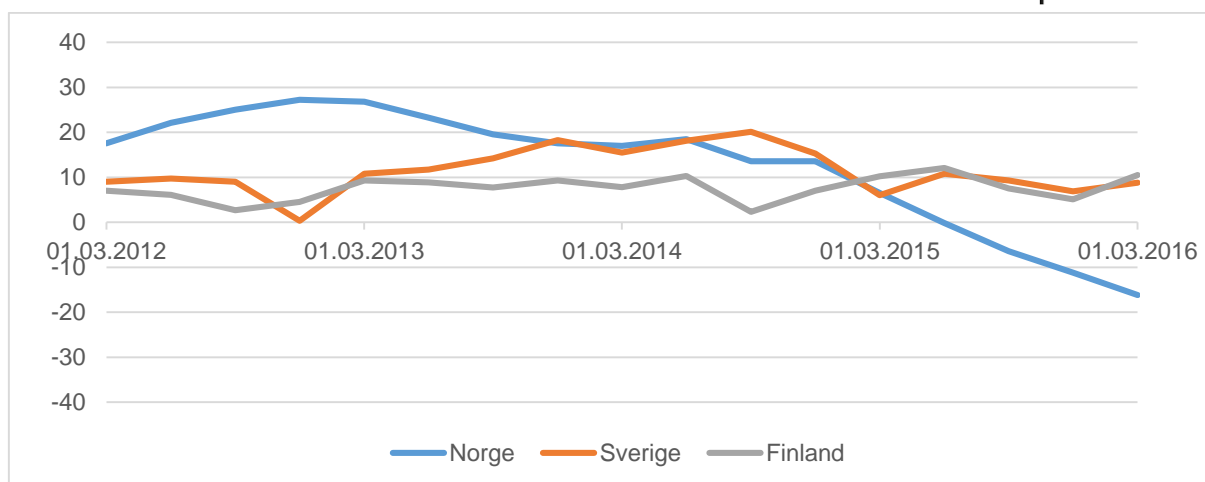


Figur 16 Årlig vekst i disponibel inntekt (%). Basert på tall fra OECD.

Grafen nedenfor viser et mål på forbrukertillit for landene XXL drifter i³³. Verdier høyere enn null tilsier at majoriteten av respondentene er positive i deres utsikter, mens verdier lavere enn 0 indikerer at majoriteten er negative angående sine forventninger til fremtiden.

³² (OECD, 2015a)

³³ (Finland, 2015)



Figur 17 Forbrukertillit. Basert på tall fra ycharts.com, Bank of Finland og assetmacro.com

Grafen viser at Norge har verdier lavere enn null i den siste målingen. Dette kan skyldes at tilliten til landes økonomi og arbeidsmarked er på et lavt nivå³⁴. For Finland og Sverige ser vi verdier som er nærme null, hvilket indikerer at forbrukerne ikke er særlig positive i sine framtidsutsikter.

Norges Bank har over en lengre periode holdt styringsrenten på et lavt nivå med mål om å stimulere til økt aktivitet, forbruk og økonomisk vekst. I september 2015 ble styringsrenten satt ned til rekordlave 0,75 %³⁵. Hovedsakelig på grunn av lavere oljepris og svekkelse i utsiktene for norsk økonomi. Sentralbanken i Sverige har også holdt en lav styringsrente til tross for vekst i økonomien. Finland, som er medlem av Eurosonen, bidrar til at den europeiske sentralbanken holder styringsrenten lav, fordi den økonomiske veksten er lav. Renten har over den siste perioden vært lav/negativ.

Økonomiske faktorerers påvirkning på prognosen

Samlet har de økonomiske faktorene en **negativ/moderat** effekt på prognosen for sportsbransjen. Vi har sett at de nordiske landene har relativt robuste økonomier. Vi forventer at den økonomiske utviklingen til landene XXL drifter i vil ha en svak vekst i tiden fremover. I Norge tror vi at arbeidsledigheten vil stige ytterligere. Den finske økonomien er langsomt på vei ut av en lang resesjon, men det er spådd økt økonomisk aktivitet på kort sikt. Arbeidsledigheten er på vei ned i Sverige og utsiktene viser til positiv vekst i økonomien.

³⁴ (e24.no, 2015)

³⁵ (Heyerdahl, 2015)

XXL gir uttrykk for at deres strategi om å være lavprisaktør har gjort XXL motstandsdyktig i møte med ugunstig økonomisk utvikling, ettersom det kan gjøre konsumentene mer prissensitive.

5.2.4 Politiske og juridiske faktorer

Økt fokus på viktigheten av et aktivt liv har ført til sterk promotering og tilretteleggelse for mer fysisk aktivitet i Norge, Sverige og Finland³⁶.

En utfordring for den norske regjeringen er å øke andelen av befolkningen som oppfyller anbefalingene til fysisk aktivitet. I en folkehelsemelding³⁷ fremlegges det mål og planer om samarbeid mellom offentlige og private aktører for å oppnå dette. På 1970-tallet ble Finland vurdert som et av verdens mest usunne land. Siden den gang har finske politikere iverksatt tiltak med mål om å bedre finnenes helse. I dag vurderes Finland som et av de sunneste landene i verden³⁸. I Sverige ble det nylig offentliggjort en strategiplan for hvordan de vil tilrettelegge for å dekke alle former for fysisk aktivitet gjennom hele livsløpet, fra barndom til alderdom³⁹.

Sykdommer som diabetes type 2 og hjerteproblemer skaper store offentlige kostnader. Dette gir politikerne i de nordiske landene insentiv til å kontinuerlig fremme aktivitet i befolkningen. Vi forventer et enda større fokus og hyppigere påminnelser om viktigheten av aktivitet fra politikernes side. Dette vil trolig ha en positiv påvirkning på sportsbransjen og XXLs omsetning.

5.2.4.1 Selskapsskatt

En økende mengde multinasjonale selskaper lokaliserer og investerer i virksomhet i land med lav skatt. Med strategisk skatteplanlegging flyttes overskudd fra land med høy skatt til land med lavere skatt. Mange av EU-landene har valgt å redusere sin selskapsbeskatning i denne sammenheng⁴⁰. Den norske selskapsskattesatsen har lenge ligget på 28%. I 2016 ble den redusert til 25%, og den norske regjeringen foreslår å sette skattesatsen videre ned til 22% frem mot 2018⁴¹. Bedriftenes skattesats i Sverige er på 22% og 20% i Finland i 2015⁴². I fremtiden er det lite som tyder på at noen av landene vil sette opp skattesatsen. Det er mer trolig at de vil sette den ned. En lavere skattesats vil bety lavere kostnader for selskapene.

³⁶ (Annual Report XXL ASA 2015, 2016)

³⁷ (Regjeringen.no, 2014)

³⁸ (Theguardian.com, 2005)

³⁹ (folkhalsomyndighetene.se, 2015)

⁴⁰ (ssb.no, 2015)

⁴¹ (Regjeringen.no, 2016)

⁴² (Tradingeconomics.com, 2016)

5.2.4.2 Momsfri Import

I Norge har det nylig blitt innført momsfri import for varer med verdi opp til 350 kr. I første omgang har det ikke hatt stor påvirkning på omsetningen for norske aktører⁴³. Trolig fordi dollar- og eurokursen har vært så høy den siste tiden. Når kronkursen styrker seg forventes det at handelen fra utenlandske nettaktører vil ta seg opp og at omsetning for innenlandske aktører vil gå ned. Sverige og Finland er medlemmer av EU, og de har dermed ingen øvre beløpsgrense på bestillinger fra andre EU-land. Dersom de kjøper varer fra andre land, så må de betale tollavgift og merverdiavgift fra første krone/euro.

Tiltaket har gjort rammevilkårene til norske aktører vanskeligere. Det vil ofte være billigere å handle i utlandet fremfor å handle i Norge. Mange mener at dette tiltaket er kritikkverdig med tanke på norske aktørers konkurransevne mot utenlandske aktører, men det er lite som tyder på at regjeringen kommer til å redusere beløpsgrensa på 350 kroner med det første⁴⁴.

Politiske og juridiske faktorerers påvirkning på prognosen

Vi forventer at myndighetene vil fortsette å gjennomføre politiske tiltak med mål om å øke/oppretholde aktivitetsnivået blant befolkningen. Videre vil en lavere selskapskatt bedre vilkårene for norske bedrifter. Samtidig forventer vi at importgrensen vil redusere omsetningen for norske aktører. Vi konkluderer med at politiske og juridiske faktorer har en **moderat/positiv** effekt på sportsbransjen i prognoseperioden.

5.2.5 Oppsummering av STØP-analyse

Vi har sett at XXL og sportsbransjen i Norge, Sverige og Finland påvirkes av flere makroforhold. Ut fra STØP-analysen vil den samlede effekten av makroøkonomiske faktorer ha en **moderat/positiv** effekt på vår prognose om fremtidig vekst i sportsbransjen.

Makroøkonomisk faktor	Effekt på sportsbransjen i prognoseperioden
Sosiokulturell	Positiv
Teknologisk	Moderat
Økonomisk	Negativ/moderat
Politisk og juridisk	Moderat/positiv
Samlet vurdering:	<u>Moderat/Positiv</u>

Tabell 3 Konklusjon av STØP-analyse

⁴³ (Sportsbransjen, 2015)

⁴⁴ (Stokke, 2015)

5.3 KONKURRANSESITUASJONEN – PORTERS FEM KONKURRANSEKREFTER

Analyse av konkurransesituasjonen foretas etter «Porters fem konkurransekrefter». Analysen tar for seg bedriftenes omgivelser på bransjenivå. De fem kreftene Porter mener har størst påvirkning på konkurransesituasjonen er; kundenes forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt, trusler fra inntrengere, trusler fra substitutter og intern rivalisering i bransjen. Disse fem kreftene påvirker blant annet kostnadene, prisene og investeringene til aktørene som konkurrerer om markedsandelene. Analysen blir brukt til å anslå fremtidige driftsinntekter og forstå lønnsomheten i sportsbransjen. Vi vurderer om de ulike kreftene har en **lav**, **moderat** eller **høy** innvirkning på konkurransesituasjonen.

5.3.1 Trusselen fra substitutter

Sportsbransjen består hovedsakelig av to varegrupper, sportsantrekk og sportsutstyr. Et substitutt er et produkt som kan dekke samme behov som et eksisterende produkt. Styrken på substituttet bestemmes av byttekostnaden, produkt differensiering og pris/kvalitet på substituttmarkedet i forhold til XXLs produkt.

Vi klassifiserer varer som selges i sportsbransjen og sko- og tekstilbransjen som nære substitutter. Historiske salgstall viser tendenser til at sportsbransjen i Norge har tatt over markedsandeler fra sko- og tekstilbransjen over en lengre periode. Tall fra Sportsbransjen viser at 55% av totalomsetningen i 2015 for sportsforhandlere var salg av sko og klær⁴⁵. Økt omsetning i sportsbransjen kan skyldes at kundene har fått et større fokus på funksjonalitet i sitt valg av hverdagsklær. Forfatterne av oppgaven utelukker ikke at sko- og tekstilbransjen tar tilbake markedsandelene i fremtiden. I dag kan en observere økt satsing på salg av treningsklær blant klesbutikker, for eksempel Hennes & Mauritz og Zalando.

Trusselen fra substitutter

Trusselen vurderes som **høy** til tross for at trusselen fra substitutter for sportsutstyr er lav. Vi begrunner påstanden med at det finnes mange substitutter til treningsantrekk.

5.3.2 Trusselen fra nye aktører

I denne delen av analysen ser vi på hvor attraktivt og gjennomførbart det er for nye aktører å etablere seg i det nordiske sportsmarkedet. Om en aktør velger å entre markedet bestemmes i

⁴⁵ (Sportsbransjen, 2015)

stor grad av bransjens inngangsbarrierer. Vi skal gå gjennom hvordan stordriftsfordeler, differensiering og lojalitet påvirker barrierene.

5.3.2.1 Stordriftsfordeler

Det er nærliggende å tro at de store kjedene har muligheten til å foreta større innkjøp til en lavere pris i forhold til de mindre aktørene. XXL har investert i store varelagre som er utplassert strategisk for raskere levering og lavere kostnader knyttet til logistikk og oppbevaring. Dette hever inngangsbarrierene. På den andre siden har nettaktører fordelene av å ikke ha kostnader knyttet til en fysisk butikk. Vi fastslår likevel at stordriftsfordelene er høye i sportsbransjen, hvilket hever inngangsbarrierene og igjen demper trusselen fra nye aktører.

5.3.2.2 Eksisterende bedrifters reaksjon til nye aktører

Det er i utgangspunktet tøft for nye aktører å komme inn på det norske markedet og konkurrere på pris siden både XXL og G-Sport har prisgaranti. Et eksempel på reaksjoner på nye aktørers entring kan være omfattende reklamekampanjer og ytterligere prispress. En annen reaksjon kan være å true med boikott av leverandører dersom de leverer til den nye aktøren. Vi konkluderer med at det foreligger gode muligheter for eksisterende aktører til å presse ut potensielle nye aktører.

5.3.2.3 Differensiering

For de største sportskjedene er det vanskelig å differensiere seg på varer, siden kjedene stort sett tilbyr det samme utvalget. Det er flere selvstendige sportsforhandlere som spesialiserer seg innen et eller flere segmenter, for eksempel Surfshop.no. Disse forretningene satser på spisskompetanse fremfor et bredt varesortiment og lav pris. Vi konkluderer med at det foreligger gode muligheter for nye aktører å satse på spesialisering hvilket svekker inngangsbarrierene.

5.3.2.4 Merkeloyalitet og byttekostnad

En måte å skille seg ut på er satsning på merkevarebygging. I følge norsk kundebarometer kommer XXL best ut i den norske sportsbransjen. G-Sport og Intersport ligger henholdsvis på 2. plass og 3. plass⁴⁶. Til tross for dette er forfatterne av oppgaven overbevist om at merkeloyaliteten er lav når det kommer til valg av forhandler. Internett har gjort markedet gjennomskiktig og det er lett for forbrukerne å prisorientere seg. Gitt at byttekostnaden ikke overgår prisforskjellen, vil forbrukeren velge den forhandleren som tilbyr lavest pris. Vi anslår

⁴⁶ (Bi.no, udatert)

at kostnaden ved å bytte forhandler i sportsbransjen er lav. Dette gir videre grunnlag til å konkludere med at kundenes lojalitet til de ulike aktørene også er lav.

Trusselen fra nye aktører

Stordriftsfordeler og muligheten for intensive kampanjer med mål om å presse ut nye aktører hever inngangsbarrierene. Lav byttekostnad, potensielt lave etableringskostnader og lav grad av differensiering senker barrierene. Vi fastslår at inngangsbarrierene er lave. I fremtiden tror vi at det mest sannsynlig vil komme flere rene nettvirksomheter og flere aktører som spesialiserer seg på et eller flere segmenter. Vi konkluderer med at trusselen fra nye aktører er **moderat til høy**.

5.3.3 Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandørenes forhandlingsmakt gjenspeiler hvorvidt leverandørene er i posisjon til å presse opp prisene. Leverandørens forhandlingsmakt bestemmes av hvor betydningsfull den aktuelle virksomheten er for leverandøren. Har virksomheten få valgalternativer, er leverandørens forhandlingsmakt sterk⁴⁷. XXL selger mange forskjellige produkter og stiller derfor sterkt på dette området. Hver varekategori består stort sett av et bredt utvalg av ulike merker og antakelig mange leverandører⁴⁸. Rapporten *Prospectus XXL ASA* skrevet av DNB viser til at XXL benytter seg av bortimot 400 ulike leverandører⁴⁹. Leverandørene har da begrenset mulighet til å ta høye priser av XXL. Det er verdt å nevne at XXLs overordnede strategi er å «selge kjente merkevarer til en lav pris». Det åpner for spekulasjoner om at de største multinasjonale selskapene som Adidas, Nike, Puma og så videre, har noe høyere forhandlingsmakt enn de andre leverandørene.

Leverandørenes forhandlingsmakt

Med tanke på at det er relativt få omkostninger ved å bytte leverandør av de samme produktene, så fastslår vi at leverandørene har lav forhandlingsmakt. Vi tar utgangspunkt i at leverandørens forhandlingsmakt er **lav/moderat**.

⁴⁷ (Porter, 2008)

⁴⁸ (*Annual Report XXL ASA 2015, 2016*)

⁴⁹ (*Prospectus, 2014*)

5.3.4 Kundernes forhandlingsmakt

Kundens forhandlingsposisjon bestemmes av antall kjøpere og antall tilbydere⁵⁰. Kundegruppen består hovedsakelig av privatkunder, som kjøper produkter i små kvantum. Sportsbransjen er preget av mange forhandlere og flere sportsmerker. Forbrukerne har mulighet til å bytte forhandler/merke uten særlige omkostninger. Selv om kundene kan velge fritt mellom de ulike aktørene, har de lav til ingen direkte forhandlingsmakt. Antall individuelle kjøpere er høyt og hver enkelt står alene for en beskjeden bit av omsetningen til tilbyderne.

Kundernes forhandlingsmakt

Siden prisene er fastsatt og kjøpergruppen hovedsakelig består av enkeltindivider fastslås det at kundenes forhandlingsmakt er **lav**.

5.3.5 Rivalisering i bransjen

Rivaliseringen i bransjen tar for seg «intensiteten» på konkurransen blant aktørene i markedet. I tillegg til de fire tidligere nevnte faktorene påvirkes intensiviteten av antall aktører og deres konkurransevner. Rivaliseringen er størst når det er mange like store aktører med samme grad av krefter. Andre kilder til høy rivalisering er: forhold som gjør det lett for kundene å bytte leverandør, lav bransjevekst og høye utgangsbarrierer.

Sportsbransjen i Norden består av flere nokså like aktører. Markedet er utsatt for sterk konkurranse, og bransjen preges av aggressiv annonsering og priskrig.

Ved økt etterspørselen i sportsbransjen blir det mulig å øke omsetningen for selskaper uten å ta kunder fra konkurrentene. Dette medfører mindre intensiv rivalisering. Motsatt vil en lav vekst medføre en sterkere rivalisering. Omsetningsveksten i de nordiske har vært økende. Samlet for Norge, Sverige og Finland har sportsbransjen hatt en gjennomsnittlig vekst på 4,2% fra 2010-2014.

Varelageret kan relativt lett omsettes, og i mange tilfeller er butikklokalene leid. På den andre siden, så har noen av aktørene investert store summer på anleggsmidler som for eksempel varehus. Vi fastslår at utgangsbarrierene er moderate.

⁵⁰ (M. Porter, 2008)

Rivalisering i bransjen

Vi opplever sportsbransjen i Norden som en bransje utsatt for aggressiv pris- og tilbudskrig. Det er lett for kundene å bytte forhandler, veksten i bransjen har vært relativt høy og utgangsbarrierene er moderat. Vi konkluderer med at rivaliseringen i bransjen er **høy/moderat**.

5.3.6 Oppsummering av Porters fem konkurransekrefter

Ut fra analysen av Porters fem krefter konkluderer vi med at konkurranseintensiteten i bransjen er **moderat til høy**.

Konkurransekraft	
Trusselen fra nye aktører	Moderat/høy
Trusselen fra substitutter	Høy
Kundenes forhandlingsmakt	Lav
Leverandørenes forhandlingsmakt	Lav/moderat
Rivalisering i bransjen	Høy/moderat
Samlet vurdering:	<u>Moderat/høy</u>

Tabell 4 Oppsummering Porters fem krefter

5.4 VERDIKJEDEANALYSE

Verdikjeden til et selskap består av de aktivitetene som til sammen lager et komplett produkt eller en tjeneste. I en verdikjedeanalyse undersøker man hvilke aktiviteter som er viktige for skape verdien for kundene, og hvor man har forbedringspotensial. Verdikjeden skal kunne analysere alle aktiviteter som generer kostnader, skaper verdi og påvirker resultatet. Det finnes forskjellige rammeverk for hvordan man skal dele inn aktivitetene i bedriften. Vi har valgt å bruke modellen til Michael Porter⁵¹.

⁵¹ (Gerry Johnson 2011)



Figur 18 Verdikjede. Kilde: Ledelsesspire

5.4.1 Hovedaktiviteter

XXL er Nordens største aktør innen sportsbransjen, og de legger mye vekt på å utnytte stordriftsfordelene som dette medfører. XXL har et sentrallager i Gardermoen som leverer varer til butikkene i Norge, og et lager i Örebro som leverer til butikker i Sverige og Finland⁵². Dette gir dem betydelig lavere kostnader knyttet til transport og lagring. Varekostnader er den største kostnaden for XXL, og for de fleste aktørene i sportsbransjen. Dette gjør deres effektive lager- og logistikksystem til en viktig faktor i verdikjeden.

XXL produserer noen få produkter selv, men flertallet av produktene kommer fra leverandører. Dette gjør at de stiller relativt likt med andre aktører i markedet. I årsrapporten 2015 uttaler XXL at de i fremtiden ønsker å utføre testing av produktene selv, noe som for øyeblikket blir utført av leverandørene⁵³. Dette kan føre til lavere kostnader for XXL i produksjonsaktivitetene.

Utgående logistikk, salg og service er aktiviteter som henger sammen i verdikjeden til XXL, ettersom dette i stor grad foregår i butikkene. Big-box konseptet betyr at kunden kan finne alt han trenger under samme tak. Dette er noe som i stor grad er unikt for XXL. Noe som gjør dette til en viktig verdiskapningsaktivitet. Samtidig legger de stor vekt på kundeservice. De ansatte skal være kompetente i sitt fagfelt og motiverte til å hjelpe kunden. Dette anser XXL som en

⁵² (Annual Report XXL ASA 2015, 2016)

⁵³ (Annual Report XXL ASA 2015, 2016)

avgjørende faktor for å oppnå god kundetilfredshet⁵⁴. Som tidligere nevnt er XXL ledende i kundetilfredshet og lojalitet i sportsbransjen⁵⁵. Men de største konkurrentene ligger relativt likt, det er derfor vanskelig å bedømme hvor viktig denne faktoren er.

XXL benytter seg av en aggressiv markedsføringsstrategi, hvor målet er å være dominerende innen visse kanaler. De benytter seg av ukentlige reklameblad, TV-reklamer, avisannonser, og er aktive på sosiale medier. Markedsføringen brukes til å bygge merkekjennskap, øke kundelojalitet og tiltrekke nye kunder.

5.4.2 Støtteaktiviteter

Av støtteaktivitetene er innkjøp og forsyningstjenester trolig den viktigste. Her får de utnyttet stordriftsfordelene sine, og det er dette som er det største skille mellom dem og konkurrentene. XXL mener at «store-in-store» konseptet gjør at deres ansatte har en mer spesialisert kompetanse, noe som gjør dem bedre rustet til å gi god veiledning til kundene. Dette skiller dem fra konkurrentene, og kan derfor ansees som en viktig støtteaktivitet.

5.5 VRIO

VRIO er et verktøy brukt for å analysere de interne ressursene til et selskap. Dette inkluderer materielle og immaterielle ressurser. Målet er å undersøke om noen av ressursene kan bidra til å gi varige konkurransefortrinn. VRIO er en forkortelse for de fire egenskapene en ressurs må inneha for å gi varig konkurransefortrinn i forhold til konkurrenter⁵⁶.

Value: Ressurser er verdifulle når de potensielt kan gi konkurransefortrinn i markedet, gitt at kostnaden ikke overskrider den potensielle gevinsten.

Rarity: Ressursen er unik eller sjelden.

Imitability: En unik eller sjelden ressurs må være vanskelig å imitere eller gjenskape for konkurrentene.

Organization: Selskapet må være organisert på en måte som gjør dem i stand til å utnytte ressursene.

⁵⁴ (xxlasa, Udatert-a)

⁵⁵ ("Norsk Kundebarmeter," 2015)

⁵⁶ (Gerry Johnson 2011)

XXL har et vidt spekter av ressurser, men vi har valgt å bare inkludere de vi anser som mest relevante for XXL sin suksess. Følgende ressurser vil bli analysert: Konsept, forhandlingsmakt, organisatorisk kapital, kompetanse hos de ansatte og ledelsen.

5.5.1 Konsept

Mye av suksessen til XXL kommer trolig fra deres fokus på å utnytte stordriftsfordeler. Med færre og større varehus kan de frakte store vareforsendelser til et sted, istedenfor til mange små. De fleste varehusene ligger plassert ved strategiske knutepunkt, slik at de er lett tilgjengelige for varepåfyll. Dette effektiviserer logistikken, og reduserer kostnadene.

Big-box konseptet skaper også verdi for kundene. Det gir dem muligheten til å handle alt de trenger innen sportsutstyr i én butikk. Det store utvalget, sammen med uniformt butikkoppsett som gjør det enkelt å finne frem, gjør at kundene vet at de enkelt kan få tak i det de trenger i hvilken som helst XXL butikk. I en hektisk hverdag har dette vist seg som en mulighet kundene setter pris på.

Big-box konseptet er utbredt i store deler av verden, spesielt i USA har kjeder som Walmart og Target gjort stor suksess med dette konseptet. XXL var de første i sportsbransjen som tok i bruk Big-box konseptet i Norge. De eksisterende sportsbutikkene var relativt små, med et mer begrenset utvalg. Etter å ha sett XXL sin suksess har flere sportskjeder prøvd å imitere Big-box konseptet. G-sport lanserte G-MAX, en butikkjede som følger Big-box konseptet. Dette viser at selve konseptet er mulig å imitere, noe som betyr at Big-box konseptet til XXL bare er et midlertidig konkurransefortrinn.

5.5.2 Forhandlingsmakt

Som Nordens største sportskjede antar vi at XXL har en sterk forhandlingsposisjon ovenfor leverandørene. I Norge er det bare G-sport som har tilsvarende forhandlingsmakt med en markedsandel på 22,7%⁵⁷. Sportsbransjen er et tøft marked, preget av priskonkurranse. Dette betyr at enhver mulighet til å redusere kostnader er viktig. Forhandlingsposisjonen kan brukes til å oppnå lavere innkjøpspriser hos leverandørene, noe som gjør dette til en verdifull ressurs. Forhandlingsposisjonen er i teorien imiterbar, men det vil være svært vanskelig for de mindre aktørene å opparbeide seg stor nok markedsandel til havne på lik linje med XXL og G-sport. Vi anser derfor forhandlingsmakten som ikke-imiterbar.

⁵⁷ (Sportsbransjen, 2015)

5.5.3 Organisatorisk kapital

Som tidligere nevnt eier og styrer XXL alle sine varehus selv. I motsetning til mange av konkurrentene som driver franchise virksomhet. De har også et eget integrert IT-system i alle varehusene⁵⁸. Dette gjør at XXL kontinuerlig kan undersøke nøkkeltall som salgsdata og vareinventar. Noe som gir dem en bedre oversikt over hvert varehus sine kostnader. XXL mener selv at deres integrerte verdikjede er en viktig ressurs for å kunne holde kostnadene så lave som mulig, og dermed gi dem muligheten til å være best på pris.

Måten XXL er organisert på er fullt mulig å etterligne for konkurrentene. Trenden viser også at flere av konkurrentene er blitt mye mer bevisst på kostnadsbesparelser, og har omfavnet ideen om å oppnå stordriftsfordeler. Vi anser derfor den organisatoriske kapitalen som et midlertidig konkurransefortrinn.

5.5.4 Kompetanse hos de ansatte

Salget til XXL foregår primært i varehusene, noe som gjør at selgerne hele tiden er i kontakt med kundene. Dette gjør at de ansatte på mange måter er XXL sitt ansikt utad, og har derfor et ansvar om å representere XXL på en positiv måte. De ansatte er nesten utelukkende personer med spesiell interesse for sport, og de får grundig opplæring. «Shop-in-shop» konseptet gjør at de ansatte får utviklet spesialkompetanse innen en av de seks avdelingene til XXL. Noe som i utgangspunktet skal gjøre dem i stand til å yte bedre service til kunden, og øker sjansen for at kunden blir fornøyd med kjøpet sitt. Samtidig operer XXL med forskjellige bonuser til de ansatte dersom de presterer bra. Dette fungerer som et insentiv for å yte ekstra.

«Shop-in-shop» konseptet var lenge unikt for XXL og gav dem et konkurransefortrinn ovenfor de mindre aktørene hvor de ansatte må ha mye bredere kunnskap. Lignende kompetanse kunne man tidligere bare få i spesialforretninger. Konkurrenter som G-MAX har også adoptert «shop-in-shop» konseptet, og kan derfor tilby mye av den samme kompetansen. Vi anser derfor kompetansen hos de ansatte som sjelden. Denne ressursen er trolig imiterbar, men det vil ta tid før konkurrentene når samme nivå som XXL. Kompetanse hos de ansatte er derfor et midlertidig konkurransefortrinn.

5.5.5 Ledelse

Ledelsen i XXL har lang erfaring innen varehandel. Administrerende direktør Fredrick Steenbuch har tidligere vært driftsdirektør i Elkjøp, og var sentral under deres aggressive

⁵⁸ (Annual Report XXL ASA 2015, 2016)

ekspansjon i Norden. XXL har også hentet flere av lederne sine fra konkurrenter som Gresvig og svenske Stadium.

Ledelsen i XXL har vist at de er i stand til å tenke nytt og gjennomføre visjonene sine. De tok i bruk et nytt konsept i sportsbransjen og klarte å gjennomføre det. Vi mener ledelsens evne til å tenke nytt er sjelden og vanskelig å imitere. Selv om konkurrentene til XXL til en viss grad har klart å imitere konseptet deres, kan de ikke imitere evnen til å videreutvikle konseptet eller lansere nye konsepter. For å bruke Fredrik Steenbuch sine ord «Du kan kopiere alt du ser, men du kan ikke kopiere det du ikke ser. Det er så mye mer bak, det er kultur, kompetanse, logistikk-systemer og så videre»⁵⁹. Vi anser derfor at ledelsen gir XXL et varig konkurransefortrinn.

5.5.6 Oppsummering VRIO

Vi har avdekket to immaterielle ressurser som kan gi XXL et varig konkurransefortrinn, ettersom de oppfyller kravene om å være verdifulle, sjeldne, vanskelige å imitere og utnyttet ved god organisering.

Forhandlingsmakten XXL har tilegnet seg som Nordens største sportsforhandler gir dem muligheten til å redusere kostnadene sine, og dermed fortsette å være best på pris i bransjen. Ettersom XXL planlegger å fortsette sin offensive ekspansjon, vil de trolig beholde sin forhandlingsmakt i lang tid.

Ledelsen til XXL har vist at de er i stand til å tenke nytt, og har evnen til å gjennomføre planene sine. Fredrick Steenbuch har uttalt at han ønsker å forbli involvert i XXL i lang tid fremover. Vi tror derfor at ledelsen i XXL kommer til å gi dem et varig konkurransefortrinn.

VRIO	Value	Rarity	Imitability	Organization	Utfall
Konsept	✓	✗	✗	✓	Midlertidig
Forhandlingsmakt	✓	✓	✓	✓	Varig
Organisatorisk kapital	✓	✗	✗	✓	Midlertidig
Ansatte	✓	✓	✗	✓	Midlertidig
Ledelse	✓	✓	✓	✓	Varig

Tabell 5 VRIO Oppsummering

⁵⁹ (Nissen-Meyer, 2015)

6 OMGRUPPERING FOR ANALYSE

6.1 OMGRUPPERING AV BALANSEN

Ettersom årsregnskapet er utarbeidet etter prinsippene om «god regnskapsskikk» er dette et kreditororientert regnskap. Balansen omgrupperes fra å ha fokus på likviditet, til fokus på sysselsatt kapital. Omgrupperingen gjøres for å skille drift fra finansiering. Dette gjør balansen mer investororientert, og er dermed bedre egnet til bruk i verdsettelsen.

Balansen er omgruppert etter sysselsatt kapital oppstillingen. Fremgangsmåten er hentet fra Knivsflås forelesningsnotater i BUS440⁶⁰. Postene blir fordelt mellom driftsrelaterte og finansielle. Gjeld blir definert som driftsrelatert hvis den ikke er rentebærende, og finansiell hvis den er rentebærende. Sysselsatt kapital er innskutt kapital fra eiere og långivere. Den består av egenkapital, minoritetsinteresser og finansiell gjeld.

Netto finansiell gjeld for 2015 blir lik finansiell gjeld, 1 124 MNOK. Ettersom det ikke er noen overflødig kontanter dette året.

OMGRUPPERT BALANSEREGNSKAP	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3 134 933	3 221 624	3 320 048	3 377 000	3 467 000
+ Driftsrelatert arbeidskapital	285 537	469 804	524 943	727 000	1 022 000
= Netto driftseiendeler	3 420 470	3 691 428	3 844 991	4 104 000	4 489 000
+ Finansielle eiendeler	54 285	0	49 747	65 640	0
= Sysselsatte eiendeler	3 474 755	3 691 428	3 894 738	4 169 640	4 489 000
Egenkapital	988 184	1 047 501	1 173 481	3 212 000	3 366 000
+ Finansiell gjeld	2 566 198	2 706 082	2 845 300	1 103 000	1 124 000
= Sysselsatt kapital	3 554 382	3 753 583	4 018 781	4 315 000	4 490 000

Tabell 6 Omgruppert Balanseregnskap. Tallene er presentert i NOK tusen.

På grunn av avrundinger i årsrapportene er det forskjell i sysselsatt kapital og sysselsatte eiendeler. Disse forskjellene er så små at de ikke vil ha noen relevant effekt på verdsettingen.

⁶⁰ (Knivsflå, 2016)

6.1.1 Bankinnskudd, kontanter og lignende

XXL har hatt varierende mengde kontanter mellom 2011-2015. En bedrift trenger en viss mengde kontanter til investeringer i varelager, og for å dekke svingninger i arbeidskapitalen. Det er viktig å skille mellom hva som trengs for den daglige driften, og hva som er overflødige kontanter. De overflødige kontantene vil ha en verdi, mens de operasjonelle vil ha «null» verdi i verdsettelsen.

En anerkjent tommelfingerregel er at operasjonelle kontanter skal tilsvare 2% av salgsinntekter. Et kritikkverdig punkt ved denne metoden er at den behandler alle bedrifter likt. Hvor stor andel av kontanter som trengs for den daglige driften vil variere mellom bedrifter og bransjer⁶¹. Vi anser XXL som en bedrift som trenger store mengder kontanter, ettersom de opererer med store varelager og møter varierende etterspørsel gjennom året. Vi har derfor valgt å bruke en proxy på 3%.

6.1.2 Immaterielle eiendeler

Immaterielle eiendeler består i hovedsak av konseptutvikling og goodwill. Goodwill er på over 2,7 milliarder, og har blitt klassifisert som en operasjonell eiendel.

6.2 OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP

I følge Knivsflå⁶² består omgrupperingen av resultatregnskapet av fire steg.

- Identifisere det fullstendige nettoresultatet.
- Fordele fullstendig resultat på drift, finans, skatt og netto.
- Skille mellom normale og unormale poster.
- Fordele skattekostnaden på alle resultat.

Det fullstendige nettoresultatet består av det rapporterte årsresultatet, annet fullstendig resultat og «dirty surplus». Annet fullstendig resultat skal etter IFRS føres som en egen post under «annet fullstendig resultat» eller «other comprehensive income».

I følge kongruensprinsippet, regnskapsloven § 4-3, skal alle inntekter og kostnader resultatføres⁶³. «Dirty surplus» forekommer når inntekter og kostnader føres direkte mot egenkapital, eller ikke regnskapsføres. Dette er et brudd på kongruensprinsippet. Ettersom regnskapet er ført etter IFRS er det trolig ikke noe «dirty surplus».

⁶¹ (Damodaran, 2006)

⁶² (Knivsflå, 2016)

⁶³ (lovdata.no, udatert)

Videre deler man opp fullstendig nettoresultat etter kildene sine. Resultatet blir fordelt etter hva som kommer fra drift og hva som kommer fra finans. Dette gjøres for å klargjøre hvordan resultatet er fordelt.

Deretter skiller man mellom hva som er normale og unormale poster. Normale poster er poster som man venter skal komme tilbake periode etter periode, og derfor er relevante for fremtiden⁶⁴. Unormale poster er poster som forekommer én eller noen få ganger, og som man ikke regner med vil gjenta seg i fremtiden. Skillet mellom normale og unormale poster kan ofte være diffuse. Det er derfor subjektivt hva man definerer som normale og unormale poster.

6.3 SKATTEKOSTNAD

Til sist fordeler man den rapporterte skattekostnaden på de forskjellige resultatene. Selskapsskattesatsen var 28% fra 2010 til 2013, og 27% i år 2014 og 2015. En tommelfingerregel for å finne finansinntektsskattesatsen (fiss) er ifølge Knivsflå å multiplisere selskapsskattesatsen med 2/3. Dette gir oss en *fiss* på 18% for årene 2010-2013 og 18,7% for 2014-2015. Videre må man finne den normale driftskattesatsen. Driftskattesatsen kan utregnes ved formelen:

$$dds = \frac{\text{Normal skattekostnad} - \text{fordelt finansskatt}}{\text{driftsresultat før skatt}}$$

Den normale driftskattesatsen er gjennomsnittet av *dds* for alle tidligere år, eller medianen. Knivsflå anbefaler å bruke den minst ekstreme av de to metodene. Utregningen gir oss en gjennomsnittlig driftskattesats på 0.28, og en median på 0.28. Dette gir oss en normalisert driftskattesats på 28%.

⁶⁴ (Knivsflå, 2016)

OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP	2011	2012	2013	2014	2015	
Driftsinntekter	2 470 952	3 107 165	4 010 227	5 215 000	6 487 000	Drift
Driftskostnader	2 182 077	2 784 431	3 609 280	4 694 000	5 853 000	
Driftsresultat egen virksomhet	288 875	322 734	400 947	521 000	634 000	
Driftsrelatert skatt egen virksomhet	80 675	90 131	111 974	145 502	177 059	
Netto driftsresultat egen virksomhet	208 200	23 2603	288 973	375 498	456 941	
Netto driftsresultat	208 200	232 603	288 973	375 498	456 941	
Netto finansinntekt	8 819	9 058	34 379	82 820	116 440	Finans
Nettoresultat sysselsatt kapital	217 019	241 661	323 352	458 318	573 381	
Netto finanskostnad	181 227	183 686	195 012	206 590	124 100	
Netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	
Nettoresultat til egenkapital	35 792	57 974	128 339	251 729	449 281	
Unormal netto driftsresultat	-	-	-	-	-	
Unormal netto finansresultat	138	-243	910	-	-	
Fullstendig nettoresultat	35 930	57 731	129 249	251 729	449 281	

Tabell 7 Omgruppert Resultatregnskap. Tallene er presentert i NOK tusen.

7 REGNSKAPSANALYSE

7.1 RISIKOANALYSE

Vi skal i denne seksjonen analysere kredittrisikoen til XXL. Kredittrisiko gjenspeiler muligheten for at långiver utsettes for tap gjennom gjeldsforhandling eller konkurs. Vi vurderer kredittrisikoen ved å analysere forholdstall med mål om å finne størrelsen på den kortsiktige og langsiktige risikoen for XXL. Resultatet fra analysen vil vise XXLs evne til å betale for sine kortsiktige og langsiktige forpliktelser. For å sette XXLs kredittrisiko i perspektiv sammenligner vi XXLs regnskapstall med et utvalg av aktører i samme bransje.

7.2 ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO

En likviditetsanalyse gir et bilde på bedriftens evne til å innfri sine kortsiktige forpliktelser innen forfall⁶⁵. Jo større forholdstallet er jo bedre rustet er selskapet til å betale for seg. Likviditetsgrad 1 (LG 1) tar for seg alle omløpsmidler, mens Likviditetsgrad 2 (LG 2) ekskluderer varelageret. God likviditet er forbundet med fleksibilitet, hvilket er sentralt i sammenheng med investeringsmuligheter. Vi har valgt å tidsvekte analysene, fordi vi mener de siste årene er mest relevante.

7.2.1 Likviditetsgrad 1

Mesteparten av omløpsmidlene for aktørene i sportsbransjen består av varer. Den kortsiktige gjelden består hovedsakelig av leverandørgjeld og offentlige avgifter. Knivsflå⁶⁶ viser til en tommelfingerregel hvor LG 1 bør være minst 2. Han nevner også at det er hensiktsmessig å bruke bransjegjennomsnittet som målestokk. Vi benytter følgende formel:

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

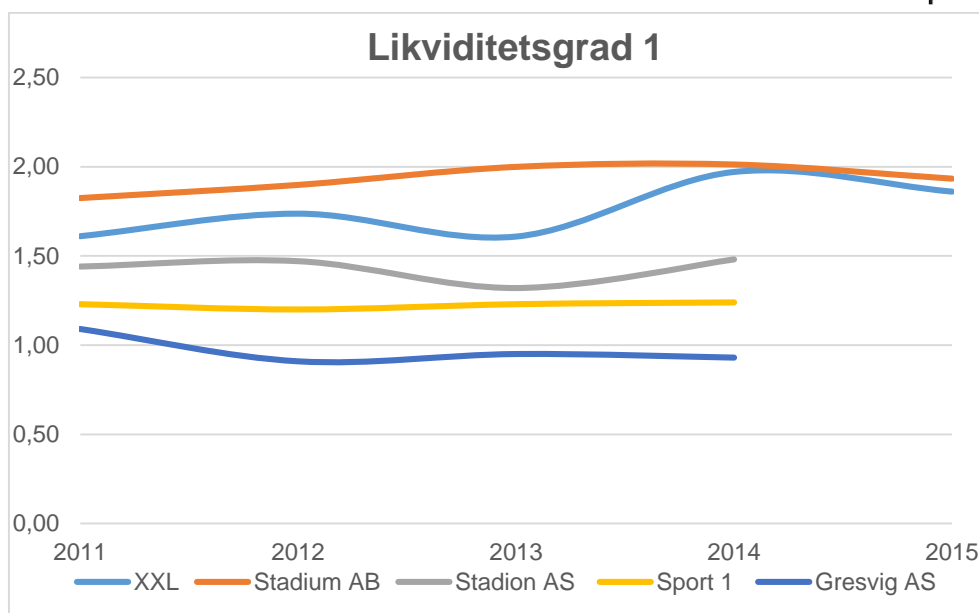
For XXL får vi følgende resultat:

LIKVIDITETSGRAD 1	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
XXL	1,61	1,74	1,61	1,97	1,86	1,78
Vektleggelse	15 %	15 %	20 %	25 %	25 %	

Tabell 8 Likviditetsgrad 1 for XXL. Basert på tall fra proff.no

⁶⁵ (Eklund & Knutsen, 2011)

⁶⁶ (Knivsflå, 2016)



Figur 19 Likviditetsgrad 1 for et utvalg av aktører. Basert på tall fra: proff.no, allabolag.se og Annual Report XXL ASA 2015.

Vi ser at flere av aktørene i sportsbransjen har en likvidasjonsgrad lavere enn tommelfingerregelen. En likviditetsgrad på 1 vil si at en har like mye omløpsmidler som kortsiktig gjeld. Gresvig AS har over en lengre periode hatt en likviditetsgrad under 1 hvilket betyr at virksomheten må dekke obligasjonene sine med langsiktig kapital. XXL kan vise til stigende likviditetsgrad som nærmer seg det tradisjonelle målet på 2. Økningen fra 2013 til 2014 kan forklares gjennom en økning i fordringer og kontantbeholdning. Målt opp mot de konkurrerende aktørene er det kun svenske Stadium som kan vise til høyere likviditetsgrad enn XXL. Ut fra disse opplysningene anser vi XXL som relativt godt rustet til å betale sin kortsiktige gjeld.

7.2.2 Likviditetsgrad 2

Vi ser nå på de mest likvide omløpsmidlene, forholdet mellom finansielle eiendeler og kortsiktig gjeld. En tommelfingerregelen er at forholdstallet bør være større enn 1⁶⁷. Vi bruker følgende formel:

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

⁶⁷ (Knivsflå, 2016)

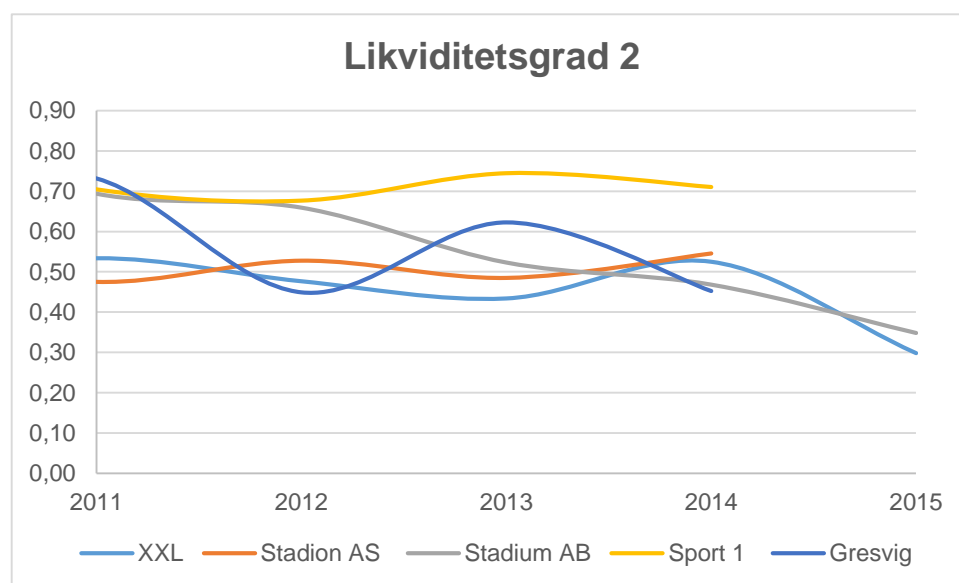
For XXL får vi følgende resultat:

LIKVIDITETSGRAD 2	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
XXL	0,53	0,48	0,43	0,52	0,29	0,44
Vektet	15 %	15 %	20 %	25 %	25 %	

Tabell 9 Likviditetsgrad 2 for XXL. Tall fra Annual Report XXL 2015 og proff.no

XXL ligger under tommelfingerregelen, og vi ser at utviklingen har vært relativt stabil de siste årene med unntak av 2015. Dette betyr at dekingen av kortsiktig gjeld ved hjelp av finansielle omløpsmidler er svak for XXL.

Tabell 9 viser at ingen av de utvalgte selskapene har hatt en LG 2 over 1 i måleperioden. I vårt utvalg er det Sport 1 som kommer best ut. Vi ser at Stadium AB, som XXL, har hatt en negativ utvikling over den siste tiden. En mulig årsak kan være at sportsbutikker generelt har store verdier i varelager.



Figur 20 Likviditetsgrad 2 for et utvalg av aktører. Tall fra Annual Report XXL 2015, allabolag.se og proff.no

7.3 ANALYSE AV LANGSIKTIG GJELD

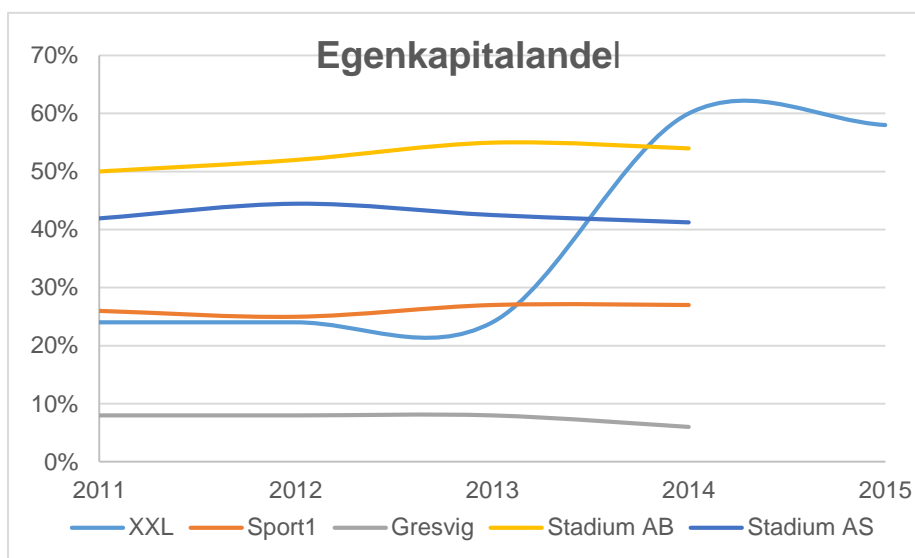
7.3.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen måler forholdet mellom en bedrifts egenkapital og total kapital⁶⁸. Ved underskudd vil egenkapitalen bli redusert. Egenkapitalandelen kan gi et bilde på hvor godt rustet en bedrift er til å tåle underskudd. Bedrifter med høy egenkapitalandel vil kunne gå med

⁶⁸ (Damodaran, 2006)

underskudd over lengre tid før kreditorene blir påvirket. Det er derfor et trygghetstegn om en bedrift har høy egenkapitalandel.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} * 100$$



Figur 21 Egenkapitalandel. Basert på tall fra Annual Report XXL ASA 2015, allabolag.se og proff.no

XXL har hatt en relativt stabil egenkapitalandel på rundt 24% frem til 2014. Deretter økte den drastisk til 60%. Økningen kommer av at XXL ble børsnotert på dette tidspunktet. «Innskutt egenkapital» har økt som følge av emisjonen, og deler av midlene har blitt brukt til å nedbetale utestående aksjonærlån. Sammenlignet med bedriftene i utvalget vårt ligger XXL midt på treet. Stadium AB skiller seg ut som den med desidert høyest egenkapitalandel over tid, selv om XXL gikk forbi dem i 2014. Gresvig skiller seg negativt ut, med en gjennomsnittlig andel på 8%, og en dalende trend. Dette kan føre til problemer med å ta opp nye lån, ettersom de har lite midler til å bruke som sikkerhet ved lån.

7.3.2 Rentedeckningsgrad

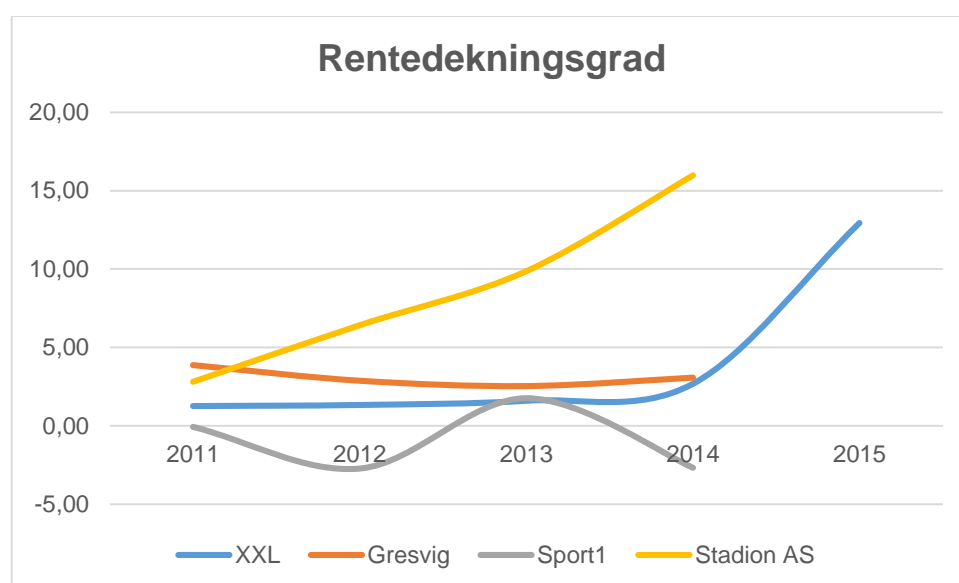
Rentedekningsgraden viser bedriftens overskudd i forhold til rentekostnadene, den kan fungere som et uttrykk for bedriftens evne til å påta seg økte renteforpliktelser gitt dagens lønnsomhetsnivå. Rentedekningsgraden har blitt utregnet etter følgende formel⁶⁹:

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Rentekostnader}}$$

⁶⁹ (Damodaran, 2006)

En rentedekningsgrad på 1,5 vil ofte være grensen hvor kreditorer ikke ønsker å utstede ytterligere lån, fordi risikoen blir for stor. XXL sin rentedekningsgrad ligger under dette minstekravet i årene 2011 og 2012. XXL påtok seg store lån i 2011 i sammenheng med oppkjøpet av XXL Sport og Villmark. Vi ser derfor en sterk nedgang i rentedekningsgraden i det påfølgende året, men trenden i ettertid har vært økende.

Figur 22 viser at Sport1 og Stadion AS har en høyere rentedekningsgrad enn XXL, men XXL har kommet stadig nærmere de siste årene. I motsetning til sine konkurrenter har Gresvig en svært volatil rentedekningsgrad. Lavpunktet i 2012 kan skyldes opptak av lån i forbindelse med lanseringen av GMAX i 2010.

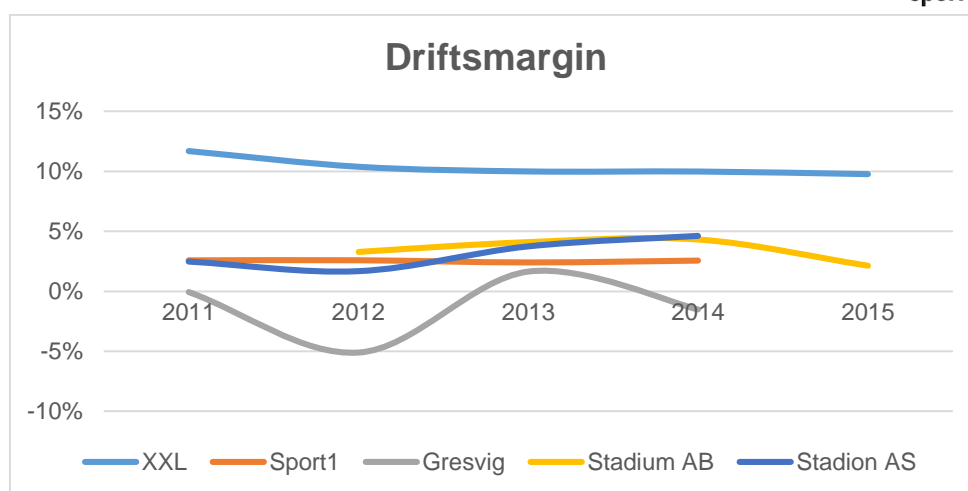


Figur 22 Rentedekningsgrad. Basert på tall fra Annual Report XXL ASA 2015 og proff.no

7.4 DRIFTSMARGIN

Driftsmarginen er forholdet mellom driftsresultatet og driftsinntekter. Den viser hvor mye selskapet får igjen for hver omsatte krone. En høy driftsmargin betyr at selskapet tjener mye per omsatte krone. Dette kan gi et innblikk i hvor lønnsom bedriften er.

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} * 100\%$$



Figur 23 Driftsmargin. Basert på tall fra Annual Report XXL ASA 2015 og proff.no

Historisk har XXL hatt en langt høyere driftsmargin enn konkurrentene. XXL har hatt en gradvis nedgang i driftsmarginen fra 2011. Dette skyldes trolig at de ikke har klart å opprettholde de gode marginene etter ekspansjonen til Sverige og Finland. Til tross for nedgangen har XXL klart høyere driftsmargin enn konkurrentene, ved utgangen av 2015 var det 8 prosentpoeng ned til Stadium AB og Sport1. Gresvig kommer dårligst ut i utvalget, med en tidvis negativ driftsmargin. Fra 2011 til 2012 opplevde Gresvig en kraftig nedgang, dette skyldes trolig lanseringen av GMAX konseptet i 2010. Sport1 har opprettholdt en lav, men stabil driftsmargin på ca. 2%.

7.5 NETTO DRIFTSRENTABILITET

Netto driftsrentabilitet er et mål på avkastningen til driftseiendelene, og kan utregnes med følgende formel⁷⁰:

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

	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsresultat	208 200	232 603	288 973	375 498	456 941
Netto driftseiendeler	3 420 470	3 691 428	3 844 991	4 093 000	4 489 000
Netto driftsrentabilitet	6.1%	6.3%	7.5%	9.2%	10.2%

Tabell 10 Netto Driftsrentabilitet. Presentert i tusen NOK. Basert på tall fra Annual Report XXL ASA 2015.

Tabellen viser at XXL har hatt god driftsrentabilitet gjennom analyseperioden, og vi ser en klar økende trend.

⁷⁰ (Knivsflå, 2016)

7.6 SYNTETISK RATING

Resultatene fra regnskapsanalysen kan oppsummeres i en syntetisk rating. Den syntetiske ratingen viser hvor stor den estimerte sannsynligheten er for at bedriften skal gå konkurs innen ett år. Flere selskaper spesialiserte seg på å bedømme risikoen i andre selskaper, blant de mest kjente er Standard & Poors og Moody's. Standard & Poors benytter seg av en karakterskala som går fra AAA til D, hvor AAA er den høyeste karakteren. Karakterene AAA til BBB defineres som «investment grade». Noe som vil si at risikoen for å gå konkurs er relativt lav. Karakterene BB til C blir definert som «speculative». Bedrifter innen denne kategorien har relativt liten risiko, men har en del usikkerhet tilknyttet seg⁷¹. Vi har valgt å benytte ratingskalaen til Standard & Poors.

Den syntetiske ratingen baserer seg på fire forholdstall; likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet⁷².

SYNTETISK RATING	2011	2012	2013	2014	2015
Likviditetsgrad 1	1.611	1.737	1.609	1.971	1.784
Rentedekningsgrad	1.269	1.340	1.609	2.686	12.939
Egenkapitalandel	0.239	0.242	0.243	0.604	0.576
Netto driftsrentabilitet	0.061	0.063	0.075	0.092	0.102

Tabell 11 Syntetisk Rating

Ved bruk av grenseverdiene for syntetisk rating gitt av Knivsflå får vi følgende karakterer på forholdstallene:

SYNTETISK RATING	2011	2012	2013	2014	2015
Likviditetsgrad 1	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	BB	BB	BB	BBB	AAA
Egenkapitalandel	B	B	B	A	A
Netto driftsrentabilitet	BB	BB	BB	BBB	BBB
Gjennomsnittlig rating	BB	BB	BB	BBB	A

Tabell 12 Syntetisk Rating Karakter

⁷¹ (spratings.com, 2016)

⁷² (Knivsflå, 2016)

Gjennomsnittlig har XXL en BBB rating, men vi ser en økende trend i noen av forholdstallene. Spesielt egenkapitalandelen og rentedekningsgraden har økt drastisk de siste årene. Som tidligere nevnt kommer trolig økningen i egenkapitalandelen fra børsnoteringen. Vi antar at XXL vil fortsette å være børsnotert i fremtiden, og anser derfor den høye egenkapitalandelen i 2014-2015 som mer representativ enn de tidligere årene.

SYNTETISK RATING	2011	2012	2013	2014	2015
Rating	BB	BB	BB	BBB	A
Tidsvektning	0.15	0.15	0.2	0.25	0.25
Tidsvektet snitt					BBB

Tabell 13 Syntetisk Rating Tidsvektet

Ved bruk av tidsvektning får XXL fremdeles en syntetisk gjennomsnittsrating på BBB, dog noe sterkere. De er dermed innenfor «investment grade» kategorien, og har en estimert sannsynlighet på 0,26% for å gå konkurs i det kommende året. BBB er den vanligste ratingen for bedrifter⁷³.

I den strategiske analysen kom vi frem til at XXL har gode muligheter til å beholde sine strategiske fordeler i en periode fremover, og XXL sin ekspansive strategi gjør at vi forventer videre vekst. Disse faktorene gjør at vi mener den syntetiske rating for 2015 virker mest representativ for XXL. Vi har derfor valgt å bruke denne ratingen ved utregningen av finansielt gjeldskrav.

7.7 COMMON SIZE

I «Common size» regnskapet er postene oppgitt som prosentandeler av driftsinntekten det gjeldende året. Dette gir et innblikk i hvordan de forskjellige postene utvikler seg når selskapet vokser.

⁷³ (Knivsflå, 2016)

COMMON SIZE	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekt	2 470 952	3 107 165	4 010 227	5 215 000	6 487 000
Varekostnad	59%	60%	60%	59%	60%
Lønnskostnader	14%	14%	15%	15%	15%
Andre driftskostnader	13%	14%	14%	14%	13%
Avskrivning	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%
Driftsresultat	12%	10%	10%	10%	10%

Tabell 14 Common Size. Driftsinntekter oppgitt i tusen NOK. Basert på tall fra Annual Reports XXL ASA 2015 og proff.no.

Regnskapet viser at de fleste postene har holdt seg stabile. Dette vitner om at XXL har klart å håndtere den ekspansive strategien de benytter. Med over en dobling i omsetning fra 2011 til 2015 har de klart å opprettholde relativt stabile kostnader. Dette viser til god kontroll over varelager, og god prissetting.

En negativ ting å påpeke er at selskapet ikke har klart å ytterligere utnytte stordriftsfordeler når de har vokst. Dette kan skyldes at de har ekspandert til andre land (Sverige, Finland) hvor de ikke har like god logistikk. Blant annet har ikke Finland eget sentralvarelager, dermed må varene transporteres helt fra Örebro. De nye markedene har trolig høyere kostnader i startfasen, og trekker dermed opp gjennomsnittskostnadene.

Lønnskostnader har økt relativt jevnt i analyseperioden. Dette kan ha sammenheng med at flere butikker blir åpnet i Sverige. I Sverige har XXL butikkene åpnet på søndager, og må derfor betale søndagstillegg til sine ansatte. Noe som fører til høyere lønnskostnader. I tillegg har Sverige over dobbelt så høy arbeidsgiveravgift⁷⁴.

⁷⁴ (skatteverket.se, 2016)

8 UTREGNING AV AVKASTNINGSKRAV

I denne delen av oppgaven skal vi estimere avkastningskravet til XXLs total kapital. Vi skal videre vurdere XXLs lønnsomhet og er da avhengig av et fornuftig avkastningskrav. Avkastningskravet er kompensasjonen investorene «krever» for risikoen de påtar seg ved å investere⁷⁵. «Weighted average cost of capital» (WACC) tilsvarer det vektete gjennomsnittlige avkastningskravet, og det er dette kravet vi vil benytte i vår oppgave. Vi benytter følgende formel⁷⁶:

$$WACC = \frac{E}{V}Ke + \frac{D}{V}Kd(1 - Tm)$$

E/V = Andel egenkapital

Ke = Egenkapitalkrav

D/V = Andel gjeld

Kd(1-Tm) = Finansielt gjeldskrav etter skatt

8.1 PRESENTASJON AV KOMPARATIVE SELSKAP

Komparative selskap er selskap som operer innen samme bransje og er relativt like i drift. De vil ofte være nære konkurrenter som deler mange av de samme selskapskarakteristikkene.

Følgende selskaper har blitt benyttet ved utregning av komparativ beta og i den komparative verdsettelsen: Dick's Sporting Goods, JD Sports Fashion, Sports Direct, Under Armour, The Finish Line og Foot Locker.

Ettersom XXL er den eneste børsnoterte sportskjeden i Norge, har vi vendt blikket utover i Europa og USA. JD Sports Fashion og Sports Direct har mesteparten av driften sin i Storbritannia, mens Dick's Sporting Goods, Under Armour, Foot Locker og The Finish Line er mest utbredt i USA. Den geografiske forskjellen gjør at sammenligning ikke er optimal, men vi anser disse selskapene som de mest komparative.

JD Sports Fashion, Sports Direct og Dick's Sporting Goods er mest sammenlignbare når det kommer til drift, de er alle store kjeder som selger det meste innen sportsutstyr. The Finish Line og Foot Locker har kjernevirksomheten sin innen sportslig fottøy. Under Armour skiller seg ut ved at de produserer flertallet av produktene sine selv. Alle selskapene regnes under hovedgruppen sportskjeder, og vi anser de derfor som komparative.

⁷⁵ (Penman, 2007)

⁷⁶ (Koller et al., 2010)

XXL skiller seg ut fra de fleste selskapene med at de er i en sterk vekstfase, de komparative selskapene er i stor grad modne selskaper. Derfor har vi valgt å inkludere Under Armour, selv om de produserer sine egne produkter, fordi de også er i sterk vekstfase.

8.2 CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM)

For å finne egenkapitalkravet benytter vi CAPM. Egenkapitalens avkastningskrav er et produkt av risikofri rente, markedsrisikoen og selskapets tilhørende systematiske risiko⁷⁷:

$$\text{Egenkapitalens avkastningskrav} = r_f + \beta_{EK} \times (r_m - r_f)$$

r_f = Risikofri rente

r_m = markedsavkastning

β_{EK} = Egenkapitalbeta

Ved eventuell likviditetspremie legges denne til i avkastningskravet.

8.2.1 Risikofri rente

Risikofri rente er den høyeste risikofrie avkastningen man kan få i markedet. Investeringene i aksjer må minimum tilfredsstille denne renten. For å finne risikofri rente, tar vi i bruk norske statsobligasjoner. Vi velger norske statsobligasjoner siden kontantstrømmene til XXL er estimert i NOK. Det er forskjellige meninger om hvilket tidsperspektiv som er mest riktig å bruke. Koller argumenterer for at en bør bruke samme tidsperspektiv på den risikofrie renten som tidsperspektivet til den estimerte kontantstrømmen⁷⁸. Ettersom vår prognosehorisont er på åtte år velger vi statsobligasjoner med en løpetid på 10 år som mål på risikofri rente. Risikofri rente som brukes for å utregne XXLs egenkapitalkrav er satt til **1,57%**.

Norske statsobligasjoner 2015		
3 år	5 år	10 år
0,76	0,99	1,57

Tabell 15 Norske statsobligasjoner 2015. Kilde: Norges Bank

8.2.2 Markedsrisikopremie

Markedsrisikoen er et mål på differansen mellom forventet avkastning i markedet og risikofri rente. PwC har i samarbeid med Norske Finansanalytikerens Forening (NFF) foretatt en undersøkelse kalt «Risikopremien i det norske markedet 2015». Denne undersøkelsen tar blant annet for seg hva et utvalg av NFF medlemmer mener størrelsen på risikopremien bør være⁷⁹.

⁷⁷ (Koller et al., 2010)

⁷⁸ (Koller et al., 2010)

⁷⁹ (pwc.no, 2015)

Resultatet i undersøkelsen viser at gjennomsnittet av utvalget bruker en risikopremie på 5,2. Vi tar i bruk en risikopremie på **5%** for å estimere XXLs egenkapitalkrav.

8.2.3 Beta

Egenkapitalbetaen er et mål på en aksjes systematiske risiko i forhold til markedsporteføljens risiko. En beta på 1 betyr at aksjen svinger i takt med markedet. For børsnoterte selskaper kan egenkapitalbetaen estimeres på basis av historiske aksjekursdata. Ved å dividere kovariansen mellom aksjen og markedsporteføljen på variansen til markedsporteføljen, får en et mål på hvor volatil aksjen er i forhold aksjemarkedet⁸⁰.

8.2.3.1 Komparativ beta

Betaverdien kan estimeres ved hjelp av komparative selskapers beta. Teoretisk vil komparative selskaper dele den systematiske risikoen, og dermed ha en relativt lik betaverdi. I følge Kaldestad og Møller kan følgende fremgangsmåte benyttes:

- Finn egenkapitalbeta β_{ek} for komparative selskaper
- Gjør om egenkapitalbeta til forretningsbeta. Dette gjøres ved følgende formel:

$$\text{Forretningsbeta } (\beta_f) = \beta_{ek} \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Egenkapital} + \text{netto rentebærende gjeld}}$$

- Juster forretningsbetaverdiene til de komparative selskapene slik at de tar hensyn til XXL sin kapitalstruktur. Dette gjøres ved følgende formel:

$$\text{Justert egenkapitalbeta } (\beta_j) = \beta_{f(\text{snitt})} * \frac{\text{Egenkapital} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

Videre kan man justere for «mean reversion». I følge Marshall E. Blume tenderer egenkapitalbetaen til å bevege seg mot markedsgjennomsnittet over tid. Blumejustert egenkapitalbeta utregnes ved følgende formel⁸¹:

$$\text{Blumejustert } \beta_{ek} = \beta_{ek} * \left(\frac{2}{3}\right) + 1 * \left(\frac{1}{3}\right)$$

⁸⁰ (Kaldestad & Møller, 2011)

⁸¹ (Knivsflå, 2016)

8.2.3.2 Valg av Beta

Ved utregning av egenkapitalbeta på bakgrunn av historiske aksjekurser anbefales en estimeringsperiode på 4 eller 6 år⁸². Ettersom XXL ble børsnotert i 2014 har vi ikke nok tilgjengelig data til å foreta en pålitelig estimering av betaen. Vi velger derfor å estimere betaen ved hjelp av komparative selskaper sin beta.

Komparative Selskap	Egenkapitalbeta	E/EV	Forretningsbeta
Foot Locker	0.7	1	0.7
JD Sports Fashion	0.56	1	0.56
Sports Direct	1.03	0.9	0.927
Dick's Sporting Goods	0.86	1	0.86
The Finish Line	0.94	0.9	0.846
Under Armour	0.65	1	0.65

Tabell 16 Beta Komparative Selskap. Basert på tall fra Reuters.com

Dette gir oss en gjennomsnittlig forretningsbeta på 0,76. Videre justerer vi forretningsbetaen for å ta hensyn til XXL sin kapitalstruktur. Dette gir oss en justert egenkapitalbeta på 0,99.

$$\beta_j = 0,76 * \frac{3366000}{4403000} = 0,99$$

Vi velger å foreta en Blumejustering, noe som gir oss en egenkapitalbeta for XXL på 0,994. For enkelhetens skyld velger vi å runde opp til 1, denne verdien vil bli brukt til å estimere XXLs egenkapitalkrav.

$$\text{Blumejustert egenkapitalbeta} = \beta_j * \left(\frac{2}{3}\right) + 1 * \left(\frac{1}{3}\right) = 1$$

8.2.4 Likviditetspremie

Likviditetspremie kan oppstå ved at aksjene til et selskap er lite omsettelige. XXL er listet på OB match-listen på Oslo Børs, som er en liste for middels likvide aksjer. Aksjer på OB match-listen defineres som: «Øvrige aksjer med minimum 10 handler pr dag i gjennomsnitt eller med mindre enn 10 handler men da med godkjent likviditetsgarantist avtale»⁸³. Av eierne er det ingen som eier mer enn halvpartene av aksjene. Forfatterne av oppgaven vurderer aksjen som tilstrekkelig likvid til at likviditetspremien settes lik 0%.

⁸² (Alexander & Chervany, 1980)

⁸³ (oslobors.no, udatert)

8.2.5 Beregning av CAPM

Beregningene gir oss et avkastningskrav til egenkapitalen på **6,57%**.

Beregning av CAPM	
Beta	1,00
Risikofri rente	1,57%
Markedsrisikopremie	5,00 %
CAPM	6,57 %

Tabell 17 Beregning av CAPM

8.3 EGENKAPITAL – OG GJELDSANDEL

Egenkapitalandelen viser forholdet mellom egenkapital og totalkapitalen. Egenkapitalandelen brukt ved utregning av WACC, kan utregnes ved å finne markedsverdien til egenkapitalen og deretter dividere det med totalkapitalen. Gjeldsandelen utregnes ved å dele gjeld med totalkapitalen⁸⁴.

Markedsverdien av egenkapitalen ble utregnet ved å ta aksjeprisen 27.04.216, som beløper seg på 97,5 NOK multiplisert med antall utestående aksjer. Dette gir egenkapitalen en markedsverdi på 13,5 milliarder. For å finne totalkapitalen legger vi til finansiell gjeld 2015 på markedsverdien, som er på 1,1 milliarder. Vi får da en totalkapital på 14,6 milliarder og en egenkapitalandel på **0,923**. Vi får en gjeldsandel på **0,087**.

8.4 GJELDSKRAV ETTER SKATT

Kravet til finansiell gjeld er selskapets lånekostnad. Vi finner avkastningskravet på finansiell gjeld ved å ta risikofri rente etter skatt og legge til kredittrisikopremien (KRP). For kreditor er KRP en forventet kostnad som må legges på lånerenten for å få kostnadsdekning. Kreditor krever altså en premie avhengig av sannsynligheten for konkurs og tapsprosent ved konkurs. Formelen for å finne det finansielle gjeldskravet er følgende⁸⁵:

$$FG = rf * (1 - s) + krp$$

FG = Finansielt gjeldskrav

rf*(1-s) = Risikofri rente etter skatt

krp = Kredittrisikopremie

⁸⁴ (Koller et al., 2010)

⁸⁵ (Knivsflå, 2016)

Kreditrisikopremien er gitt av selskapets syntetisk rating. Tabellen for omdannelse fra syntetisk rating til kreditrisikopremie (vedlegg 9) gir en kreditrisikopremie på 1 % ⁸⁶.

En risikofri rente etter skatt på 1,15 % og en kreditrisikopremie på 1% gir et finansielt gjeldskrav på **2,15%**.

Finansielt gjeldskrav etter skatt 2015	
Syntetisk rating	A
Risikofri rente etter skatt (27%)	1,15 %
Kreditrisikopremie	1,00 %
Finansielt gjeldskrav	2,15 %

Tabell 18 Finansielt gjeldskrav etter skatt

8.5 UTREGNING AV WACC

Formelen for utregning av WACC ble gitt innledningsvis. Utregningen vises i tabellen nedenfor.

UTREGNING AV WACC 2015	
Egenkapitalandel	0,923
Egenkapitalkrav	6,57 %
Gjeldsandel	0,087
Gjeldskrav etter skatt	2,15 %
WACC	6,25 %

Tabell 19 Utregning av WACC

⁸⁶ (Knivsflå, 2016)

9 FREMTIDSPROGNOSE

Fremtidsregnskapet er vår prognose for hvordan den fremtidige driften til XXL blir. Regnskapet vil legges til grunn når vi skal utarbeide fremtidige kontantstrømmer. For utarbeidelsen av fremtidsprognosen starter vi med å belyse de mest betydningsfulle driverne for vekst for XXL i 2015. Vi antar at disse driverne vil være sentrale for XXLs fremtidige vekst. Deretter presenterer vi vårt anslag for fremtidige kostnader. Fremtidsprognosen vil i stor grad bygge på resultatene fra regnskapsanalysen, og funn i den strategiske analysen.

Knivsflå argumenterer for at selskap som er i en sterk vekstperiode bruker flere år for å nå «steady state». «Steady state» er når veksten til selskapet er konstant og tilnærmet lik veksten til økonomien generelt⁸⁷. På grunnlag av den sterke veksten XXL har hatt de siste årene har vi anslått at selskapet når konstant vekst i 2023. Vi velger en prognoseperiode på 8 år. Kontantstrømmer som forekommer etter prognoseperioden blir representert av terminalverdien.

Vi vil videre presentere våre prognoser for driftsinntekter, kostnader og fremtidsregnskapet. Leser gjøres oppmerksom på at prognosene våre er preget av subjektive vurderinger.

9.1 DRIFTSINNTEKTER

Fra 2013 til 2014 økte de totale driftsinntektene til XXL med 30%⁸⁸. Fra 2014 til 2015 var det en vekst på 24,4%. Fortidens prestasjoner er ingen garanti for fremtidens prestasjoner. XXLs vekst i driftsinntekter eller salg, vil hovedsakelig bli drevet av bransjevekst, Like-for-like vekst, nyåpninger og salg over nett. Videre vil vi presentere våre prognoser for de ulike driverne.

9.1.1 Prognose av bransjevekst i Norge

For prognoseperioden forutsetter vi en årlig bransjevekst på **3%**. Antagelsen vår baserer seg på resultat i bransjeanalysen og bransjens historiske vekst i omsetning.

Fra 2006 til 2014 har den norske sportsbransjen hatt en sterk vekst på 6,34% CAGR. På bakgrunn av den strategiske analysen tror vi ikke den fremtidige veksten vil være like stor, men vi tror at det fortsatt vil være vekst på grunn av stadig økende oppmerksomhet på helse/aktivitet. I STØP-analysen fastslo vi at arbeidsledigheten vil stige og at veksten i økonomien vil bremse opp. Videre forventer vi lavere vekst i disponibel inntekt og at forbrukertilliten vil være lav. I

⁸⁷ (Knivsflå, 2016)

⁸⁸ (Annual Report XXL ASA 2015, 2016)

tillegg tror vi at flere forbrukere vil utnytte den relativt høye tollgrensen på 350 kroner, ved å handle sportsartikler fra utenlandske aktører fremfor norske.

9.1.2 Prognose av bransjevekst i Sverige

Vi tar utgangspunkt i en vekst på **4,3%** for den svenske sportsbransjen i prognosen. Fra år 2006 til 2014 hadde den svenske sportsbransjen en CAGR på 4,30%. Den økonomiske veksten i Sverige er forventet å være sterkere enn i Norge og Finland. Av samme årsaker som i Norge forventer vi at aktivitetsnivået blant befolkningen vil holde seg på samme nivå for tiden videre. Redusert arbeidsledighet, positiv forbrukertillit samt forventninger om økende vekst i disponibel inntekt gir grunnlag til å mene at veksten vil vedvare (del 5.2).

9.1.3 Prognose av bransjevekst i Finland

Det finske sportsmarkedet hadde i perioden 2006-2014 en CAGR på 3,83%. Dette til tross for en negativ vekst i BNP de siste årene. Finland skiller seg ut fra Norge og Sverige med lavere historisk vekst i sportsbransjen. En prognose presentert av Det internasjonale pengefondet viser til forventninger om forbedring i den finske økonomien. På bakgrunn av dette sammen med positiv forbrukertillit, velger vi å operere med en bransjevekst lik den historiske veksten på **3,83%**.

9.1.4 Entering av Danmark

XXL forventer at nettbutikken i Danmark åpnes innen 2017. XXL opplyser om at de forventer negativt resultat de første årene⁸⁹. Det er svært vanskelig å anslå hvor mye butikken kommer til å omsette for, ettersom XXL ikke har åpnet en ren nettbutikk i et nytt land før. For 2015 stod netthandel for 8,2 % av den totale omsetningen til XXL. Det er derfor lite trolig at den nyoppstartede nettbutikken i Danmark kommer til å ha nevneverdig påvirkning på XXLs totale resultat. Spesielt ettersom de forventer å drive med tap de første årene. Vi har derfor konkludert med å utelate Danmark som egen post i fremtidsprognosen. Den eventuelle fremtidige gevinsten fra nettbutikken blir i stedet representert av de optimistiske bransjevekstsatsene vi har benyttet.

9.1.5 Like-for-Like (LFL) vekst

Like-for-like veksten i samlede driftsinntekter er en viktig vekstdriver. LFL målinger viser hvor mye butikkene øker i omsetning over en periode. I dette tilfellet presenteres målingene på årlig

⁸⁹ (Annual Report XXL ASA 2015, 2016)

basis. Fra 2014 til 2015 viser årsrapporten til XXL at LFL veksten sto for 15% av den totale veksten for XXL.

I VRIO-analysen kom vi frem til at XXL har et midlertidig konkurransefortrinn med et sterkt merkevarenavn. Vi tror at XXL vil klare å videreføre oppfatningen de norske kundene har om XXL til de finske kundene, og igjen bygge videre på det i Sverige. Vi konkluderte i femkraftsmodellen at inngangsbarrierene til sportsbransjen er relativt lave samt at byttekostnaden for forbrukerne er lav. Forholdene ligger til rette for vekst og entring av nye markeder.

I starten av måleperioden anslår vi høy vekst for Finland og Sverige. Videre tror vi at LFL veksten vil avta på grunn av at konkurranseintensiteten øker. Vi forventer dette siden de samme faktorene som legger forholdene til rette for vekst for XXL også legger forholdene til rette for økt rivalisering og flere aktører. XXLs LFL vekst i Norge er prognostisert til å være relativt lav over hele prognoseperioden, på grunn av dårlige utsikter for norsk økonomi, lavt oppsidepotensiale og lav forventet bransjevekst. For alle tre landene anslår vi at LFL veksten vil følge bransjeveksten på mellomlang sikt. På lang sikt forventer vi at LFL veksten beveger seg mot langsiktig forventet vekst i økonomien (BNP). I tabellen nedenfor presenteres vår prognose for LFL vekst de kommende årene.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Norge	4,50 %	4,20 %	4,00 %	3,50 %	3,00 %	2,50 %	1,57%	1,57%
Sverige	5,80 %	6,50 %	5,00 %	4,50 %	4,30 %	3,10 %	1,57%	1,57%
Finland	7,00 %	7,10 %	6,00 %	4,50 %	3,83 %	3,30 %	1,57%	1,57%

Tabell 20 Antatt like-for-like vekst

9.1.6 Nettsalg

I 2015 stod nettsalg for 18% av den totale veksten i driftsinntektene. I STØP-analysen kom vi frem til at nettsalg kommer til å spille en sentral rolle i XXLs fremtidige vekst. Vi så blant annet i analysen at selskapet plasserer varehusene sine strategisk med hensyn til effektiv leveranse, og at de for øyeblikket har raskest leveringstid i Norge. Vi antar at XXL er rustet til å håndtere økende salg over nett.

Årsrapporten til XXL gir lite informasjon om hvor stor andel av omsetningen salg over nett står for i de ulike landene. Vi har derfor valgt å inkludere forventet inntekt fra netthandel inn i vår prognose for økt omsetning ved nyåpninger. Driftsinntektene ved nettsalg er tatt med i utregningen av gjennomsnittlig omsetning per butikk slik at fremtidsprognosen tar med

forventet inntekt fra salg over nettet. Vi er overbevist om at dette vil gi et tilstrekkelig estimat av fremtidige inntekter.

9.1.7 Nyåpninger

Åpning av nye butikker sto for hele 29 % av den totale veksten i 2015⁹⁰. Nyåpninger har vært og er fortsatt XXLs viktigste driver for vekst. Den markante veksten i tidligere driftsinntekter skyldes i stor grad åpninger av nye butikker.

9.1.7.1 Anslag av fremtidige nyåpninger

Tabellen nedenfor viser totalt antall nyåpninger fra år 2010 til 2015. Ledelsen i XXL har uttalt at de ønsker å fortsette å åpne et høyt antall butikker i årene fremover.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Norge	0	2	2	4	1	1
Sverige	3	2	4	4	4	3
Finland	0	0	0	0	4	4
Total antall nyåpninger	3	4	6	8	9	8

Tabell 21 Historisk antall butikkåpninger. Tall fra Annual Report XXL ASA 2014 og 2015.

«The White Space Analysis» utført av Boston Consulting Group (BCG) for XXL, tar for seg de forskjellige byene i Norge, Sverige og Finland og vurderer dem etter områdets kjøpekraft, konkurranseintensitet og muligheten for overtakelse av nye kunder⁹¹. Analysen identifiserte 63 nye potensielle butikkområder i 2014. Justert for nyåpningene til XXL i 2015, gir analysen følgende resultat:

"WHITE SPACE ANALYSIS"	Norge	Sverige	Finland	Totalt
Antall Potensielle områder for butikkåpninger	18	21	16	55
Antall butikker årsslutt 2015	24	20	8	52

Tabell 22 White Space Analysis. Basert på tall fra rapporten Prospectus.

I følge analysen er det 55 attraktive butikklokasjoner for de tre landene, 18 i Norge, 21 i Sverige og 16 i Finland. Analysen gir uttrykk for store muligheter for vekst i antall butikker.

Vi er overbevist om at XXL har det som trengs for å opprettholde sin vekst i antall butikker for tiden videre. Vi anser allikevel uttalelsene fra ledelsen om å åpne 8- 12 butikker hvert år som for optimistiske. Basert på historiske data, «The White Space Analysis» og personlig oppfatning mener vi det er mer troverdig at XXL vil åpne **35** nye butikker totalt i løpet av

⁹⁰ (Annual Report XXL ASA 2015, 2016)

⁹¹ (Prospectus, 2014)

prognoseperioden, 8 i Norge, 15 i Sverige og 12 i Finland. Fordelingen av butikknyåpninger er fremstilt i tabellen under.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Norge	6	0	1	1	0	0	0
Sverige	2	4	4	2	2	1	0
Finland	2	3	2	2	2	1	0
Total antall nyåpninger	10	7	7	5	4	2	0

Tabell 23 Anslag av fremtidige nyåpninger

9.1.7.2 Anslag av fremtidige driftsinntekter fra nyåpninger

For å få et anslag på hvor mye de nye butikkene vil øke XXLs driftsinntekter finner vi gjennomsnittlig omsetning i 2015 for hver butikk. Vi benytter følgende formel:

$$\frac{\text{Driftsinntekter 2015}}{\text{Antall butikker 2014} + \frac{\text{antall nyåpninger 2015}}{2}} = \text{Gjennomsnittlig omsetning 2015}$$

Grunnet manglene informasjon forutsetter vi at butikkåpningene i 2015 ble fordelt jevnt utover året, vi deler derfor antall nyåpninger for 2015 med 2.

Gjennomsnittlig omsetning per butikk for 2015 er **154**, **111** og **138** MNOK henholdsvis for Norge, Sverige og Finland. Vi mener det er lite troverdig at hver nyåpning i Finland vil generere 138 MNOK i inntekt. Pr. nå har XXL plassert sine varehus i de største byene. De fremtidige butikkene vil bli plassert i mindre lønnsomme områder. Vi har derfor valgt å nedjustere forventet omsetning pr åpning i Finland med 15%. Dette gir oss en forventet gjennomsnittlig inntekt på **117** MNOK. Dette estimatet brukes til å gi oss en pekepinn på hva fremtidige nyåpninger vil generere av inntekter. For detaljert utregning se vedlegg 10. Forventede driftsinntekter fra nyåpninger er oppsummert i tabellen under

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Norge	476	991	1 115	1 328	1 457	1 493	1 516	1 540
Sverige	115	484	1 023	1 468	1 808	2 099	2 237	2 272
Finland	121	449	807	1 116	1 441	1 707	1 808	1 837
Totalt	712	1 925	2 945	3 912	4 705	5 299	5 562	5 649

Tabell 24 Driftsinntekter nyåpninger (MNOK)

9.2 FREMTIDIGE DRIFTSINNTEKTER FRA EKSISTERENDE BUTIKKER

I tillegg til nyåpningene vil de eksisterende butikkene fortsette å generere inntekter. Inntekten fra de eksisterende butikkene har blitt basert på omsetningen i forrige periode multiplisert med tilhørende forventet like-for-like vekst.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Norge	3 617	3 780	3 939	4 096	4 239	4 367	4 476	4 546	4 617
Sverige	2 045	2 164	2 304	2 419	2 528	2 637	2 719	2 761	2 805
Finland	825	883	945	1 002	1 047	1 087	1 123	1 141	1 159
Totalt	6 487	6 827	7 188	7 517	7 814	8 091	8 318	8 448	8 581

Tabell 25 Driftsinntekt eksisterende butikker (MNOK)

9.3 TOTALT ANSLAG AV FREMTIDIGE DRIFTSINNTEKTER

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Anslåtte inntekter, nyåpninger	712	1 925	2 945	3 912	4 705	5 299	5 562	5 649
Anslåtte inntekter, eksisterende	6 827	7 188	7 517	7 814	8 091	8 318	8 448	8 581
Totalt anslåtte inntekter	7 539	9 113	10 462	11 726	12 796	13 617	14 010	14 230

Tabell 26 Totale anslåtte inntekter (MNOK)

Fra tabellen ser vi at driftsinntektene nesten dobler seg i løpet av prognoseperioden. Veksten kommer nesten utelukkende fra den ekspansive strategien. De planlagte butikkåpningene i Sverige står for den største delen av den forventede inntektsøkningen, tett etterfulgt av Finland. Selv etter den aggressive ekspansjonen i Sverige og Finland ser vi at Norge står for den største delen av de prognostiserte driftsinntektene.

9.4 AVSLUTTENDE KOMMENTAR TIL DRIFTSINNTEKTER

XXL har de siste årene opplevd en sterk vekst i driftsinntekter og opparbeidet seg store markedsandeler i Norge, Sverige og Finland. Vi er overbevist om at XXL har det som trengs for å fortsette sin utrulling av butikker og videreføre sin suksessoppskrift for videre vekst. Spesielt for Finland ser vi et stort potensial. Vi er overbevist om at en aktør som XXL med big-box- og lavpriskonsept mangler i det finske markedet. Vi forventer derfor høy vekst i driftsinntekter for XXL i Finland, gitt at XXL er først ute. Som nevnt i bransjebeskrivelsen (3.1.3), står selvstendige aktører samlet for en stor markedsandel i Finland. Det samme var tilfellet i Norge for noen år siden (vedlegg 2). For Norge og Sverige har kjedene blitt mer og mer dominerende. Vi tror denne utviklingen vil forekomme i Finland også. Vi ser derfor store muligheter for XXL til å ta over markedsandeler fra frittstående butikker som ikke kan konkurrere på pris eller utvalg.

9.5 KOSTNADER

Vi har valgt å estimere kostnadene som prosentandel av driftsinntektene. På denne måten vil også kostnadene bli justert i takt med veksten. Videre vil vi gjennomgå de forskjellige

kostnadspostene som er relevante for de fremtidige kontantstrømmene. Resultatet av utregningene er oppsummert i tabell 28.

9.5.1 Varekostnad

I verdikjedeforholdet avdekket vi at XXL sine strategisk plasserte sentralvarelager er en viktig komponent i den relativt lave varekostnaden. Etter hvert som XXL ekspanderer til nye land vil avstanden til sentralvarelagrene øke, og dette vil føre til økt varekostnad.

I VRIO-analysen konkluderte vi med at forhandlingsmakt er et varig konkurransefortrinn. Vi mener at forhandlingsmakten til XXL bare vil bli sterkere etter hvert som de vokser og tar en større del av markedsandelen. Dette kan bidra til lavere varekostnad i fremtiden.

Varekostnaden har ligget relativt stabilt på rundt 59% av driftsinntekten i analyseperioden. Sverige har i perioden hatt en høyere prosentvis varekostnad enn Norge. Dette kan ha sammenheng med at Sverige, i motsetning til Norge, er en del av EU. XXL er av den oppfatning at dette fører til sterkere konkurranse og økt prispress⁹². I tillegg har XXL åpnet flere nye butikker i Sverige enn Norge i analyseperioden. Nyåpninger fører ofte med seg høyere varekostnad i starten, ettersom de vanligvis har billige åpningstilbud. Etter hvert som butikkene i Sverige blir mer modne, og færre nye butikker åpnes, forventer vi at varekostnaden vil begynne å nærme seg den norske standarden. Etter hvert som ekspansjonen begynner for alvor i det finske markedet vil mange av de samme kostnadene oppstå her.

Det er flere ting som vil påvirke varekostnaden i fremtiden. Økt forhandlingsmakt vil presse varekostnaden ned, mens ekspansjonen vil føre med seg høyere kostnader tilknyttet logistikk. Videre vil nyåpninger føre med seg midlertidig økt varekostnad. Totalt anser vi det som sannsynlig at effektene vil nulle hverandre ut, og dermed sitter vi igjen med en varekostnad på cirka samme nivå som tidligere. Vi har derfor valgt å bruke en varekostnad på 59% av driftsinntektene i fremtidsprognosen.

9.5.2 Lønnskostnader

Lønnskostnader har historisk ligget på ca. 15% av driftsinntektene, med en økende trend de siste årene. Som nevnt i «Common size» regnskapet vil utvidelsen i Sverige trolig føre til høyere gjennomsnittlige lønnskostnader etter hvert som flere butikker åpnes. Forfatterne har tatt dette i betraktning og anslått en fremtidig lønnskostnad på 15.5%.

⁹² (Prospectus, 2014)

9.5.3 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader har gjennomsnittlig ligget på 14% av driftsinntektene i analyseperioden. Vi antar at dette kommer til å fortsette, og har derfor brukt 14% i fremtidsprognosen.

9.5.4 Arbeidskapital

Historisk har arbeidskapitalen gjennomsnittlig ligget på 15% av driftsinntekter. Vi antar at den vil fortsette å holde seg stabil, og har derfor valgt å bruke en arbeidskapital på 15% av driftsinntektene i fremtidsregnskapet.

9.5.5 Skattesats

XXL har uttalt at de ønsker å utvide videre ned i Europa, men ettersom dette ikke er 100% sikkert har vi valgt å basere skattekostnaden på de landene som de operer i per dags dato. Skattesatsen er 25% i Norge 2016, 22% i Sverige og 20% i Finland. Som tidligere nevnt har regjeringen uttalt at de ønsker å videre senke selskapsskatten til 22% innen 2018⁹³. Ettersom dette fremdeles ikke er vedtatt, har vi valgt å bruke den nåværende satsen på 25%. Etter hvert som Sverige og Finland blir en større del av den totale driftsinntekten vil den totale skattesatsen synke. Når XXL når steady state i 2023, vil skattesatsen ligge på 22%. Vi antar at den effektive skattesatsen er lik den nominelle skattesatsen.

Ved utregning av skattekostnad har det blitt trukket fra *netto finansposter* for å finne *ordinært resultat før skatt*. *Netto finansposter* har blitt vurdert til 100 000 kr hvert år basert på historiske tall. Summen har vært synkende de siste årene, og har derfor blitt vurdert til å være lavere enn det historiske gjennomsnittet i fremtidsprognosen.

Skattekostnad	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Skattekostnad	163	196	224	247	269	278	286	291
Skattesats	25.0%	24.2%	23.7%	23.0%	22.8%	22.0%	22.0%	22.0%

Tabell 27 Skattekostnad (MNOK)

9.5.6 Avskrivning og nedskrivning

Avskrivning og nedskrivning har historisk ligget stabilt på 1.5% av driftsinntektene. Vi tar forutsetning om at den kommer til å holde seg stabil i fremtidsprognosen.

9.5.7 Capital Expenditure (CAPEX)

I analyseperioden har CAPEX gjennomsnittlig ligget på 3.6% av driftsinntektene, men trenden viser at den synker etter hvert som driftsinntektene stiger. I perioder med stor vekst er det

⁹³ (Regjeringen.no, 2016)

naturlig at CAPEX er cirka dobbelt så stor som avskrivningene. Vi har derfor antatt at CAPEX kommer til være 3% av driftsinntektene frem til ekspansjonen avtar i 2022. Deretter vil den synke til 2%, ettersom de fleste investeringer på dette tidspunktet vil være knyttet til vedlikehold.

9.5.8 Vekst etter horisont

Fra og med år 2023 vokser kontantstrømmene med en konstant rate. Dette er den langsiktige vekstraten som skal reflektere XXL sin evige vekst. I teorien kan ikke et selskap vokse mer enn selve økonomien, dette setter en grense for selskapets potensielle vekst. I følge Damodaran skal man ikke bruke en vekstrate som er høyere enn den risikofrie renten benyttet i avkastningskravet⁹⁴. Vi har derfor valgt en langsiktig vekstrate på 1,57%.

9.6 PROGNOSE AV BUDSJETTERT REGNSKAP

På bakgrunn av forventet utvikling i driftsinntekter og kostnader uttreddes følgende forventede kontantstrømoppstilling for en 8 års periode. Markedsverdien av XXLs egenkapital blir utregnet ved å summere nåverdiene av de forventede kontantstrømmene.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekt	7 538 369	9 112 734	10 462 528	11 726 755	12 795 842	13 616 696	14 010 318	14 230 280
Vekst	16,21 %	20,88 %	14,81 %	12,08 %	9,12 %	6,42 %	2,89 %	1,57 %
Varekostnad	4 447 638	5 376 513	6 172 892	6 918 786	7 549 546	8 033 850	8 266 088	8 395 865
Gross profitt	3 090 731	3 736 221	4 289 637	4 807 970	5 246 295	5 582 845	5 744 230	5 834 415
Gross margin	41,00 %	41,00 %	41,00 %	41,00 %	41,00 %	41,00 %	41,00 %	41,00 %
Lønnskostnad	1 168 447	1 412 474	1 621 692	1 817 647	1 983 355	2 110 588	2 171 599	2 205 693
Andre driftskostnader	1 055 372	1 275 783	1 464 754	1 641 746	1 791 418	1 906 337	1 961 445	1 992 239
EBITDA	866 912	1 047 964	1 203 191	1 348 577	1 471 522	1 565 920	1 611 187	1 636 482
Avskrivning og nedskrivning	113 076	136 691	156 938	175 901	191 938	204 250	210 155	213 454
EBIT	753 837	911 273	1 046 253	1 172 676	1 279 584	1 361 670	1 401 032	1 423 028
Skatt	163 459	196 328	224 262	246 715	268 945	277 567	286 227	291 066
CAPEX	226 151	273 382	313 876	351 803	383 875	408 501	420 310	426 908
Endring i arbeidskapital	157 705	236 155	202 469	189 634	160 363	123 128	59 043	32 994
Avskrivning og nedskrivning	113 076	136 691	156 938	175 901	191 938	204 250	210 155	213 454
Fri kontantstrøm til total kapital	319 597	342 099	462 584	560 425	658 338	756 724	845 607	885 513
Diskonteringsfaktor	1,0625	1,1289	1,1995	1,2745	1,3542	1,4388	1,5287	1,6243
Nåverdi av Kontantstrøm	300 794	303 030	385 647	439 726	486 162	525 939	553 137	545 162

Tabell 28 Kontantstrømoppstilling. Tall presentert i tusen NOK.

⁹⁴ (Damodaran, 2006)

Gitt vår WACC er nåverdien av kontantstrømmene 3 540 MNOK og nåverdien til terminalverdien er 11 829 MNOK. Vi får en netto nåverdi av selskapet på 15 368 MNOK. Netto finansiell gjeld på 1 124 MNOK trekkes fra selskapsverdien. Vi får en egenkapitalverdi på 14 244 MNOK. Resultatet er oppsummert i tabellen under.

Verdi per aksje	
Total nåverdi frem til år 2023	3 540
Terminalverdi	19 214
Nåverdi av terminalverdi	11 829
Selskapsverdi	15 368
Netto finansiell gjeld	1 124
Verdi på egenkapital	14 244
Antall utestående aksjer	139
Verdi per aksje	103

Tabell 29 Verdi per aksje. Tall presentert i MNOK med unntak av antall utestående aksjer (millioner) og verdi per aksje (NOK).

9.7 AKSJEPRIS

Egenkapitalverdien dividert på antall aksjer gir en aksjeverdi per 01.01.2016 på 103 kr. Når vi justerer for verdsettelsestidspunktet 27.04.2016 får vi en aksjepris på 105 kroner.

$$103 * (1 + WACC)^{\frac{117}{365}} = \mathbf{105}$$

10 SCENARIOANALYSE

For å se hvordan endringer i driftsinntektene påvirker verdiestimatet foretar vi en scenarioanalyse. Vi tar for oss tre ulike scenarioer hvor vi endrer antall nye butikker og gross margin. De tre scenarioene er: base, best og worst case. I vår base case fikk vi en aksjepris på 105 NOK. Om vi kun hadde sett på base case scenarioet, forutsettes det at resultatet er normalfordelt. Vi mener denne forutsetningen ikke er tilfredsstillende. I presentasjonen av sportsbransjen ble det fastslått at landene XXL operer i, spesielt Norge, bruker relativt mye penger på sportsutstyr (figur 3). Ettersom det er lave inngangsbarrierer i bransjen antar vi at det mer sannsynlig at konkurransen i markedet blir sterkere, fremfor svakere. Derfor velger vi å vektlegge worst case tyngre enn best case. Vi vektlegger de ulike scenariene worst, base og best med henholdsvis 35%, 55% og 10%.

10.1 WORST CASE SCENARIO

Vi ser for oss en situasjon hvor aktørene i Sverige og Finland setter i gang aggressive tiltak for å bremse XXLs vekststrategi. I tillegg ser vi for oss at flere aktører kommer inn på markedet. Dette resulterer i en mer intens konkurransesituasjon som øker varekostnaden. Som et resultat åpner XXL færre butikker. I worst case scenariet åpnes det **25** butikker istedenfor **35**.

Siden XXL allerede har påbegynt arbeidet på 6 nye butikker i Norge, så reduserer vi antall nyåpninger i Norge med 2. For Finland og Sverige reduserer vi antall butikker med 1 for hvert år fra 2020 til 2017 fra vår base case, en samlet reduksjon på 8 nyåpninger. Totalt reduserer vi antall nyåpninger med 10. Vi velger å redusere antall butikker de senere årene siden vi har inntrykket av at konkurranseintensivitet vil øke på mellomlang sikt. Vi får følgende oversikt:

NYÅPNINGER	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Norge		6	0	0	0	0	0
Sverige		2	4	3	1	1	0
Finland		2	3	1	1	1	0
Totalt nye åpninger		10	7	4	2	2	0
Totalt antall butikker	52	62	69	73	75	77	77

Tabell 30 Nyåpninger worst case.

I tillegg til å redusere antall nyåpninger øker vi varekostnaden av driftsinntektene med et prosentpoeng, 60%. Tabell 31 viser kontantstrømmene for worst case scenarioet.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekt	7 538 369	9 112 734	10 250 310	11 064 332	11 742 065	12 239 205	12 455 828	12 651 384
Vekst	16,21 %	20,89 %	12,48 %	7,94 %	6,13 %	4,23%	1,78%	1,57%
Gross profitt	3 015 348	3 645 094	4 100 124	4 425 733	4 696 826	4 895 682	4 982 331	5 060 554
Gross margin	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %	40 %
EBITDA	791 529	956 837	1 076 283	1 161 755	1 232 917	1 285 117	1 307 862	1 328 395
Fri kontantstrøm til totalkapital	263 059	273 025	403 198	501 690	560 848	623 033	677 068	691 023
Nåverdi av Kontantstrøm	247 582	241 844	336 138	393 641	414 168	433 021	442 891	425 425

Tabell 31 Worst case scenario. Tall i tusen NOK.

Worst case scenarioet gir oss en aksjeverdi på 81 NOK. Dette estimatet er 23% lavere enn hva vi kom frem til i vår base case. Resultatet er oppsummert i tabellen under.

Verdi per aksje	
Total nåverdi frem til år 2023	2 935
Terminalverdi	14 994
Nåverdi av terminalverdi	9 231
Selskapsverdi	12 166
Netto finansiell gjeld	1 124
Verdi på egenkapital	11 042
Antall utestående aksjer	139
Verdi per aksje	80
Fremskjøvet til 27.04.2016	81

Tabell 32 Aksjepris worst case scenario. Tall presentert i MNOK, med unntak av antall utestående aksjer (millioner) og verdi per aksje (NOK).

10.2 BEST CASE SCENARIO

I vår best case ser vi for oss at nye aktører opplever den nåværende konkurransen som for intens og lite attraktiv, og derfor velger å ikke entre bransjen. Dette kan gi XXL spillerom til å utvide antall butikker over våre forventninger. XXL utnytter sine langvarige konkurransefortrinn; forhandlingsmakt og effektiv ledelse, som bidrar til lavere varekostnader. I vårt best case scenario antar vi en situasjon hvor vi følger ledelsens uttalelser om å forsøke å åpne 8-12 butikker hvert år. I best case scenarioet ser vi for oss at XXL åpner **45** butikker istedenfor **35**.

Vi legger til to nye butikker i Norge, en for 2017 og en for 2018. For Finland og Sverige legger vi til fire nye butikker for hvert av landene de fire første årene. Vi velger å legge til butikker de første årene siden ledelsen har uttalt at de ønsker å åpne mange butikker på kort til mellomlang sikt.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Norge		6	0	2	2	0	0	0
Sverige		2	5	5	3	3	1	0
Finland		2	4	3	3	3	1	0
Total antall nyåpninger		10	9	10	8	6	2	0
Total antall butikker	52	62	71	81	89	95	97	97

Tabell 33 Antall nyåpninger best case scenario

I tillegg til å øke antall nyåpninger reduserer vi varekostnaden av driftsinntektene med et prosentpoeng. Tabell 34 viser kontantstrømmene for best case scenarioet.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekt	7 538 369	9 235 860	10 936 375	12 663 220	14 135 057	15 146 075	15 572 506	15 816 994
Vekst	16,21%	22,52 %	18,41 %	15,79 %	11,62 %	7,15 %	2,82 %	1,57 %
Gross profitt	3 166 115	3 879 061	4 593 277	5 318 553	5 936 724	6 361 352	6 540 453	6 643 138
Gross margin	42 %	42 %	42 %	42 %	42 %	42 %	42 %	42 %
EBITDA	942 296	1 154 482	1 367 047	1 582 903	1 766 882	1 893 259	1 946 563	1 977 124
Fri kontantstrøm til totalkapital	376 135	401 124	522 467	646 600	790 348	942 689	1 060 569	1 105 170
Nåverdi av Kontantstrøm	354 005	355 314	435 570	507 342	583 646	655 189	693 750	680 393

Tabell 34 Best case scenario. Tall presentert i tusen NOK.

Best case scenarioet gir oss en aksjeverdi på 132 NOK. Dette estimatet er 26% høyere enn hva vi kom frem til i vår base case.

Verdi per aksje	
Total nåverdi frem til år 2023	4 265
Terminalverdi	23 980
Nåverdi av terminalverdi	14 763
Selskapsverdi	19 029
Netto finansiell gjeld	1 124
Verdi på egenkapital	17 905
Antall utestående aksjer	139
Verdi per aksje	129
Fremskjøvet til 27.04.2016	132

Tabell 35 Aksjepris best case scenario. Tall oppgitt i MNOK, med unntak av antall utestående aksjer (millioner) og verdi per aksje (NOK).

10.3 KONKLUSJON SCENARIOANALYSE

Scenarioanalysen gir oss en aksjepris i intervallet 81 til 132 NOK. Den vektete aksjeprisen blir 99 NOK.

Konklusjon scenarioanalyse	Forventet sannsynlighet	
	Pris	
Best	10 %	132
Base	55 %	105
Worst	35 %	81
Aksjepris		99

Tabell 36 Konklusjon scenarioanalyse

11 SENSITIVITETSANALYSE

Vi vil gjennomføre en sensitivitetsanalyse av **base case** for å belyse de forskjellige usikkerhetene i verdiestimatet. I analysen ser vi hvordan prisestimatet i base case påvirkes av endring i markedsrisikopremie, risikofri rente og betaen mens de andre faktorene holdes fast.

11.1 ENDRING I MARKEDSRISIKOPREMIE

Vi valgte å bruke en markedsrisikopremie på 5% på grunnlag av undersøkelsen «Risikopremien i det norske markedet», av PwC. Tabellen under viser hvordan verdiestimatet blir påvirket av forskjellige markedsrisikopremier, alt annet uendret.

Markedspremie	4	4,5	5	5,5	6
Verdiestimat av aksjeverdi	135	118	105	94	85
%-vis endring i estimat	29 %	13 %	0 %	-10 %	-19 %

Tabell 37 Endring i markedspremie. Aksjeverdi oppgitt i NOK. Endring oppgitt i % av base case aksjepris.

Vi ser at verdien på markedspremien har stor innvirkning på estimatet. Med en markedspremie på 4 istedenfor 5 endres estimatet med ca. 29%.

11.2 ENDRING I BETA

Vi valgte å finne egenkapitalbeta ved å ta i bruk komparative selskaper. Estimaten påvirkes i høy grad av valg av selskaper. Vi kan se at små endringer i beta-verdien har stor påvirkning på verdiestimatet. En 40% lavere beta endrer estimatet med ca. 76%.

%-vis endring i beta	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %
Verdiestimat av aksjeverdi	185	156	135	118	105	94	85	77	70
%-vis endring i estimat	76 %	49%	29 %	13 %	0 %	-10 %	-19 %	-27 %	-33%

Tabell 38 Endring i betaverdi. Aksjeverdi oppgitt i NOK. Endring oppgitt i % av base case aksjepris.

11.3 ENDRING I RISIKOFRI RENTE

Vi valgte en risikofri rente på grunnlag av norske statsobligasjoner som har en løpetid på 10 år. Det ga oss en risikofri rente på 1,57%. Tabellen under viser hvordan verdiestimatet endrer seg ved prosentvis redusering og økning av risikofri rente. Ved en økning på 40% av risikofri rente får vi et utslag på -14% endring i verdiestimatet. Endringer i risikofri rente har relativt liten påvirkning på verdiestimatet.

%-vis endring i risikofri rente	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %
Verdiestimat av aksjeverdi	123	118	114	109	105	101	97	94	91
%-vis endring i estimat	18 %	13 %	8 %	4 %	0%	-4%	-7%	-11 %	-14 %

Tabell 39 Endring i risikofri rente. Aksjeverdi oppgitt i NOK. Endring oppgitt i % av base case aksjepris.

12 KOMPARATIV VERDSETTELSE

I tillegg til den fundamentale verdsettelsen vil vi komplementere med en komparativ verdsettelse. Resultatet kan sammenlignes med den fundamentale verdsettelsen for å undersøke rimeligheten av antakelsene våre.

De komparative selskapene består i stor grad av store børsnoterte sportskjeder fra USA og England. Flere av selskapene er mye større i drift og er i en annen del av livssyklusen enn XXL. Vi anser likevel de valgte selskapene som de mest komparative. Tallene er hentet fra årsrapportene til selskapene, og fra Reuters.com. Av tidsmessige grunner har vi valgt å ikke omgruppere og normalisere regnskapet til de komparative selskapene i samme grad som for XXL. Dette vil senke kredibiliteten til estimatet vårt.

KOMPARATIVE SELSKAP	P/E	EV/EBITDA	P/S	P/B
Sports Direct	8.3	6.2	0.8	1.9
Dick Sporting Goods	15.8	6.3	0.6	2.6
Foot Locker	14.2	6.5	1.1	3.1
JD Sporting Goods	25.3	10.8	1.4	6.1
The Finish Line	16.4	6.3	0.5	1.6
Under Armour	67.7	44.8	3.8	13.0
Gjennomsnitt	24.6	13.5	1.3	4.7
Implisitt verdi XXL	76 NOK	70 NOK	63 NOK	115 NOK

Tabell 40 Komparative Selskap. Basert på tall fra Reuters.com. Verdsettelsen er gjort per 27.04.2016

Tabellen over viser den implisitte aksjeverdien til XXL ved bruk av de forskjellige multiplene. Verdien varierer fra 63 NOK til 115 NOK. Gitt aksjeprisen den 27.05.2016 på 97,5 NOK, ser vi at XXL aksjen handles med et stort premium i forhold til de komparative selskapene. Pristil-bok multiplikatoren skiller seg ut ved at den vurderer aksjeprisen høyere enn hva den er verdsatt til på Oslo børs. Av de komparative selskapene skiller Under Armour seg ut. Det har vesentlig høyere multipler enn de andre selskapene. Inkluderingen av Under Armour gjør at gjennomsnittet stiger drastisk. Vi har likevel konkludert med at det er forsvarlig å inkludere selskapet, ettersom det deler en del karakteristisk med XXL. Under Armour er, på samme måte som XXL, midt i en veldig ekspansiv strategi. Hvis vi sammenligner XXL sine multipler med de komparative selskapene ser vi at XXL er mest nærliggende Under Armour og JD Sporting Goods. JD Sporting Goods har også opplevd sterk vekst de siste årene.

MULTIPLER	P/E	EV/EBITDA	P/S	P/B
XXL	30.3	19.8	2.0	3.9

Tabell 41 Multipler XXL

De resterende selskapene i utvalget er etablerte selskaper som ikke forventer nevneverdig vekst i fremtiden. De forholdsvis lave multiplikatorene sammenlignet med XXL sine viser at store deler av verdien til XXL ligger i den forventede veksten. Aksjeprisen til XXL er altså svært avhengig av at den ekspansive strategien fortsetter og er vellykket.

Dette resultatet er i tråd med den fundamentale analysen vår, hvor store deler av verdien ligger i den forventede veksten.

13 SUPERPROFIT

Investert kapital i 2015 var på 4,49 MRD NOK. Vi har videre brukt de samme forutsetningene for arbeidskapital, avskrivninger og CAPEX forklart i del 10.2.4, 10.2.6 og 10.2.7 respektivt. Vi legger til CAPEX og endringer i arbeidskapital, før vi trekker fra avskrivninger. Dette gir oss endringen i investert kapital til neste år. Utrekningen er fremstilt i tabellen under.

Investert Kapital	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
CAPEX	226	273	314	352	384	408	421	429
ΔArbeidskapital	158	236	202	190	160	123	64	39
Avskrivning	113	137	157	176	192	204	211	215
Investert Kapital	4761	5 134	5 493	5 858	6 211	6 538	6 813	7067

Tabell 42 Investert Kapital. Tall oppgitt i MNOK.

Videre finner vi kapitalkostnaden ved å multiplisere investert kapital med avkastningskravet. Avkastningskravet ble beregnet i del 8.5 til å være 6,25%. Deretter finner vi superprofitt ved å trekke fra kapitalkostnaden fra driftsresultat etter skatt.

Superprofitt	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Kapitalkostnad	319	344	368	393	416	438	457	474
Driftsresultat	754	911	1046	1173	1279	1362	1404	1431
Skatt	163	196	224	247	269	278	287	293
Driftsresultat etter skatt	590	715	822	926	1011	1084	1117	1138
Superprofitt	271	371	454	533	594	646	661	664

Tabell 43 Superprofitt. Tall oppgitt i MNOK.

Videre har vi brukt samme metode for å beregne nåverdien av superprofitten og terminalverdien som ved diskonteringen av kontantstrømmene i del 10.3. Deretter legger vi til investert kapital 2016 for å finne selskapsverdien. Vi trekker fra netto finansiell gjeld for å finne egenkapitalverdien. Deretter deler vi egenkapitalverdien på antall utestående aksjer for å finne aksjeprisen. Dette gir oss en aksjepris på 106NOK, som vi fremskyver til 27.04.2016. Dette gir en pris på **108NOK**. Resultatet er oppsummert i tabellen under:

Superprofitt Verdsettelse	
Nåverdi budsjettperiode	3 046
Diskontert terminalverdi	8 301
Investert kapital 2016	4 490
Selskapsverdi	15 837
Netto finansiell gjeld	1 124
Egenkapitalverdi	14 713
Utestående aksjer	139
Aksjepris	106
Fremskjøvet til 27.04.2016	108

Tabell 44 Superprofitt Verdsettelse. Tall oppgitt i MNOK, med unntak av antall utestående aksjer (millioner) og verdi per aksje (NOK).

Vi har antatt at XXL vil generere superprofitt i hele prognoseperioden og i terminalleddet. Vi innser at dette er svært optimistisk ettersom bransjer med høye overskudd ofte vil tiltrekke seg flere konkurrenter. I analysen av konkurransesituasjonen, del 5.2, fastslo vi at det er middels til høy fare for inntrengere. Mye på grunn av de lave inngangsbarrierene i bransjen. Hvis XXL fortsetter å generere superprofitt er det sannsynlig at flere aktører vil komme inn i bransjen. Økt konkurranse vil ofte føre til at marginene blir presset ned, og dermed vil superprofitten minske.

I VRIO-analysen konkluderte vi med at XXL sin forhandlingsmakt ovenfor leverandører var en ikke-imiterbar ressurs. Forhandlingsmakten kan bli et viktig verktøy for å forhindre nyetableringer i bransjen. XXL sin forhandlingsmakt gjør dem i stand til å opprettholde de gode marginene og dermed kunne tilby lavere priser enn konkurrentene sine. Dette gjør dem i stand til å presse ut nye aktører. Dette er trolig en viktig grunn for at de har klart å generere superprofitt historisk, og man kan argumentere for at det gjør dem i stand til å opprettholde superprofitten i fremtiden. Videre avdekket VRIO-analysen at ledelsen er en kilde til varig konkurransefortrinn. Ledelsen har vist seg kapable til å tenke nytt, og håndterte den sterke konkurransen i Finland på strak arm.

Forhandlingsmakten og ledelsen til XXL gjør dem trolig i stand til å generere superprofitt i fremtiden. Vi tror likevel at superprofittverdsettelsen gir et noe optimistisk resultat.

14 KONKLUSJON

Formålet med denne oppgaven er å finne et verdiestimat på XXL ASA sine aksjer. Vi har beregnet aksjeprisen til å være 99 NOK. Den 27.04.2016 ble XXL aksjen omsatt for 97.5 NOK på Oslo børs. I følge vår verdsettelse er altså XXL aksjen noe underpriset.

En tommelfingerregel sier at man skal kjøpe/selge hvis verdiestimatet er høyere/lavere enn 10% av markedsprisen⁹⁵. Vårt verdiestimat er klart innenfor denne grensen, og vi gir derfor en hold-anbefaling på XXL ASA-aksjen.

(Knivsflå, 2016)

Litteraturliste

Litteratur

- Alexander, G. J., & Chervany, N. L. (1980). On the estimation and stability of beta. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15(01), 123-137.
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation : Security Analysis for Investment and Corporate Finance* (2nd ed. ed.). Hoboken, N.J: Wiley.
- Eklund, T., & Knutsen, K. (2011). *Regnskapsanalyse : aktiv bruk av regnskapet* (8. utg. ed.). Oslo: Gyldendal akademisk.
- Gerry Johnson , R. W., Kevan Scholes. (2011). *Exploring Strategy [Text and Cases]*: Prentice Hall.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2011). *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Revisorforeningen.no.
- Koller, T., Copeland, T. E., Wessels, D., Goedhart, M., Murrin, J., McKinsey, & Company. (2010). *Valuation : measuring and managing the value of companies* (5th ed. ed.). Hoboken, N.J: Wiley.
- Penman, S. H. (2007). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*: McGraw-Hill Higher Education.
- Porter, M. (2008). THE FIVE COMPETITIVE FORCES THAT SHAPE STRATEGY. *Harvard Business Review*, 86(1), 78-93.
- Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage : Creating and Sustaining Superior Performance*. New York: Free Press.

Internett

- e24.no. (2015). Nordmenn blir stadig mer pessimistiske til egen økonomi. Retrieved from <http://e24.no/privat/nordmenn-bli-stadig-mer-pessimistiske-til-egen-oekonomi/23440587>
- Finland, A. c. y. c. B. o. (2015). Norway Consumer Confidence Index; Sweden Consumer Confidence Indicator
- Consumer confidence indicator in euro area and Finland. Retrieved from <http://www.assetmacro.com/norway/consumer-confidence/> ; https://ycharts.com/indicators/sweden_consumer_confidence_indicator
- http://www.suomenpankki.fi/en/tilastot/indikaattorit/pages/tilastot_indikaattorit_kuluttajien_luottamusindikaattori_chrt_en.aspx
- folkhalsomyndighetene.se. (2015). Strategi för fysisk aktivitet. Retrieved from <https://www.folkhalsomyndigheten.se/nyheter-och-press/nyhetsarkiv/2015/september/strategi-for-fysisk-aktivitet-antagen/>
- Gjendem, C. S. (2015). XXL har kapret Norden - nå vil de invadere Alpene. Retrieved from <http://e24.no/boers-og-finans/xxl-har-erobret-norden-naa-vil-de-invadere-alpene/23493639>
- Glad, K. (2003). Eldrebølgen slår lenger inn over Europa enn Norge. Retrieved from <https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/eldrebolgen-slaar-lenger-inn-over-europa-enn-norge>
- Heyerdahl, G. E. A. o. S. (2015). Kutt gir historisk låg styringsrente. Retrieved from <http://www.nrk.no/norge/kutt-gir-historisk-lag-styringsrente-1.12569789>
- imf.org. (2015). List of Countries by Projected GDP. Retrieved from <http://statisticstimes.com/economy/countries-by-projected-gdp-capita-ppp.php>
- Kleppe, F. E. o. M. K. (2015). Har tjent én milliard per år i XXL. Retrieved from <http://www.dn.no/nyheter/finans/2015/09/09/1955/XXL/har-tjent-n-milliard-per-r-i-xxl>
- lovdata.no. (udatert). Kongruensprinsippet. https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56#KAPITTEL_4

- Nissen-Meyer, J. (2015). XXL-grunderen til E24: -Du må ikke være for glad i pengene dine. Retrieved from <http://e24.no/naeringsliv/xxl/xxl-gr-nderen-til-e24-du-maa-ikke-vaere-for-glad-i-pengene-dine/23307678>
- Norsk Kundebarometer. (2015). Retrieved from <https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/bransjeresultater-2015/>
- OECD. (2015a). Household accounts. Retrieved from <https://data.oecd.org/hha/household-disposable-income.htm#indicator-chart>
- OECD. (2015b). OECD Employment Outlook. Retrieved from <https://data.oecd.org/unemp/unemployment-rate.htm>
- oslobors.no. (udatert). Listestruktur og likviditetsinndeling. Retrieved from <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer/Oslo-Boers-og-Oslo-Axess/Listestruktur-og-likviditetsinndeling>
- Reuters.com (2016). Retrieved from <http://www.reuters.com> [27.04.2016]
- Regjeringen.no. (2014). Folkehelsemeldingen. Retrieved from <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld-st-34-20122013/id723818/?ch=1&q=>
- Shah, V. S. (2012). The Role of Fashion in Human Culture. Retrieved from <https://thoughteconomics.com/the-role-of-fashion-in-human-culture/>
- skatteverket.se. (2016). Arbetsgivaravgifter. Retrieved from <http://www.skatteverket.se/foretagorganisationer/arbetsgivare/socialavgifter/arbetsgivaravgifter.4.233f91f71260075abe8800020817.html>
- spratings.com. (2016). Understanding Ratings. Retrieved from http://www.spratings.com/en_US/understanding-ratings#firstPage
- ssb.no. (2015). Lavere selskapsskatt kan gi positive velferdseffekter. Retrieved from <http://ssb.no/forskning/offentlig-okonomi/skatt/lavere-selskapsskatt-kan-gi-positive-velferdseffekter>
- Stokke, O. P. B. (2015). Mener netthandel fra utlandet var enklere før 350-kronersgrensa. Retrieved from <http://www.dinside.no/933029/mener-netthandel-fra-utlandet-var-enklere-for-350-kronersgrensa>
- Theguardian.com. (2005). Fat to fit: how Finland did it. Retrieved from <http://www.theguardian.com/befit/story/0,15652,1385645,00.html>
- Tradingeconomics.com. (2015). Arbeidsledighet. Retrieved from <http://no.tradingeconomics.com>
- Tradingeconomics.com. (2016). Sverige - Bedriftens skattesats; Finland - Bedriftens skattesats. Retrieved from <http://no.tradingeconomics.com/sweden/corporate-tax-rate>; <http://no.tradingeconomics.com/finland/corporate-tax-rate>
- Worldbank.org. (Udatert). GDP per capita. Retrieved from <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.PP.CD>
- xxlasa. (Udatert-a). Our Business. Retrieved from <http://www.xxlasa.com/corporate/about/our-business/>
- xxlasa. (Udatert-b). Vision and values. Retrieved from <http://www.xxlasa.com/corporate/about/vision-values/>
- xxlasa. (Undated). History. Retrieved from <http://www.xxlasa.com/corporate/history/>

Lysarkpresentasjoner

Forelesningsnotater fra BUS440 av Knivsflå, K. H. (2016).

Rapporter

Annual Report XXL ASA 2015. (2016). Retrieved from xxlasa.com: <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2016/04/XXL-ASA-Annual-Report-2015.pdf>

- E-handel i Norden 2015*. (2015). Retrieved from Postnord.no: <http://www.postnord.no/nb/om-postnord/nyheter-og-presse/Sider/E-handel.aspx#tab2>
- Prospectus*. (2014). Retrieved from dnb.no: <https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/markets/emisjoner/2014/140923-xxl-prospectus.pdf>
- pwc.no. (2015). *Risikopremie i det norske markedet*. Retrieved from pwc.no: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/rapport/risikopremie-2015.pdf>
- Regjeringen.no. (2016). *Endringer i selskapsskatten*. Retrieved from https://www.regjeringen.no/contentassets/0e41c00a921245f282ba5781c1ad812f/faktaark_selskapsskatten.pdf
- Sport and Physical Activity*. (2014). Retrieved from http://ec.europa.eu/public_opinion/archives/ebs/ebs_412_en.pdf
- Sportsbransjen*. (2015). Retrieved from Sportsbransjen.no: <http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/76/pdf/Sportbransjen%202015%20oppsummert%20.pdf>
- Vaage, O. F. (2015). *Fritidsaktiviteter 1997-2014*. Retrieved from ssb.no: https://www.ssb.no/kultur-og-fritid/artikler-og-publikasjoner/_attachment/229040?ts=14d901926c8

Vedlegg

1. Omsetning sportsbransjen i Norge

År	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
XXL	291	470	496	608	729	946	1566	1859	2044	2381	2878	3335	3619
G-sport/Gmax	1757	1878	1905	2075	2336	2458	2495	2769	2821	2838	2829	2981	3211
Intersport	941	1050	1080	1188	1342	1339	1372	1648	1507	1321	1214	1037	1028
Stadion	383	427	456	527	571	600	670	767	787	807	801	943	958
MX Sport	566	604	630	658	731	853	929	967	932	903	862	840	831
Sport 1	1183	1253	1267	1311	1320	1426	1836	1907	1858	1921	1955	2048	2295
Coop	335	384	379	429	437	447	486	545	488	500	510	827	859
Andre	1092	1070	1095	1254	1611	1663	1447	1046	1044	1067	1093	1195	1281
Totalt	6548	7136	7308	8050	9077	9732	10801	11508	11481	11738	12142	13208	14082
Vekst		9 %	2 %	10 %	13 %	7 %	11 %	7 %	0 %	2 %	3 %	9 %	7 %

Figur 24 Total omsetning sportsbransjen, Norge (MNOK ekskl. mva.). Kilde: Sportsbransjen

2. Markedsandeler, Norge

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
XXL	4 %	7 %	7 %	8 %	8 %	10 %	15 %	16 %	18 %	20 %	24 %	25 %	26 %
G-sport/Gmax	27 %	26 %	26 %	26 %	26 %	25 %	23 %	24 %	25 %	24 %	23 %	23 %	23 %
Sport 1	18 %	18 %	17 %	16 %	15 %	15 %	17 %	17 %	16 %	17 %	16 %	16 %	16 %
Intersport	14 %	15 %	15 %	15 %	15 %	14 %	13 %	14 %	13 %	11 %	10 %	8 %	7 %
MX-sport	9 %	9 %	9 %	8 %	8 %	9 %	9 %	8 %	8 %	8 %	7 %	6 %	6 %
stadion	6 %	6 %	6 %	7 %	6 %	6 %	6 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %
coop	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	4 %	4 %	4 %	6 %	6 %
Andre	17 %	15 %	15 %	16 %	16 %	17 %	13 %	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %

Figur 25 Markedsandeler, Norge. Kilde: Sportsbransjen

3. Omsetning sportsbransjen i Sverige

År	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
XXL								145	596	815	1 280	1 668	2 035
Stadium AB	3 277	3 436	3 498	3 706	4 064	4 133	4 432	4 735	4 600	3 744	3 855	3 949	4 080
Intersport Sverige	3 178	3 236	3 094	3 000	3 315	3 600	3 900	4 338	4 173	3 386	3 224	3 256	3 330
Team Sportia*	1 718	1 891	1 912	2 010	2 184	2 220	2 360	2 600	2 700	2 730	3 136	2 928	1 958
Just4Sport			100	187	260	325	338	413	460	465	462	300	
Naturkompaniet		171	187	225	274	292	363	449	406	441	425	443	499
Sportringen	485	342	270	275	300	345	415	360	370	400	520	573	1 300
Dormy				117	143	143	218	209	232	256	292	368	409
Golf Store Group	260	255	297	297	310	330	321	315	310	305	280	299	320
Löplabbet	64	80	84	100	109	130	142	173	168	130	120	111	100
Sportson										205	215	235	246
Total				12 800	13 600	14 000	15 360	16 400	16 160	17 640	17 640	17 920	
Total kjeder	8 982	9 411	9 442	9 917	10 959	11 518	12 489	13 737	14 015	12 877	13 809	14 130	14 277
Andre (implisett)				2 883	2 641	2 482	2 871	2 663	2 145	4 763	3 831	3 790	
Total	8 982	9 411	9 442	12 800	13 600	14 000	15 360	16 400	16 160	17 640	17 640	17 920	
Vekst					6,3 %	2,9 %	9,7 %	6,8 %	-1,5 %	9,2 %	0,0 %	1,6 %	
Total i NOK				11 139	11 787	11 967	12 631	13 779	13 948	15 158	15 915	16 458	

Figur 26 Total omsetning i sportsbransjen, Sverige (SEK millioner ekskl. mva.). Kilde: Sportfack

4. Markedsandeler, Sverige

År	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
XXL								1 %	4 %	6 %	10 %	13 %	14 %
Stadium AB	36 %	37 %	37 %	37 %	37 %	36 %	35 %	34 %	33 %	30 %	31 %	31 %	29 %
Intersport Sverige	35 %	34 %	33 %	30 %	30 %	31 %	31 %	32 %	30 %	27 %	26 %	25 %	24 %
Team Sportia	19 %	20 %	20 %	20 %	20 %	19 %	19 %	19 %	19 %	22 %	17 %	15 %	14 %
Just4Sport	0 %	0 %	1 %	2 %	2 %	3 %	3 %	3 %	3 %	4 %	4 %	2 %	0 %
Naturkompaniet	0 %	2 %	2 %	2 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	4 %
Sportringen	5 %	4 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	4 %	4 %	9 %
Dormy	0 %	0 %	0 %	1 %	1 %	1 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	3 %	3 %
Golf Store Group	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
Löplabbet	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %
Sportson	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	2 %	2 %	2 %	2 %

Figur 27 Kjedenes markedsandeler (ekskl. andre selvstendige aktører), Sverige. Kilde: Sportfack

5. Omsetning sportsbransjen i Finland

År	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Intersport - Budget Sport Kesport	217,8	242,8	247,0	257,0	274,1	289,4	305,9	320,5	305,1	339,5	340,0	315,0	316,4
Prisma	53,5	62,6	66,7	72,0	79,3	92,0	112,5	128,0	134,4	145,3	183,3	163,9	153,6
Sportia	75,1	59,0	59,6	54,3	62,0	67,4	73,7	78,2	73,1	78,4	72,9	65,2	60,9
Citymarket	81,7	88,3	58,6	58,6	59,8	63,0	61,8	62,8	71,9	74,6	66,8	60,0	35,0
Top-sport	34,8	37,0	39,9	44,1	47,6	46,3	52,1	50,0	44,0	42,1	35,8	47,0	32,9
Stadium	17,3	20,0	21,4	24,7	24,7	32,6	39,3	47,0	62,1	73,7	94,2	111,0	117,5
Stockmann	22,8	23,3	25,0	26,1	27,2	26,2	24,4	27,9	25,6	26,9	27,2	24,5	
Sport In	18,5	19,0	19,0	21,0	23,1	23,1	24,2	24,2	17,0	18,0	16,0	15,0	13,2
Elmo Sport	23,0	25,1	25,6	19,6	17,1	17,5	17,5	18,2	17,9	17,3	15,2	13,9	
XXL												43,4	114,3
Mindre kjeder	36,9	52,0	53,8	58,1	65,7	47,4	30,4	28,4	46,0	48,6	51,3	50,5	51,2
Andre	249,0	250,0	255,0	275,0	275,0	304,3	317,4	330,7	296,8	315,0	310,8	320,2	343,8
Totalt inkl. Mva.	830,4	879,1	871,6	910,5	963,5	1 014,8	1 059,1	1 115,9	1 093,9	1 179,4	1 213,5	1 229,6	1 238,8
Estimert Mva.	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %	24 %	24 %	24 %
Totalt ekskl. Mva.	675	715	709	740	783	825	861	907	889	959	979	1 000	1 000
Vekst		6 %	-1 %	4 %	6 %	5 %	4 %	5 %	-2 %	8 %	2 %	2 %	0 %
Totalt i NOK	5 403	5 983	5 674	5 959	6 278	6 781	7 516	7 264	6 930	7 167	7 642	8 351	8 950
Gjnsn. NOK/EUR årskurs	8,00	8,37	8,01	8,05	8,02	8,22	8,73	8,01	7,79	7,47	7,81	8,35	8,95

Tabell 45 Total omsetning sportsbransjen, Finland (EUR millioner). Kilde: Sporttimyyjä

6. Markedsandeler, Finland

År	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Intersport - Budget Sport Kesport	26 %	28 %	28 %	28 %	28 %	29 %	29 %	29 %	28 %	29 %	28 %	26 %	26 %
Prisma	6 %	7 %	8 %	8 %	8 %	9 %	11 %	11 %	12 %	12 %	15 %	13 %	12 %
Sportia	9 %	7 %	7 %	6 %	6 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	6 %	5 %	5 %
Citymarket. Antilla	10 %	10 %	7 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	7 %	6 %	6 %	5 %	3 %
Stadium	2 %	2 %	2 %	3 %	3 %	3 %	4 %	4 %	6 %	6 %	8 %	9 %	9 %
Top-sport	4 %	4 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	4 %	4 %	4 %	3 %	4 %	3 %
Stockmann	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	2 %	3 %	2 %	2 %	2 %	2 %	
Sport In	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	1 %	1 %	1 %
Elmo Sport	3 %	3 %	3 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	1 %	1 %	1 %	
XXL											0 %	4 %	9 %
Mindre kjeder	4 %	6 %	6 %	6 %	7 %	5 %	3 %	3 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %
Andre	30 %	28 %	29 %	30 %	29 %	30 %	30 %	30 %	27 %	27 %	26 %	26 %	28 %

Tabell 46 Markedsandeler, Finland. Kilde: Sporttimyyjä

7. Aktivitetsnivå blant eldre i Norge

55-66 år	Aldri	Sjeldnere enn hver mnd.	1-2 ganger i mnd.	1 gang i uka	2 ganger i uka	3-4 ganger i uka	Omtrent daglig
2001	18	7	11	14	20	17	14
2004	12	8	8	14	20	21	17
2007	9	7	9	15	20	21	19
2013	6	4	6	10	25	26	23
67-79 år	Aldri	Sjeldnere enn hver mnd.	1-2 ganger i mnd.	1 gang i uka	2 ganger i uka	3-4 ganger i uka	Omtrent daglig
2001	32	7	4	15	11	15	16
2004	18	6	6	12	16	20	20
2007	17	6	7	10	18	18	24
2013	10	5	5	10	20	25	25

Tabell 47 Aktivitetsnivå for aldersgruppene 55-66 og 67-79(%), Norge. Kilde: SSB

8. Utdannelse og fysisk aktivitet

	Aldri	Sjeldnere enn hver mnd.	1-2 ganger i mnd.	1 gang i uka	2 ganger i uka	3-4 ganger i uka	Omtrent daglig	Antall svar
Grunnskole	9	6	7	10	20	26	22	1171
Videregående skole	5	5	7	11	23	29	20	2435
Universitetsutdanning, kort	3	3	6	9	26	33	20	1586
Universitetsutdanning, lang	1	3	5	11	23	38	18	619

Tabell 48 Fysisk aktivitet etter utdanning (%), Norge 2013. Universitetsutdanning, kort, viser til en utdanning med samlet varighet på 13-16 år. Mens Universitetsutdanning, lang, viser til en utdanning med samlet varighet på mer enn 16 år. Kilde: SSB

9. Kredittrisikopremie gitt ved syntetisk rating

Rating	Lang KRP etter skatt
AAA	0,006
AA	0,008
A	0,010
BBB	0,014
BB	0,031
B	0,044
CCC	0,083
CC	0,149
C	0,214
D	0,280

Tabell 49 Kredittrisikopremie gitt ved syntetisk rating. Kilde: Knivsfå

10. Beregning av fremtidige driftsinntekter fra nyåpninger

Vi bruker samme metode ved beregning av fremtidige driftsinntekter for nyåpninger i de to alternative scenarioene som i base case.

For å få en pekepinn på hvor mye de nye butikkene vil øke konsernets driftsinntekter finner vi først gjennomsnittlig omsetning i 2015 for hver butikk. Dette gir en gjennomsnittlig omsetning per butikk på **154, 111** og **138** MNOK henholdsvis for Norge, Sverige og Finland. Vi valgte å nedjustere forventet omsetning for nyåpning i Finland med 15% og vi får **117** MNOK.

For å ta hensyn til at butikkene åpnes på forskjellige tidspunkt gjennom hele året, har vi valgt å forenkle utregningen ved å forutsette at butikkene starter å generere inntekter midt i året. Estimater har blitt utregnet ved følgende formel:

$$\frac{(\text{Antall nyåpninger}_t * \text{Gjennomsnittlig omsetning 2015} * (1 + \text{Forventet bransjevekst})^t}{2}$$

$t = \text{periode}$

På denne måten får vi en pekepinn på hva nyåpningen vil generere av inntekter samme år butikken åpnes, se tabell.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Periode	t=1	t=2	t=3	t=4	t=5	t=6	t=7
Norge	475 597	0	84 094	86 616	0	0	0
Sverige	115 295	240 506	250 848	130 817	136 442	71 155	0
Finland	121 351	188 999	130 825	135 835	141 038	73 220	0
Total	712 244	429 505	465 766	353 269	277 480	144 374	0

Tabell 50 Halvårsomsetning nye butikker. Tall oppgitt i tusen NOK.

Det påfølgende året etter åpningen vil butikkene generere inntekter etter følgende formel:

$$(\text{Antall nyåpninger}_{t-1} * \text{Forventet omsetning}_{t-1}) * (1 + \text{LFL vekst}_t)$$

Vi finner forventet omsetning ved følgende formel:

$$\text{Forventet omsetning}_t = \text{Gjennomsnittlig omsetning 2015} * (1 + \text{Forventet bransjevekst})^t$$

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Periode	t=1	t=2	t=3	t=4	t=5	t=6	t=7	t=8
Norge	-	991 145	1 030 791	1 240 942	1 456 600	1 493 015	1 516 455	1 540 264
Sverige	-	243 965	772 100	1 337 486	1 671 080	2 027 555	2 237 130	2 272 253
Finland	-	259 935	676 208	980 061	1 299 673	1 633 947	1 808 338	1 836 729
Totalt	-	1 495 044	2 479 099	3 558 489	4 427 353	5 154 517	5 561 924	5 649 246

Tabell 51 Helårsomsetning nyåpninger. Tall oppgitt i tusen NOK.

11. Rapportert balanse

BALANSEREGNSKAP	2011	2012	2013	2014	2015
EIENDELER					
Immaterielle eiendeler					
Konseptutvikling	200485	190094	190000	191000	191000
egenutviklet programvare	1983	1747	15000	20000	24000
Programvare	8049	7960	9000	10000	10000
Utsatt skattefordel	1676	0	0	0	
Goodwill	2733969	2733969	2734000	2734000	2734000
Sum immaterielle eiendeler	2946163	2933770	2948000	2955000	2959000
Varige driftmidler					
Anlegg under utførelse	0	25039	6000	3000	8000
Maskiner og driftsløsøre	71501	60965	60000	57000	54000
Tomt, bygning	8738	8371	9000	8000	8000
Transportmidler	468	252	1000	1000	1000
Bygningsfast innredning	147944	230561	338000	404000	499000
Sum varige driftmidler	228651	325188	413000	474000	569000
Finansielle anleggsmidler					
Lån til tilknyttet selskap	5640	5221	4000	0	
Andre investeringer	30	30	0	0	
Sum finansielle anleggsmidler	2511198	2634415	2707000	1097000	
Sum anleggsmidler	3180483	3264210	3365000	3429000	3529000
Omløpsmidler					
Varer	632794	778246	1073000	1397000	1928000
Sum varer	632794	778246	1073000	1397000	1928000
Fordringer				0	
Kundefordringer	181919	207597	152000	93000	78000
Andre fordringer	3143	29543	74000	192000	217000
Sum fordringer	185063	237140	227000	284000	295000
Bankinnskudd, kontanter og lignende					
Bankinnskudd, kontanter o.l.	128272	56932	170000	222000	87000
Sum bankinnskudd, kontanter og lignende	128272	56932	170000	222000	87000
Sum omløpsmidler	946128	1072318	1469000	1904000	2310000
SUM EIENDELER	4126612	4336528	4834000	5333000	5839000
BALANSEREGNSKAP	2011	2012	2013	2014	2015
EGENKAPITAL OG GJELD					
Egenkapital					
Innskutt egenkapital					
Aksjekapital	109445	109445	109000	55000	48000
Overkursfond	986238	986238	986000	2834000	2838000
Sum innskutt egenkapital	1095683	1095683	1096000	2890000	2886000
Opptjent egenkapital					
Annen egenkapital	-107499	-48182	78000	330000	480000
Sum opptjent egenkapital	-107499	-48182	78000	330000	480000
Sum egenkapital	988184	1047501	1173000	3219000	3366000
Langsiktig gjeld					
Utsatt skatt	39911	37364	41000	52000	61000
Sum avsetning for forpliktelser	39911	37364	41000	52000	61000
Annen langsiktig gjeld					
Øvrig langsiktig gjeld	1132128	1117421	1038000	1097000	1116000
Øvrig langsiktig gjeld i konsernet	1379070	1516994	1669000	0	0
Sum annen langsiktig gjeld	2511198	2634415	2707000	1097000	1116000
Total langsiktig gjeld	2551109	2671778	2747000	1149000	1177000
Kortsiktig gjeld					
Leverandørgjeld	297604	267839	415000	455000	578000
Kortsiktig gjeld	55000	71667	139000	6000	8000
Derivater	12366	12130	4000	0	0
Betalbar skatt	17489	25283	48000	75000	193000
Skyldig offentlige avgifter	78730	94268	120000	185000	228000
Annen kortsiktig gjeld	126131	146062	188000	245000	289000
Sum kortsiktig gjeld	587319	617249	913000	966000	1295000
Sum gjeld	3138428	3289028	3661000	2114000	2473000
Sum egenkapital og gjeld	4126612	4336528	4834000	5333000	5839000

Tabell 52 Rapportert balanse XXL

12. Rapportert resultatregnskap XXL ASA

RESULTATREGNSKAP	2011	2012	2013	2014	2015
Inntekter					
Sum salgsinntekter	2466342	3102223	4008421	5212000	6486000
Andre driftsinntekter	4611	4942	1806	3000	1000
Sum driftsinntekter	2470952	3107165	4010227	5215000	6487000
Driftskostnader					
Vareforbruk	1463281	1854812	2399497	3083000	3908000
Lønnskostnader	351615	449829	606318	799000	991000
Ordinære avskrivninger	35687	46201	58967	80000	91000
Andre driftskostnader	331494	433589	544498	732000	863000
Sum driftskostnader	2182077	2784431	3609280	4694000	5853000
Driftsresultat	288875	322734	400947	521000	634000
Finansinntekter					
Renteinntekter	1324	6064	3168	8000	1000
Andre finansinntekter	9524	5077	39118	93000	141000
Sum finansinntekter	10848	11141	42286	101000	142000
Rentekostnader	227601	240889	249170	194000	49000
Andre finanskostnader	20655	10736	17970	88000	121000
Sum finanskostnader	248256	251625	267140	283000	170000
Netto finansposter	-237408	-240484	-224854	-182000	-28000
Ordinært resultat før skatt	51467	83893	176093	339000	606000
Årets skattekostnad	13915	22551	51000	77000	1790000
Ordinært resultat	37552	61342	125093	262000	427000
(Annet fullstending resultat)					
Renteendringer i valutakurs	138	-243	910	0	0
Sum annet fullstendig resultat for året	37691	61099	126003	262000	427000

Tabell 53 Rapportert resultatregnskap XXL

