

Verdsettelse av XXL ASA

Masteroppgave i anvendt finans, våren 2017



Tonje Madsen Liland og Janne Kydland Gramstad

Det samfunnsvitenskapelige fakultet

Universitet i Stavanger

Veileder: Marius Sikveland





Universitetet
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,
HANDELSHØGSKOLEN VED UIS**

MASTEROPPGAVE

STUDIEPROGRAM:

Master i økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
SPESIALISERINGSRETNING:

Anvendt finans

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

TITTEL: Verdsettelse av XXL ASA

ENGELSK TITTEL: Valuation of XXL ASA

FORFATTER(E)

VEILEDER: Marius Sikveland

Kandidatnummer:

204535

.....

235202

.....

Navn:

Tonje Madsen Liland

.....

Janne Kydland Gramstad

.....

SAMMENDRAG

I denne masteroppgaven har det blitt foretatt en verdsettelse av XXL ASA, med det formål å beregne verdien av egenkapitalen til XXL, samt den tilhørende aksjeprisen per 31.12.16. Vi har lagt hovedvekt på den fundamentale verdsettelsen, men har også valgt å supplere med en komparativ verdsettelse i form av multiplikatormetoden. Verdsettelsen er basert på offentlig tilgjengelig informasjon, og er derfor utført fra et investororientert perspektiv.

I første del av oppgaven presenteres både bransje og selskap, deretter gis det en kort introduksjon til ulike verdsettelsesmetoder og begrunnelse for valg av metode. Vi gjennomførte en strategisk analyse med formål om å kartlegge selskapets styrker og svakheter i den interne analysen, samt muligheter og trusler i den eksterne analysen. Analysene avdekket blant annet at økt fokus på helse og trening, i kombinasjon med økt interesse for merkevarer, er ventet å gi en veldig positiv effekt for selskapet i prognoseperioden.

Videre gjennomførte vi en regnskapsanalyse hvor vi omgrupperte og analyserte regnskapet til XXL, samt et utvalg komparative selskaper. I risikoanalysen avdekket vi at XXL har relativt god likviditet og soliditet. XXL har også hatt en strategisk fordel gjennom hele analyseperioden, og genererte i perioden en superrentabilitet til egenkapitalen på 4,24 %. Den strategiske fordelene består i all hovedsak av en driftsfordel, som i stor grad er et resultat av en bransjefordel, og videre en gearingfordel fra drift. Fordelen er støttet opp av funnene våre fra den strategiske analysen, hvor vi fant at sportsbransjen er en attraktiv bransje.

Avkastningskravet ble så estimert, og våre beregninger ga oss en WACC på 6,27 %. På bakgrunn av informasjonen fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen, utarbeidet vi et fremtidsregnskap for perioden 2017 til 2026. Ved å anvende selskapskapitalmetoden beregnet vi egenkapitalverdien per 31.12.16 til å være 15 316 457 TNOK, som tilsvarer en aksjepris på 111 NOK per aksje. Dette er vesentlig lavere enn børskursen per 31.12.16 på 98 NOK. Den fundamentale verdsettelsen viste at XXL-aksjen er noe underpriset, og dannet grunnlaget for en *kjøpsanbefaling*.

Enhver verdsettelse innebærer usikkerhet ettersom den beror på skjønnsmessige vurderinger. Gjennom en sensitivitetsanalyse avdekket vi at små endringer i driverne ga betydelige utslag

på verdiestimatet. Særlig sensitivt er det overfor endringer i markedets risikopremie og beta. Vår verdsettelse viser dermed bare *et verdiestimat*, blant flere mulige. Vi anser likevel verdiestimatet vårt for å være realistisk.

FORORD

Denne masteroppgaven markerer avslutningen på et toårig masterstudie i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Stavanger. Oppgavens omfang er på 30 studiepoeng og er skrevet våren 2017.

Temaet for vår masteroppgave er verdsettelse av et børsnotert selskap, og valg av verdsettelsesobjekt falt på XXL ASA. Med spesialisering innen anvendt finans og et ønske om fremtidig karriere innen regnskap og/eller revisjon, var det naturlig å velge verdsettelse som tema for oppgaven. Gjennom en slik oppgave får vi kombinert vår interesse for og kunnskap fra fagområder som regnskap og finans, så vel som strategi og ledelse. XXL er et interessant selskap som, til tross for å være relativt ungt, har opplevd en enorm vekst i både inn- og utland siden oppstart i 2001. Det er også et selskap vi begge har kjennskap til gjennom et godt renommé og synlighet i media.

Arbeidet med masteroppgaven har både vært utfordrende og tidkrevende, men også svært lærerikt. Læringskurven har vært bratt, og vi har blitt utfordret på kunnskapen vi allerede besitter, samtidig som vi har tilegnet oss nye inntrykk og erfaringer som vi tror vil komme godt med senere i livet. Store deler av rammeverket vi har benyttet i oppgaven er hentet fra kurset BUS440 Regnskapsanalyse og verdsettelse ved Norges Handelshøyskole. Takk til kursansvarlig Kjell Henry Knivsflå for tilgang på forelesningsnotater.

Avslutningsvis vil vi gjerne takke vår veileder Marius Sikveland som har besvart våre spørsmål og kommet med konstruktive tilbakemeldinger. En stor takk rettes også til Lars Atle Kjøde som alltid har vært tilgjengelig for en prat på kontoret, og gitt oss nyttige råd og innspill i skriveprosessen. Sist, men ikke minst, vil vi takke våre nære og kjære som har bidratt med god støtte og oppmuntring i denne perioden.

Stavanger, juni 2017

Tonje Madsen Liland

Janne Kydland Gramstad

INNHOLDSFORTEGNELSE

1.	INNLEDNING	1
1.1	MOTIVASJON	1
1.2	PROBLEMSTILLING	2
1.3	AVGRENSNINGER.....	2
1.4	STRUKTUR.....	3
2.	PRESENTASJON AV BRANSJE OG SELSKAP	4
2.1	PRESENTASJON AV BRANSJE.....	4
2.1.1	<i>Sportsbransjen</i>	4
2.1.1.1	Norge.....	5
2.1.1.2	Sverige.....	9
2.1.1.3	Finland.....	11
2.2	PRESENTASJON AV SELSKAP	13
2.2.1	<i>Historie</i>	13
2.2.2	<i>XXL i dag</i>	14
2.2.3	<i>Forretningsidé</i>	16
3.	VERDSETTELSESTEORI	19
3.1	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	19
3.1.1	<i>Metoder innenfor fundamental verdsettelse</i>	20
3.1.1.1	Fri kontantstrøm til drift.....	20
3.2	KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	21
3.2.1	<i>Multiplikatormetoden</i>	22
3.2.2	<i>Substansverdimetoden</i>	23
3.3	OPSJONSBASERT VERDSETTELSE	24
3.4	VALG AV METODE	24
3.5	RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	26
4.	STRATEGISK ANALYSE	27
4.1	EKSTERN ANALYSE.....	27
4.1.1	<i>PESTEL</i>	27
4.1.1.1	Politiske forhold	28
4.1.1.2	Økonomiske forhold.....	30
4.1.1.3	Sosiale forhold.....	34
4.1.1.4	Teknologiske forhold.....	37
4.1.1.5	Miljømessige forhold.....	40
4.1.1.6	Legale forhold.....	41
4.1.1.7	Oppsummering av PESTEL.....	42
4.1.2	<i>Porters fem krefter</i>	43
4.1.2.1	Trussel fra nye inntrengere	43
4.1.2.2	Kundenes forhandlingsmakt	45
4.1.2.3	Trussel fra substitutter	46
4.1.2.4	Leverandørens forhandlingsmakt	47
4.1.2.5	Trussel fra intern rivalisering.....	48
4.1.2.6	Oppsummering Porters fem krefter.....	50
4.2	INTERN ANALYSE.....	51
4.2.1	<i>VRIO</i>	51
4.2.1.1	Big Box-konseptet	51
4.2.1.2	Innkjøp og logistikk.....	52
4.2.1.3	Merkevare	53
4.2.1.4	Ansatte	55
4.2.1.5	Ledelse	56
4.2.1.6	Oppsummering av VRIO	57
4.2	SWOT	58

5.	REGNSKAPSANALYSE.....	60
5.1	RAMMEVERK FOR REGNSKAPSANALYSE	60
5.1.1	<i>Analyseperspektiv.....</i>	<i>61</i>
5.1.2	<i>Valg av analysenivå.....</i>	<i>61</i>
5.1.3	<i>Valg av analyseperiode.....</i>	<i>61</i>
5.1.4	<i>Valg av komparative selskaper.....</i>	<i>62</i>
5.2	PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL OG TRAILING	63
5.3	OMGRUPPERING FOR ANALYSE.....	66
5.3.1	<i>Omgruppering av resultatregnskapet</i>	<i>66</i>
	Steg 1: Identifisere det fullstendige nettoresultatet	66
	Steg 2: Fordele det fullstendige nettoresultatet slik at alle kapitaler i balansen får sitt resultat før skatt.....	67
	Steg 3: Identifisere normale og unormale poster i drift, finans og skatt.....	68
	Steg 4: Fordele skattekostnaden på alle resultatene	71
5.3.2	<i>Omgruppering av balansen</i>	<i>74</i>
	Steg 1: "Reklassifisere" eventuelt avsatt utbytte til egenkapital, ikke gjeld	75
	Steg 2: Klargjøre hva som er drift og finansiering i totalbalansen.....	75
	Steg 3: Omgruppere totalbalanse til sysselsatt kapital	79
	Steg 4: Omgruppere sysselsatt kapital til netto driftskapital	80
5.4	ANALYSE OG JUSTERING AV MÅLEFEIL.....	81
5.5	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLSANALYSE	82
5.5.1	<i>Verdivekting.....</i>	<i>82</i>
5.5.2	<i>Tidsvekting.....</i>	<i>82</i>
6.	FORHOLDSTALLSANALYSE	83
6.1	ANALYSE AV RISIKO	83
6.1.1	<i>Likviditet – kortsiktig risiko</i>	<i>83</i>
6.1.1.1	Likviditetsgrad 1	83
6.1.1.2	Likviditetsgrad 2	85
6.1.1.3	Rentedekningsgrad	86
6.1.2	<i>Soliditet – langsiktig risiko</i>	<i>87</i>
6.1.2.1	Egenkapitalandel.....	88
6.1.2.2	Netto driftsrentabilitet.....	89
6.1.3	<i>Syntetisk rating.....</i>	<i>90</i>
7.	AVKASTNINGSKRAV	92
7.1	PRESENTASJON AV KOMPARATIVE SELSKAPER	92
7.2	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN.....	93
7.2.1	<i>Risikofri rente.....</i>	<i>94</i>
7.2.2	<i>Markedets risikopremie.....</i>	<i>95</i>
7.2.3	<i>Beta</i>	<i>95</i>
7.2.3.1	Regresjonsanalyse.....	96
7.2.3.2	Fundamental analyse (bottom up-beta)	97
7.2.3.3	Damodarans globale industribeta	99
7.2.4	<i>Likviditetspremie.....</i>	<i>99</i>
7.2.5	<i>Utregning av avkastningskrav</i>	<i>100</i>
7.3	AVKASTNINGSKRAV TIL FINANSIELL GJELD.....	100
7.4	AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL.....	101
8.	ANALYSE AV LØNNSOMHET OG STRATEGISK FORDEL.....	102
8.1	SUPERRENTABILITET	103
8.2	FINANSIERINGSFORDEL	105
8.3	DRIFTSFORDEL	106
8.3.1	<i>Bransjefordel (drift)</i>	<i>107</i>
8.3.2	<i>Ressursfordel (drift)</i>	<i>107</i>
8.3.2.1	Marginfordel	109
8.3.2.2	Omløpsfordel	110
8.3.3	<i>Gearingfordel (drift).....</i>	<i>111</i>

8.3.4	Oppsummering av driftsfordel.....	112
8.4	STRATEGISK FORDEL.....	112
8.5	OPPSUMMERING AV LØNNSOMHETSANALYSE.....	113
9.	FREMTIDSREGNSKAP.....	114
9.1	VALG AV BUDSJETTHORISONT.....	114
9.2	FORVENTNINGER TIL FREMTIDEN.....	115
9.3	DRIFTSINTEKTER.....	116
9.4	KOSTNADER.....	117
9.4.1	Varekostnader.....	117
9.4.2	Lønnskostnader.....	118
9.4.3	Andre driftskostnader.....	118
9.4.4	Arbeidskapital.....	118
9.4.5	Avskrivninger og nedskrivninger.....	118
9.4.6	Skattesats.....	118
9.4.7	Capital expenditure (CAPEX).....	119
9.4	VEKST ETTER HORISONT.....	119
9.5	PRESENTASJON AV FREMTIDSREGNSKAP.....	120
9.6	AKSJEPRISS.....	121
10.	USIKKERHET I VERDIESTIMATET.....	121
10.1	SENSITIVITETSANALYSE.....	121
10.1.1	Driftsinntektsvekst.....	122
10.1.2	Markedets risikopremie.....	123
10.1.3	Beta.....	123
10.1.4	Risikofri rente.....	124
10.1.5	Oppsummering av sensitivitetsanalysen.....	124
10.2	MONTE CARLO-SIMULERING.....	125
10.2.1	Forutsetninger for simuleringen.....	125
10.2.1.1	Driftsinntektsveksten.....	125
10.2.1.2	Markedets risikopremie.....	125
10.2.1.3	Beta.....	125
10.2.1.4	Risikofri rente.....	126
10.2.2	Resultatet fra simuleringen.....	126
11.	KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	127
11.1	PRIS/BOK (P/B).....	127
11.2	PRIS/FORTJENESTE (P/E).....	128
11.3	EV/SALES.....	129
11.4	EV/EBIT.....	129
11.5	OPPSUMMERING AV KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	130
12.	KONKLUSJON.....	131
12.1	HANDLINGSSTRATEGI.....	131
13.	LITTERATURLISTE.....	132
BØKER.....		132
VITENSKAPELIGE ARTIKLER.....		132
AVISARTIKLER.....		133
RAPPORTER.....		135
ELEKTRONISKE KILDER.....		136
FORELESNINGSNOTATER.....		140
14.	TABELLOVERSIKT.....	143
15.	FIGUROVERSIKT.....	145

VEDLEGG 146

1. INNLEDNING

I dette kapitlet starter vi med å forklare motivasjonen vår for både valg av oppgave og verdsettelsesobjekt. Videre presenterer vi problemstillingen, i tillegg til å redegjøre for hvilke avgrensninger som har blitt foretatt. Til slutt presenterer vi oppgavens struktur, slik at leseren skal få en bedre oversikt.

1.1 Motivasjon

Etter fem år som økonomistudenter har vi begge funnet ut at vi trives svært godt med både kvantitative fag som regnskap og finans, og kvalitative fag som strategi og ledelse. Vi forstod derfor tidlig i prosessen at vi ønsket å skrive en verdsettelsesoppgave, da en slik oppgave gir rom for å anvende teori og kunnskap vi har tilegnet oss gjennom ulike fagområder i én og samme oppgave. Oppgavens tema er også svært relevant med tanke på fremtidig jobb, da vi begge ser for oss en karriere innen regnskap og/eller revisjon.

Valg av selskap falt på XXL ASA, heretter XXL. Vi er begge interessert i sportsrelaterte aktiviteter og trives godt med en aktiv livsstil, og har i tillegg kjennskap til selskapet gjennom et godt rennømmé og synlighet i media. XXL er kjent for sin suksess både i Norge, Sverige og Finland, med et interessant konsept som appellerer til en bred kundegruppe. Kjeden har klart å kapre markedsandeler i alle markedene de opererer i, til tross for dårlige økonomiske utsikter i flere av landene. Ifølge Sporting Goods Intelligence (SGI) er XXL kjeden som vokser mest i verden, og er den 26. største kjeden på verdensbasis (Dahl, 2016, 03.11). Selskapets historiske utvikling og nåværende posisjon i markedet tilsier at det foreligger et potensiale for fremtidig vekst, og at de klarer å opprettholde en solid posisjon i flere år fremover.

1.2 Problemstilling

Formålet med denne masterutredningen er å beregne verdien på egenkapitalen til XXL, samt den tilhørende aksjeprisen. Verdien vi får sammenlignes med børskursen på samme tidspunkt for å se om aksjen er “riktig” priset. Dette danner videre grunnlag for å komme med en anbefaling om å kjøpe, holde eller selge aksjen. Vår problemstilling er:

“Hva er verdien av XXL per 31.12.16?”

1.3 Avgrensninger

Vi ønsker å komme frem til et mest mulig realistisk verdiestimat. Av den grunn har vi valgt å basere drøftingen i sin helhet på kun offentlig tilgjengelig informasjon, og har følgelig ikke hatt kontakt med selskapet. Bakgrunnen for dette valget er at vi da sitter igjen med samme informasjon som enhver gjennomsnittlig investor har tilgjengelig. Informasjonen vi har benyttet er hentet fra kvartalsrapporter, årsrapporter og diverse artikler og tidsskrifter som omtaler selskapet. Tallmateriale om sportsbransjen i Finland er tilsendt på e-post per 07.03.17 fra H. Kuva, editor-in-chief, Sporttimyyjä.

Selve verdsettelsen er gjort på konsernivå, hvilket betyr at regnskapsanalysene konsentrerer seg om XXLs konsernregnskap. De historiske analysene er utarbeidet etter selskapets regnskapstall, og analyseperioden er avgrenset fra år 2012 til 2016. Grunnet vanskeligheter med å få tilgang på regnskapene til konkurrentene, har vi valgt å avgrense analyseperioden for konkurrentene fra år 2012 til 2015.

Når vi i oppgaven refererer til “selskapet” mener vi XXL som helhet, hvis ikke annet er oppgitt. Videre har vi forutsatt at virksomheten er et såkalt “*going concern*”, som vil si en antagelse om fortsatt drift i overskuelig fremtid.

Verdsettelsestidspunktet er satt til 31.12.16. Av praktiske årsaker har det vært nødvendig å foreta informasjonsstopp, ettersom media stadig publiserer ny informasjon om både bransje og selskap. Dato for informasjonsstopp er satt til 26.04.17, som er datoen for når selskapet offentliggjorde sin årsrapport for 2016. Dette innebærer at all informasjon som fremkommer etter denne datoen ikke er tatt hensyn til i oppgaven.

Ettersom årsrapporten for 2016 ble offentliggjort sent i april 2017, har vi tatt utgangspunkt i ureviderte kvartalsrapporter for innhenting av regnskapstall dette året. Tallene har senere blitt oppdatert når den reviderte årsrapporten for 2016 ble offentliggjort. I løpet av analyseperioden har det blitt foretatt endringer i måten selskapet presenterer tallene sine i årsrapportene. I 2012 og 2013 er alle tall oppgitt i TNOK, mens de i 2014 og 2016 er oppgitt i MNOK. Dette gjør at regnskapstallene i de siste årsrapportene er mindre nøyaktige, ettersom tallene her er avrundede. I 2016 observerte vi at det mangler 1000 TNOK under omløpsmidler i den rapporterte balansen. Dette medfører et avvik på 1000 TNOK i eiendelene, og gjør at balansen ikke går opp. Noe som videre bidrar til følgefeil i omgrupperingen av balansen dette året.

Vi gjør oppmerksom på at alle tall er oppgitt i TNOK, med mindre annet er oppgitt.

1.4 Struktur

Innledningsvis presenteres bransje og selskap. Videre følger relevant verdsettelsesteori og begrunnelse for valg av verdsettelsesmetode. En strategisk analyse gjennomføres for å kartlegge selskapets posisjon, fordel og risiko. Analysen er todelt, hvorav selskapets muligheter og trusler kartlegges i den *eksterne* analysen, og selskapets styrker og svakheter kartlegges i den *interne* analysen. Etterpå gjennomføres en regnskapsanalyse hvor vi omgrupperer og analyserer regnskapet til XXL og et utvalg komparative selskaper. Det omgrupperte regnskapet benyttes videre i analyser av selskapets likviditet og soliditet. Disse analysene oppsummeres i en syntetisk kredittrating. Deretter estimeres avkastningskravet til egenkapitalen og totalkapitalen, som blir benyttet for å beregne selskapets lønnsomhet og strategiske fordel.

Funn fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen danner grunnlaget for fremtidsbudsjetteringen og utviklingen av fremtidsregnskapet. Fremtidsregnskapet blir videre benyttet i den fundamentale verdsettelsen for å finne verdien av XXL. Vi utfører en sensitivitetsanalyse og en simulering i form av Monte Carlo, samt en komparativ verdsettelse for å vurdere om estimatet vårt ligger på et rimelig nivå. Avslutningsvis presenteres en konklusjon og forslag til handlingsstrategi.

2. PRESENTASJON AV BRANSJE OG SELSKAP

2.1 Presentasjon av bransje

Porter (1980, s. 5) definerer en bransje som “*gruppen av bedrifter som produserer produkter som er nære substitutter for hverandre*”. Sportsbransjen defineres i denne oppgaven som alt salg av forbruksvarer som benyttes i ulike sport- og fritidsaktiviteter. Dette innebærer butikker og kjeder som har sports- og fritidsutstyr som sin hovedvirksomhet. Butikker som har dette som støtteaktivitet vil derfor falle utenfor definisjonen. De som ikke inkluderes er eksempelvis kleskjeder som Cubus og H&M som selger sportsklær, og forretninger som Europris og Clas Ohlsson som har et mindre utvalg fritidsutstyr. Unntaksvis tas COOP med i betraktning, ettersom Norsk Sportsbransjeforening inkluderer kjedens salgstall i den totale omsetningen for sportsbransjen. Det finnes også unntak ved det finske markedet, ettersom hypermarkeder her utgjør en stor andel av sportsbransjen. De aktuelle hypermarkedene har klart å skille ut omsetningen for sportsavdelingene, slik at tallene er representative for bransjen.

2.1.1 Sportsbransjen

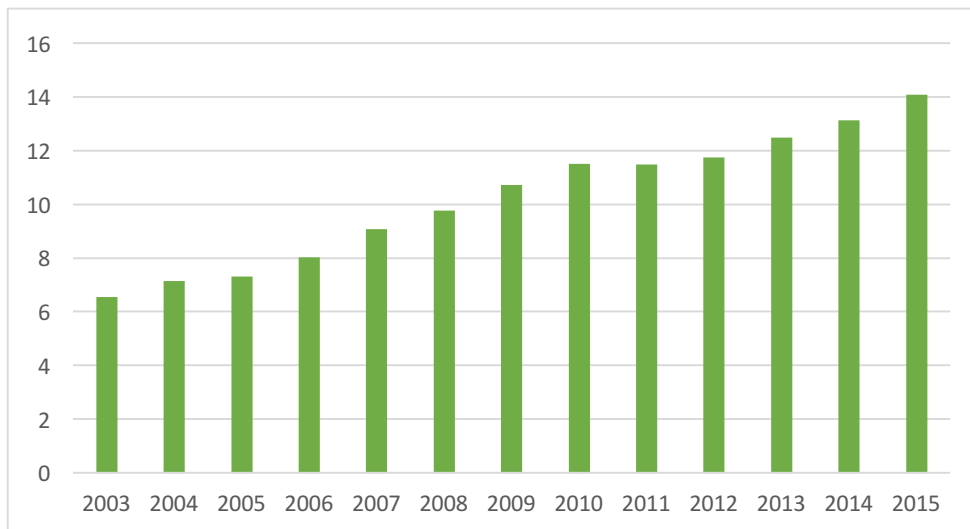
XXL driver sin forretningsvirksomhet gjennom varehus og nettbutikker i Norge, Sverige og Finland (XXL, 2016a). Markedene karakteriseres ved å ha samme klima og sesonger, men til en viss grad ulik økonomisk styrke og forbrukeratferd. De nordiske landene er kjent for å ha fire ulike årstider, noe som har resultert i sesongbetonte aktiviteter (XXL, 2016a). Tilbud og utvalg i varehusene vil derfor variere avhengig av årstiden. XXL opererer også i Danmark, men kun gjennom nettbutikk ettersom landet ikke har like tydelige årstider (Ekeseth og Kleppe, 2016).

Sportsbransjen er kjent for å reagere motsyklisk i nedgangstider (Dahl, 2015, 13.11). Lokalt vær har stor påvirkning på salget, i mye større grad enn konjunkturedringer i økonomien. Eksempelvis hadde XXL en økning i omsetning på 30 % under finanskrisen i 2008 (Wold, 2009). På den annen side førte en svak vintersesong i 2014 til at sportsbransjen hadde en nedgang i omsetning i første kvartal, sammenlignet med året før (Norsk Sportsbransjeforening, 2014). Den integrerte verdikjeden til XXL reduserer, til en viss grad, kjedens påvirkning av

sesong- og geografiske værfskjeller. XXL benytter seg derfor av muligheten til å flytte vareutvalget til områder med høyest etterspørsel (XXL, 2017a).

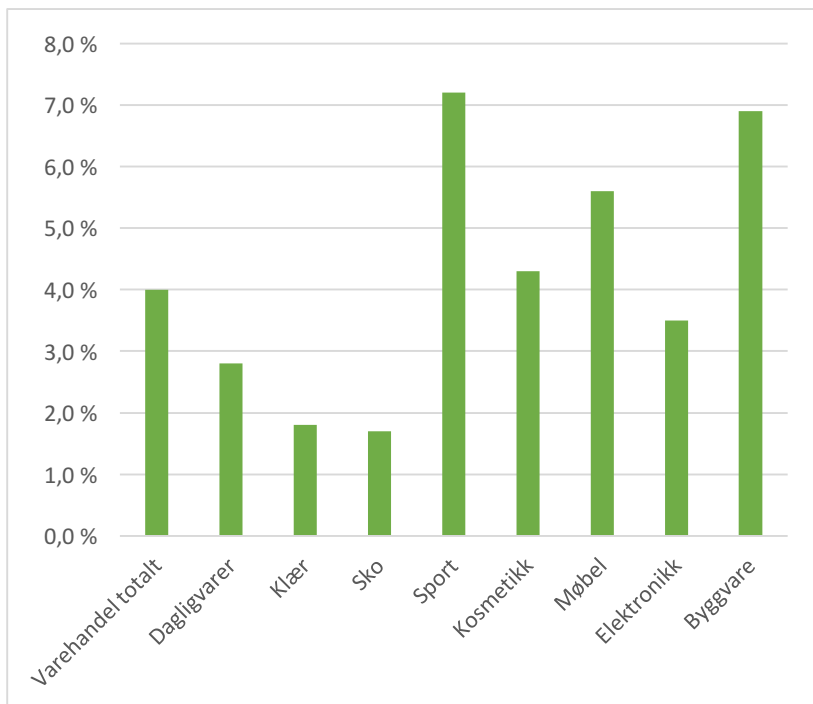
2.1.1.1 Norge

Sportsbransjen var i 2015 sektoren med høyest vekst i Norge, med en salgsvekst på 7,2 % (Norsk Sportsbransjeforening, 2016). Med en økt omsetning på 950 millioner kroner, står Norge for mesteparten av salget av sportsutstyr i verden, per innbygger i 2015. Omsetning innen sportsbransjen vokste mer enn noen annen detaljhandel fra 2005 til 2010, før en nedgang på 3 % fra 2010 til 2011 (Norsk Sportsbransjeforening, 2016). Deretter har veksten gradvis fortsatt å øke. Figur 1 viser at sportsbransjen i Norge har hatt en økning i omsetningen fra 6,5 milliarder i 2003 til 14 milliarder i 2015.



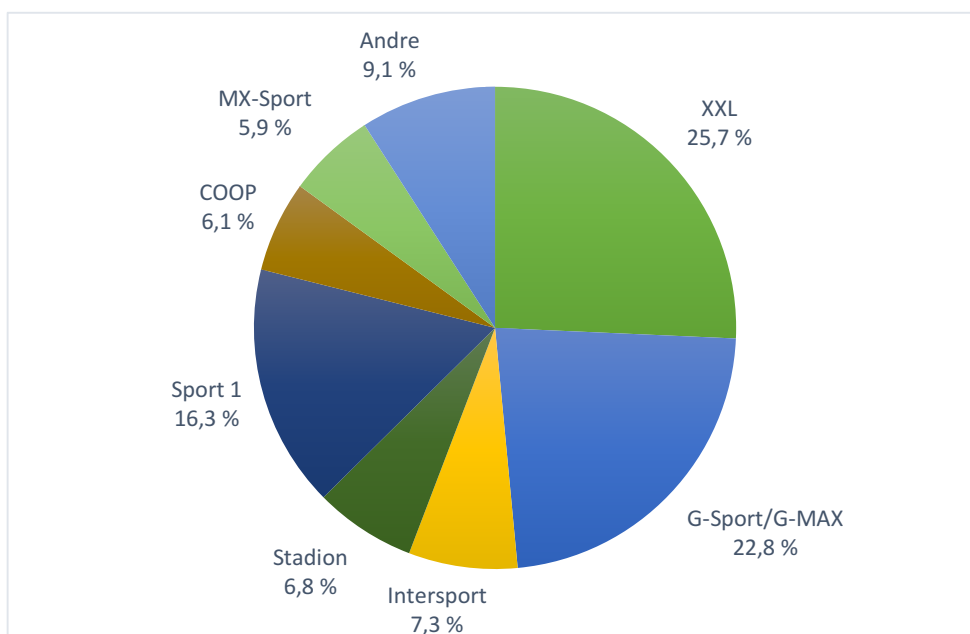
Figur 1: Omsetning i sportsbransjen (i mill. eks. mva). Kilde: Norsk Sportsbransjeforening (2016)

Til tross for en nedgang i antall butikker fra 2012 til 2015, har omsetningen økt som følge av høyere snittsalg per kunde (Norsk Sportsbransjeforening, 2016). Dette henger trolig sammen med etablering av stormarkeder som XXL og G-MAX. Ifølge Norsk Sportsbransjeforening (2016) kan bransjens utvikling indikere at sportsbransjen kaprer markedsandeler fra klær- og skobransjen.



Figur 2: Vekst i ulike bransjer i 2015. Kilde: Norsk Sportsbransjeforening (2016)

Kjedene står for 91 % av bransjens omsetning, og Norge er dermed det eneste landet i verden som har en så solid kjedestruktur innen sport (Norsk Sportsbransjeforening, 2016). Gresvig-konsernet er største aktør med en markedsandel på 30,1% fordelt på G-Sport/G-MAX (22,8 %) og Intersport (7,3 %). Videre følger XXL (25,7 %), Sport 1 (16,3 %), Stadion (6,8 %) og MX-Sport (5,9 %). Fordeling av markedsandeler per kjede er vist i figur 3.



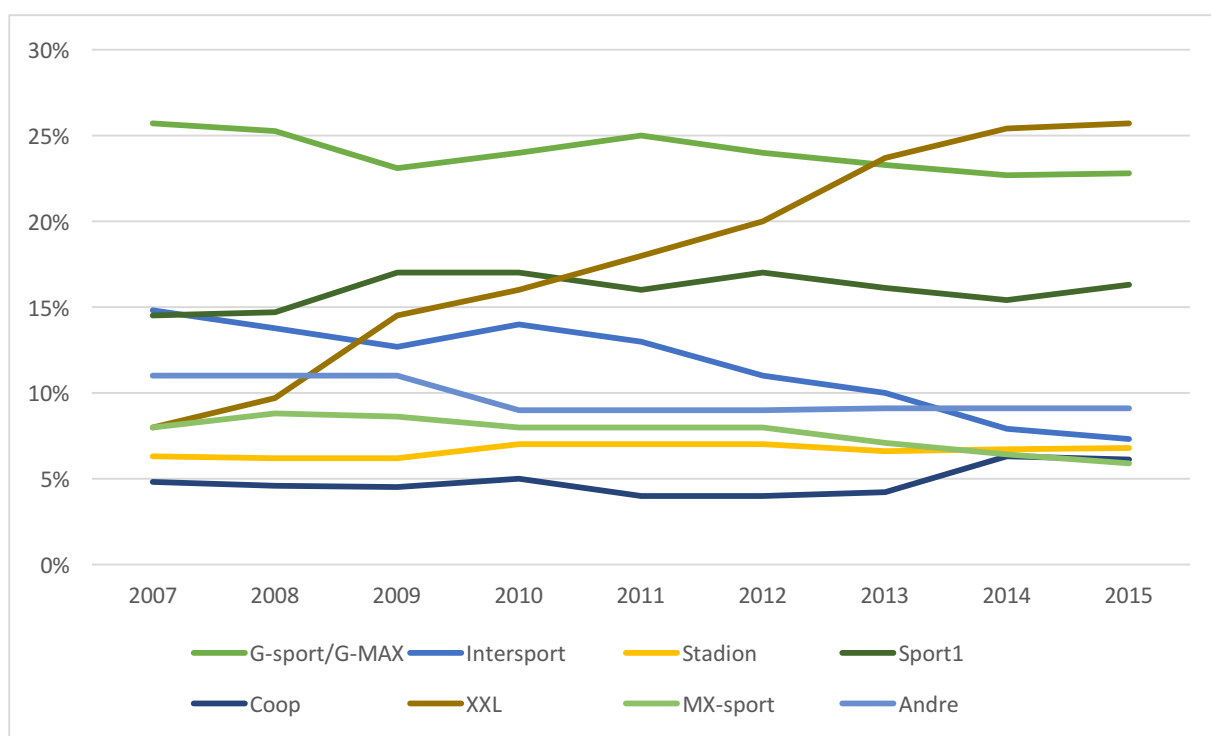
Figur 3: Markedsandel per kjede. Kilde: Norsk Sportsbransjeforening (2016)

Både XXL og G-MAX klassifiseres som varehus og betraktes som de største rivalene. G-MAX ble etablert som et forsøk på å svekke den kontinuerlig økende markedsandelen til XXL, og de to kjedene har flere likhetstrekk (E24, 2010, 15.05). Gresvig har derimot i flere år hatt store tap og tapte 225 millioner kroner i perioden 2011 til 2014 (Jacobsen, 2016). Konsernet har fremdeles problemer med røde tall og har de siste seks årene tapt markedsandeler til XXL (Solem, 2015, 03.03). Det ble offentliggjort i oktober 2016 at Gresvig vil kutte 60 årsverk for å sikre sin konkurransekraft (Vedeler, 2016, 17.10). Utvikling i markedsandel for XXL og Gresvig er vist i figur 4.



Figur 4: Gresvig taper markedsandeler til XXL. Kilde: Solem (2015, 03.03)

XXL har hatt en betydelig økning i sin markedsandel de siste årene. Fra 2007 til 2015 har kjeden tredoblet sin markedsandel, mens kjeder som Stadion og Sport 1 har hatt en relativt stabil utvikling i samme periode. G-Sport/G-MAX har hatt en liten reduksjon i sin markedsandel, mens Intersport har hatt størst nedgang i sin andel. Utviklingen i figur 5 kan indikere at fremgangen til XXL har gått på bekostning av de andre sportsaktørene.



Figur 5: Utvikling i markedsandel i Norsk sportsbransje fra 2007 til 2015
 Kilde: Norsk Sportsbransjeforening (2008-2016)

Det finnes flere utviklingstrekk i den norske sportsbransjen. Stadig flere nordmenn legger om til en mer sporty livsstil, og har i dag høyere fokus på fysisk aktivitet (Norsk Sportsbransjeforening, 2016). Andre utviklingstrekk er lavere priser, et resultat av priskonkurranser blant butikkene som stadig presser prisene nedover. Klesbransjen konkurrerer også i større grad med sportsbransjen, da klesbransjen har rettet større fokus på treningstøy de siste årene. Selv om omsetningen innen sportsbransjen øker, er veksten høyere på salg over internett, enn i fysisk butikk. Det er ikke mulig å finne nøyaktige salgstall for hvor mye sportsutstyr som kjøpes over nett. Likevel viser data fra Norsk Sportsbransjeforening (2016) at salg over nett hadde en vekst på 18 % fra 2014 til 2015, og 81 % av omsetningen var fra norske nettbutikker. XXL ble i 2015 kåret til Nordens største nettbutikk innen sportsutstyr (Virke Handel, 2015a).

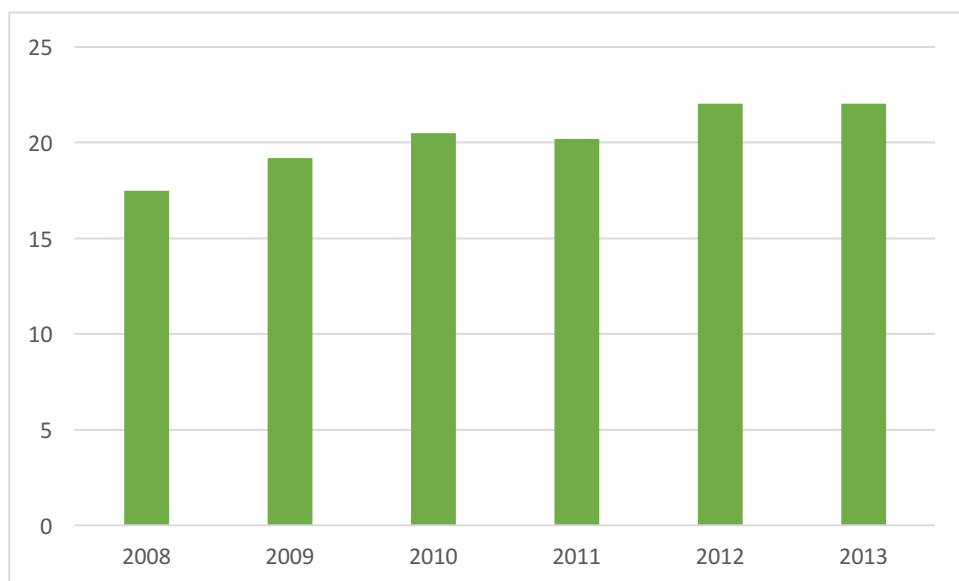
Det faktum at sportsbransjen er en væravhengig bransje, har stor påvirkning på kjedenes omsetning. Dette merket XXL spesielt i juli 2014, da de solfylte sommerdagene resulterte i at flere butikker ble utsolgt for enkelte varer, og bedriften hadde en av de beste somrene på flere år (Lie, Gjendem og Klingenberg, 2015). Grunnet kulde og en regnfull sommer i 2015, kan ikke salget sammenlignes med fjorårets.

Et annet utviklingstrekk er at nordmenn har blitt svært merkebevisst, noe som gjør det vanskelig for internasjonale merkevarer å etablere seg i Norge. Norske merkevarer anses for å være av høy kvalitet og har bidratt til økende eksport og stor framgang for norske leverandører i utlandet (Norsk Sportsbransjeforening, 2016).

Virke anslår en vekst på 4 % i sportsbransjen i 2017 (Dahl, 2017, 09.02). Dette begrunnes med etablering av flere stormarkeder, en økende andel konkurranser om lave priser og økt netthandel.

2.1.1.2 Sverige

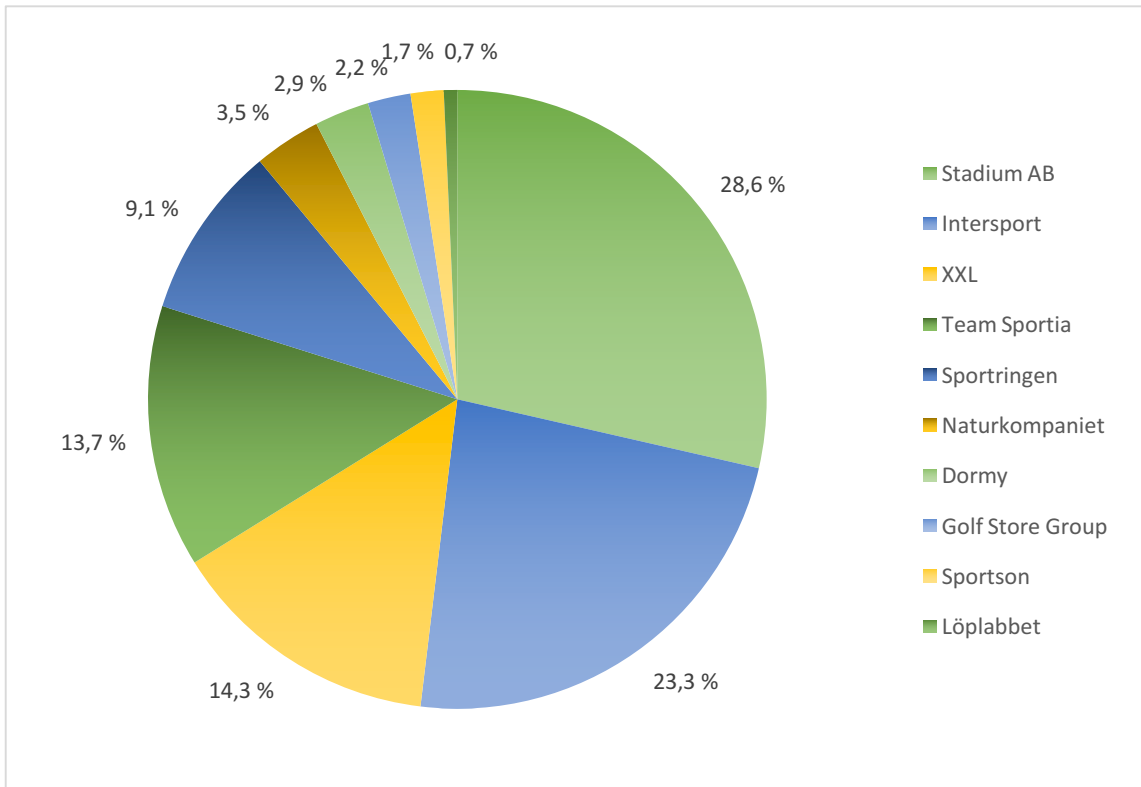
Ifølge Sportfack hadde sportsbransjen i Sverige en omsetning på 22,05 milliarder SEK inklusiv moms i 2013 (Reithner, 2014). Bransjen har hatt en økning på omtrent 4,5 milliarder SEK siden 2008.



Figur 6: Sportsbransjens omsetning i milliarder SEK inkl. moms
Kilde: Reithner (2014, 14.04)

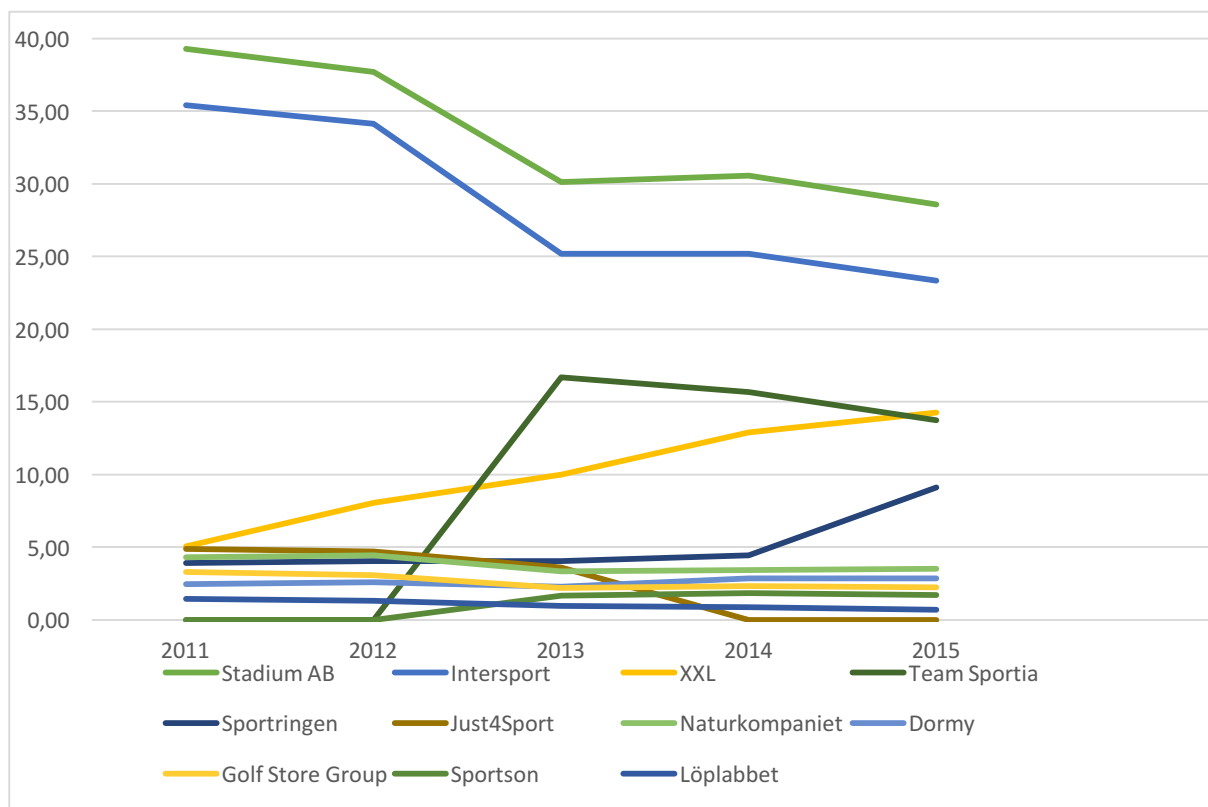
De største sportsaktørene i Sverige er Stadium, Intersport, XXL, Team Sportia og Sportringen. Stadium opererer som Sveriges største kjede med en markedsandel på 28,59 %. Dette til tross for at selskapet hadde en nedgang i omsetning per butikk i 2015 (Sportfack, 2016). Intersport er plassert på en annen plass, og etterfølges av XXL, med henholdsvis 23,3 % og 14,3 % i markedsandel. Som den tredje markedsledende kjeden opererte XXL med en omsetning per butikk på 101,8 millioner SEK i 2015 (Sportfack, 2016). Dette tilsvarer nesten det dobbelte av

de to største sportskjedene i Sverige sammenlagt. Team Sportia opererte i 2015 med en markedsandel på 13,7 % og hadde en nedgang i omsetningen. Sportringen skiller seg ut med en økt omsetning på 126 % (Sportfack, 2016). Dette skyldes oppkjøpet av Just4Sport, som innebar en økning i antall butikker fra 64 til 173 (Sportfack, 2016). Fordelingen av markedsandel vises i figur 7.



Figur 7: Markedsandeler i Sverige 2015.
Kilde: Sportfack (2016, 01.04)

Figur 8 nedenfor viser at Stadium og Intersport har opplevd en drastisk nedgang i markedsandel fra 2011 til 2015. Derimot har XXL raskt klart å kapre en del av markedet, til tross for at selskapet ikke åpnet sin første butikk i Sverige før i 2010 (XXL, 2016a). Siden oppstart har kjeden hatt en positiv utvikling i markedsandel, og er den eneste kjeden som har økt denne årlig siden 2011. Dette kan indikere at XXL har kapret markedsandeler fra sine konkurrenter. Selskapet passerte svenske Stadium i total omsetning i 2014, og ble med det Nordens største sportskjede (Kleppe, 2015a). Sportringen skiller seg ut ved at selskapet har doblet sin markedsandel fra 2014 til 2015.



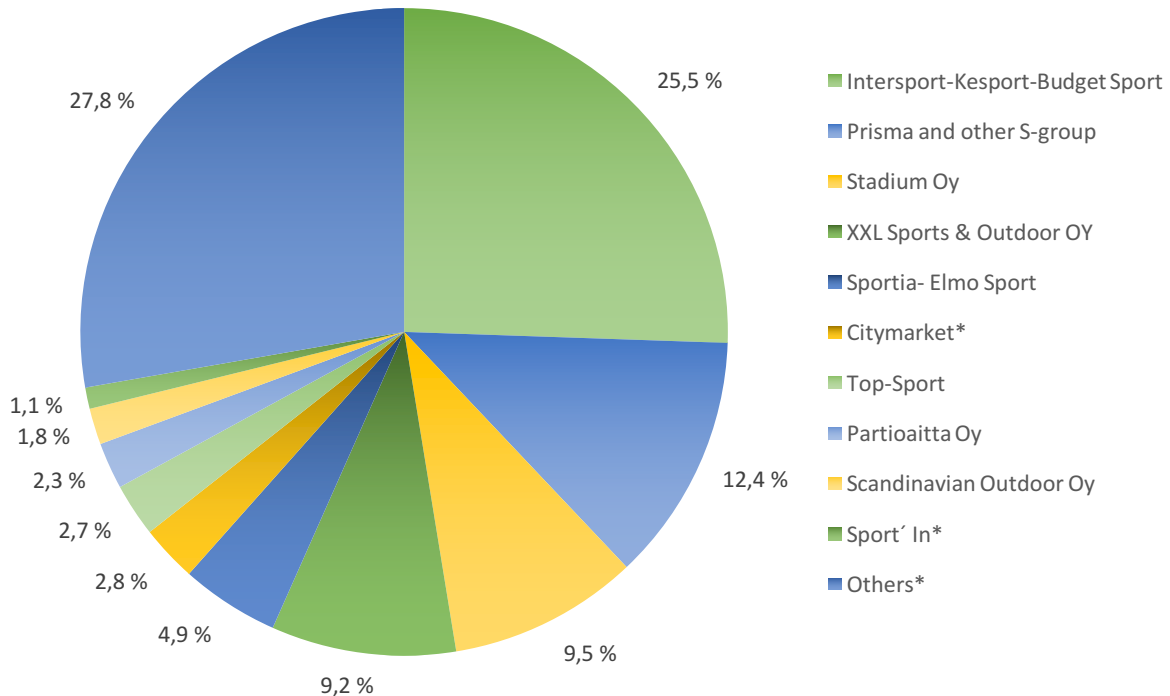
Figur 8: Utvikling i markedsandeler i Sverige fra 2011 til 2015
Kilde: Sportfack (2016, 01.04)

XXL hadde i 2015 en økning i antall butikker på 11,1 %, og en økt omsetning på 22 % (Sportfack, 2016). Visedirektør for XXL i Sverige, Janicke Blomsnes, viser til kjedens konsept, kostnadseffektivitet, velkjente varemerker, og brede sortiment som viktige faktorer for deres suksess (Sportfack, 2016). XXL fortsatte å ta markedsandeler fra flere av sine konkurrenter også i 2016, og hadde en økning i salget på 21 % i Sverige (Sportfack, 2017, 15.02). Per 26.04.17 opererer XXL med 22 varehus i Sverige (XXL, 2017a).

2.1.1.3 Finland

Det finske sportsmarkedet har opplevd vekst siden 2011, til tross for nedgang i den finske økonomien (XXL, 2016a). I 2015 hadde bransjen en omsetning på 12,8 milliarder euro inkludert skatt (H. Kuva, editor in chief, Sporttimyyjä, 07.03.17). Markedstall fra TMA viser at butikksalg av sportsutstyr økte med 3,7 % i Finland i 2016 (XXL, 2017c). Det finske markedet skiller seg fra de norske og svenske markedene ved at hypermarked er mer utbredt her (XXL, 2016a). Store deler av det finske markedet består av sportskjeder som tilhører ulike salgskjeder. Franchiseforetak er som ved de andre markedene også utbredt. Kesko-gruppen, bestående av Intersport, Kesport og Budget Sport, er den største aktøren i Finland med en markedsandel på 25,5 %. Prisma og S-gruppen er den nest største aktøren med sine 12,4 %.

Stadium har en markedsandel på 9,5 %, etterfulgt av XXL med 9,2 %. Figur 9 viser markedsandelen til alle aktørene i det finske markedet.



Figur 9: Markedsandeler i Finland 2015. *Estimert.
Kilde: Informasjon tilsendt på e-post per 07.03.17 fra H. Kuva, editor-in-chief, Sporttimyyjä

Til tross for at XXL ikke åpnet sitt første varehus før april 2014, klarte de likevel å oppnå en omsetning på ca. 365 millioner norske kroner (XXL, 2016a). XXL fikk raskt en stor andel av det finske markedet, samtidig som omsetningen til de resterende kjedene opplevde nedgang. Kjeden hadde en markedsandel på 3,5 % i 2014, etter kun 9 måneders operasjon (XXL, 2016a). I 2015 hadde selskapet en omsetning på 114,3 millioner euro. Dette tilsvarer en prosentvis økning på 163,4 % og XXL fortsetter å operere med høyest vekst i Finland. Finland stod for 43 % av den totale veksten til kjeden i første kvartal av 2015 (Dahl, 2015, 15.06). På verdsettelsestidspunktet har XXL 11 butikker i det finske markedet.

2.2 Presentasjon av selskap

2.2.1 Historie

XXL ble grunnlagt av Øivind og Tore Tidemandsen i 2000 (XXL, 2016a). Brødrene har flere års erfaring innen varehandel og står bak kjente kjedebutikker som Living og Elkjøp. I sistnevnte har Øivind Tidemandsen blant annet hatt rollen som driftsdirektør. I et intervju med E24 fortalte han at *“suksessen som lå bak Elkjøp var lave priser, kjente merkevarer, stordriftsfordeler og det å flytte flere bransjer under samme tak”* (Nissen-Meyer, 2014). Da Elkjøp ble kjøpt opp av britiske Dixons Group for 600 millioner i 1999, så brødrene en gylden mulighet og valgte å satse på noe nytt (Nissen-Meyer, 2014). På denne tiden hadde sportsbransjen stor inntjening blant grossister og importører. Kjedene derimot, var preget av lav inntjening og store kostnader. Bransjen var heller ikke særlig imponerende og bestod for det meste av spesialbutikker innen ridning, golf, tennis og villmark. Dermed valgte brødrene å bruke store deler av gevinsten fra oppkjøpet av Elkjøp og etablerte sportskjeden XXL Sport og Villmark. Tanken var at de kunne bruke samme forretningsmodell som hadde ført til suksess hos Elkjøp.

I 2001 ble den første butikken åpnet i NAF-huset i Oslo, og ble med sine 3500 kvadratmeter Norges største varehus (XXL, 2016a). I perioden 2001 til 2005 ble ytterligere seks butikker åpnet. XXL lanserte sin første nettside i Norge i 2002.

Selskapet har hatt en sterk vekst siden oppstart, men først i 2005 fikk de et positivt resultat. I 2007 oppnådde de en markedsandel på 10 % i det norske markedet med sine åtte butikker (XXL, 2016a). XXL fortsatte å vokse og i løpet av en syv måneders periode i årsskiftet 2008/2009 åpnet de seks nye butikker (XXL, 2016a). I 2010 solgte brødrene seg ned fra 54,3% til 30 % eierandel (E24, 2010, 02.06). Det var det svenske investeringsselskapet EQT som overtok 14,1 % av aksjene og ble med det majoritetsiere (EQT, udatert). Samme år åpnet XXL sine første tre butikker i Sverige.

I 2013 ble en stor milepæl nådd da XXL ble markedsleder i Norge med 24 % markedsandel (XXL, 2015a). Året etter ble XXL kåret til Nordens største sportskjede, etter å ha gått forbi svenske Stadium i total omsetning (Kleppe, 2015a). Samtidig åpnet de sin første butikk i

Finland. Selskapet ble notert på Oslo Børs 3. oktober 2014 til en pris på NOK 58 per aksje. Like etter børsnoteringen begynte EQT nedsalget av sin eierandel og knapt et år senere hadde de solgt seg helt ut av selskapet. I løpet av en 5 års investeringsperiode hadde de nesten firedoblet sin opprinnelige investering (Ekeseth og Kleppe, 2015).

I 2015 åpnet XXL sin første Outlet butikk i Charlottenberg Sverige. Selskapet startet e-handelsløsning i Danmark i 2016, og etablerte seg for første gang utenfor Norden gjennom “Operasjon Østerrike” (Solen, 2016). I løpet av 2016 ble Tore Tidemandsen kjøpt ut fra familieselskapet Dolphin Management. Andelen hans på 29 % i XXL var ifølge DN verdsatt til rundt 1,1 milliarder kroner (Sagmoen, 2016a). Dermed økte Øivind Tidemandsen sin eierandel i Dolphin Management fra 59 % til 98 %, som i skrivende stund har en eierandel på 24,2 % i XXL (XXL, 2017a).

2.2.2 XXL i dag

XXL er i dag den største og raskest voksende sportskjeden etter omsetning i Norden (XXL, udatert, b). Selskapet har som mål å være *“den ledende distribusjonskanal for et unikt utvalg av merkevarer innen sport, friluft, og villmark til lave priser”* (XXL, udatert, e). Strategien som er satt for å nå målet, er å utnytte den forventede veksten i markedet og styrke konkurranseposisjonen ved å dra nytte av skalafordele. Deres visjon er å *“være et paradys for mennesker med interesse for sport-, friluft- og villmarksliv”* (XXL, 2017a).

Selskapet opererer med flere store varehus og netthandel i Norge, Sverige og Finland. Per 26.04.2017 har XXL totalt 64 varehus fordelt på 31 i Norge, 22 i Sverige og 11 i Finland (XXL, udatert, c). I tillegg til en ren nettbutikk i Danmark. Selskapets e-handel har i senere år hatt en enorm vekst – hele 60 % i 2016, noe som utgjorde 13,4 % av de totale driftsinntektene i konsernet (XXL, 2017c). Dette har bidratt til at XXL er Nordens største nettbutikk innen sportsutstyr (Virke Handel, 2015a).

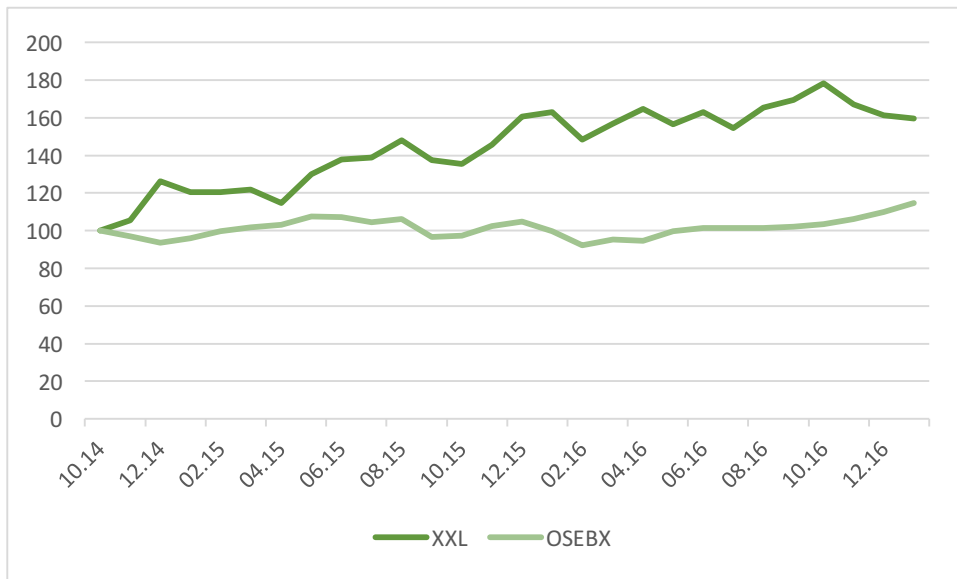
I løpet av 2016 genererte selskapet en omsetning på 7,8 milliarder kroner, noe som tilsvarer en vekst på 20 % (XXL, 2017c). Veksten er et resultat av salg i butikk og over nett, og XXL fortsetter å ta markedsandeler i alle markeder. Selskapet har som mål å årlig åpne 8 til 12 nye

butikker (Støren, 2016). Ettersom det nordiske markedet snart anses som ”mettet” og det kun er plass til 30 nye butikker, vil fokuset ligge på videre ekspansjon utenfor Norden.

2016 har vært et rekordår med tanke på åpning av 12 nye butikker og etablering av e-handelsløsning i Danmark. I tillegg lanserte de ny *front-end* hjemmeside i alle markeder og undertegnet de to første leiekontraktene for åpning av butikker i Østerrike. Dette er første gang selskapet etablerer seg utenfor Norden gjennom “Operasjon Østerrike”. Etableringen i Østerrike er en del av en stor ekspansjon til Europa som også inkluderer Sveits og Tyskland (Solem, 2016). Dette er land med tilsvarende kundekarakteristika, værforhold og sesonger. I første omgang vil de derimot konsentrere seg om Østerrike, hvor selskapet tror det er mulig å oppnå en markedsandel på 25 % og forventer mellom 15-20 butikker i løpet av de neste 3-4 årene (Solem, 2016).

XXL har også signert avtaler for butikker som de har planlagt å åpne i løpet av 2017 i de nordiske landene, hvorav en i Norge, fire i Sverige og tre i Finland (XXL, 2017c). Totalt er målet for 2017 å åpne mellom 10-12 nye butikker. For videre vekst i både nye og eksisterende markeder, har selskapet planer om å investere i infrastruktur, IT og treningsfasiliteter. Det anslås å investere mellom 70-90 millioner kroner i 2017 (XXL, 2017c).

Figur 10 viser den historiske aksjeprisutviklingen til selskapet sammenlignet med hovedindeksen (OSEBX) i perioden etter aksjen ble notert. XXL gikk på børs 03. oktober 2014 til en pris på NOK 58 per aksje. På verdsettelsestidspunktet 31.12.16 hadde aksjen en pris på NOK 98 per aksje. I løpet av perioden har XXL hatt en avkastning på 60 % sammenlignet med 15 % for OSEBX.



Figur 10: Kursutvikling XXL og OSEBX. Kilde: Oslo Børs

*Aksjekursene er deflatert for å få samme utgangspunkt ved sammenligning. Det vil si at grafen viser kun utvikling, og ikke faktisk verdi.

2.2.3 Forretningsidé

XXL er basert på en enkel forretningsidé: *“stort utvalg, kjente merkevarer og xtra xtra lave priser”* (XXL, udatert, c). Konseptet går ut på å ha de største butikkene med de laveste prisene og det bredeste utvalget av produkter med fokus på velkjente merkevarer. For å oppnå dette er XXL bygget på et Big-Box konsept med få og store utsalgssteder. Hver butikk er på mellom 3000 og 5300 kvadratmeter, med en gjennomsnittlig størrelse på 3900 kvadratmeter (XXL, 2016a). Butikkene har samme utforming slik at kundene skal få en *“one-stop-shop”* opplevelse med et bredt utvalg av produkter, lett tilgjengelighet og praktisk parkering. I tillegg er hver butikk bygget på et *“shop-in-shop”*-konsept med inndeling i ulike avdelinger etter produkttype og ekspertiseområde. De ulike avdelingene er som følger: 1) sport, helse og fitness; 2) sko; 3) sportsklær; 4) utendørs utstyr; 5) jakt og 6) ski/sykkel.



Figur 11: Inndeling av varehus. Kilde: XXL (2015a)

Med slagordet "All sports united" tilbyr XXL et komplett utvalg av merkevarer innen sport og friluftsliv under ett og samme tak. Produktsortimentet består av ulike merkevarer fra mer enn 400 leverandører, og omfatter både kjente internasjonale og nasjonale merkevarer. Sortimentet er utformet for å tilfredsstille nasjonale preferanser og lokale forhold (XXL, 2016a). Det foretas daglige sammenligninger av egne priser og konkurrentenes priser, for å hele tiden være i stand til å tilby de laveste prisene. Det finnes i stor grad en overlapping i produktsortimentet i de ulike butikkene, men med visse forskjeller som følge av etterspørsel og trender. I tillegg til kjente merkevarer, tilbys også et begrenset utvalg *private label*-produkter. Rundt 7 % av driftsinntektene i 2016 var knyttet til salg av slike produkter (XXL, 2017a).



Figur 12: Produktkategorier. Kilde: XXL (2015a)

Det er viktig for XXL å være best når det gjelder driftseffektivitet og kostnadslederskap. Dette oppnås blant annet gjennom store varehus, kontrollert verdikjede, effektiv logistikk, sentralisert innkjøp og et fullstendig integrert IT-system (XXL, 2016a). I tillegg eies og drives alle butikkene av XXL selv, i motsetning til mange av konkurrentenes butikker som ofte er drevet gjennom *joint venture* eller franchise-avtaler. Den integrerte verdikjeden og det kontinuerlige fokuset på kostnader gjør at de har lavere driftskostnader enn alle konkurrentene (XXL, 2016a). På denne måten er de i stand til å overholde sitt prisløfte: å tilby de laveste prisene på produktene.

3. VERDSETTELSESTEORI

Ved verdsettelse av selskap skiller det mellom tre hovedmetoder: *fundamental*-, *komparativ*- og *opsjonsbasert* verdsettelse (Knivsflå, 2017a). Det finnes både styrker og svakheter ved de ulike verdsettelsesmetodene, og metodene brukes ofte om hverandre for å komme frem til et samlet verdiesimat (Knivsflå, 2017a). Valg av metode vil avhenge av tilgang på informasjon, krav til pålitelighet og hvilket selskap som skal verdsettes.

3.1 Fundamental verdsettelse

Ved fundamental verdsettelse analyserer man underliggende eller *fundamentale* forhold, ved bruk av strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidskrav (Knivsflå, 2017a). Metoden kombinerer kvalitativ og kvantitativ analyse av økonomiske forhold, og krever derfor forståelse innen fagområdene strategi, regnskap og finans.

En fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i de fremtidige kontantstrømmene til et selskap eller en eiendel (Kaldestad & Møller, 2011, s. 29). Man finner selskapsverdien eller verdien av eiendelen som nåverdien av de forventede kontantstrømmene:

$$\text{Selskapsverdi} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Kontantstrøm}_t}{(1 + \text{Avkastningskrav})^t}$$

Første steg i verdsettelsen er å lage en prognose på de fremtidige kontantstrømmene. Deretter estimeres en terminalverdi. Dersom kontantstrømmen er konstant eller har jevn vekst i evig tid, kan terminalverdien beregnes ved hjelp av Gordons vekstformel. Terminalverdien representerer all verdiskapning etter prognoseperioden (Kaldestad & Møller, 2011, s. 46). Det finnes ingen fasitsvar på lengden av en prognoseperiode, og den vil derfor variere fra selskap til selskap. Det er likevel anbefalt at selskapet er i en periode med stabil vekst og marginer, altså at selskapet er i *steady state*. Terminalverdien beregnes som følger:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{Kontanstrøm}_{t+1}}{\text{Avkastningskrav} - \text{Vekstfaktor}}$$

Deretter estimeres et avkastningskrav som tar hensyn til både tidsverdien av penger og risiko. Kontantstrømmene må så diskonteres tilbake til dagens verdi ved hjelp av det estimerte avkastningskravet. Selskapsverdien beregnes videre som summen av nåverdien av kontantstrømmene og nåverdien av terminalverdien:

$$\begin{aligned} \text{Selskapsverdi} \\ &= \text{Nåverdi av estimerte kontantstrømmer} \\ &+ \text{Nåverdi av terminalverdi} \end{aligned}$$

Verdien av egenkapitalen finnes til slutt ved å trekke netto finansiell gjeld og eventuelle minoritetsinteresser fra selskapsverdien.

3.1.1 Metoder innenfor fundamental verdsettelse

Det finnes to metoder man kan benytte innen fundamental verdsettelse: *egenkapitalmetoden* og *selskapskapitalmetoden*. Innenfor hver av disse to metodene finnes det flere underliggende modeller. Metodene er ekvivalente og vil alltid resultere i like verdiestimat ved konsistent bruk, gitt at kravene er verdivektet (Knivsfå, 2017b, s. 14). Det som skiller de to modellene er at egenkapitalmetoden innebærer en *direkte* verdsettelse av egenkapitalen, mens selskapskapitalmetoden verdsetter på en *indirekte* måte. Ved en indirekte tilnærming finner man først verdien av hele selskapet, og neddiskonterer med relevant avkastningskrav. For å finne verdien av egenkapitalen trekker man fra gjeld og eventuelle minoritetsinteresser.

3.1.1.1 Fri kontantstrøm til drift

Fri kontantstrøm til drift (FKD) er den mest brukte modellen i praksis (Knivsfå, 2017d, s. 20). Verdien av egenkapitalen finnes ved å neddiskontere fri kontantstrøm til netto driftskapital med netto driftskapitalkravet. Siden det er en forventning om konstant vekst, må man trekke fra netto driftskapitalvekst i terminalleddet. I tillegg trekkes det fra netto finansiell gjeld og eventuelle minoritetsinteresser. Formelen er som følger:

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

Hvor:

VEK_0 = verdi av egenkapitalen på tidspunkt 0

FKD_t = frikontantastrøm fra driftskapital i periode $t = 1, 2, \dots, T$

ndk_t = netto driftskrav i periode $t = 1, 2, \dots, T$

ndv = vekst i netto driftskapital

I praksis opererer man gjerne med WACC som et konstant netto driftskrav (Knivsflå, 2017d, s. 23). Dermed beregnes verdien av egenkapitalen som:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FKD_{T+1}}{(1+WACC)^T * (WACC - g)} - (NFG_0 + MI_0)$$

Hvor:

g = konstant vekst

3.2 Komparativ verdsettelse

Ved komparativ verdsettelse estimerer man verdien av selskapet ved hjelp av omsetningsverdien til sammenlignbare selskaper eller eiendeler. For å kunne anvende metoden må man derfor innhente priser fra tilsvarende selskaper og eiendeler (Kaldestad & Møller, 2011, s. 31). Det må også foretas en justering av fundamentale forskjeller mellom selskapet eller eiendelene og sammenligningsgrunnlaget.

Metoden er populær da den anses for å være enkel i bruk, i tillegg til å være mindre kostbar enn andre teknikker. En viktig forutsetning er at det finnes komparative selskaper i samme bransje. Dette innebærer at forhold som kontantstrømmer, vekstpotensiale og risiko må tas i betraktning (Damodaran, 2012, s. 462). I praksis kan det derfor kreves en god del arbeid for å gjøre multiplikatorer og prising komparative (Knivsflå, 2017e, s. 20).

Komparativ verdsettelse kan utføres ved hjelp av to hovedteknikker – *multiplikatormodellen* og *substansverdimodellen* (Knivsflå, 2017e, s. 8).

3.2.1 Multiplikatormetoden

I denne metoden finner man selskapets egenkapitalverdi ved å sammenligne børsverdien til sammenlignbare selskaper ved å benytte multipler (Kaldestad & Møller, 2011, s. 152). Modellen er den vanligste verddivurderingen i praksis (Knivsflå, 2017e, s. 14). Dette skyldes at den krever færre forutsetninger og dermed er raskere å utføre enn andre verdsettelsesmetoder. Videre er metoden enkel å forstå og dermed lettere å kommunisere til klienter og kunder, enn for eksempel kontantstrømmodeller (Damodaran, 2011, s. 453). Ukritisk bruk av multipler kan derimot lett føre til feilprising (Lederkilden, udatert, a). Eksempelvis kan to selskaper i samme bransje se tilsynelatende like ut, men i praksis ha ulik kapitalstruktur.

Bruken av multipler ved verdsettelse vil si at man går ut ifra et tall i resultatet (omsetning, EBITDA, EBIT) eller i balansen (eiendeler, sysselsatt kapital eller egenkapital) og multipliserer med en tilhørende multiplikator (Kaldestad & Møller, 2011, s. 151). På denne måten finner man verdien av selskapet. Den komparative multiplikatoren er gjennomsnittet eller medianen av multiplikatorene til de sammenlignbare selskapene (Knivsflå, 2017e, s. 56). Dersom selskapene har lik drift kan multiplikatoren brukes direkte. Hvis det er ulik drift mellom selskapene, bør det foretas en justering av multiplikatoren gjennom en regresjonsanalyse.

Vi skiller mellom to grupper med multiplikatorer: egenkapital- og totalkapitalmultiplikatorer (Knivsflå, 2017e, s. 8). Egenkapitalmultiplikatorer karakteriseres ved at brøkens teller er *markedspris per aksje*, og betegnes som P for "*Price*". Totalkapitalmultiplikatorer karakteriseres ved at brøkens teller er *Enterprise Value*, altså "*EV*". De vanligste multiplene vises i tabell 1 nedenfor.

Multiplikator	Formel	Verdsettelse
$\frac{P}{E}$	$\frac{\text{Markedspris per aksje}}{\text{Fortjeneste per aksje}}$	$\frac{P}{E} * \text{Fortjeneste per aksje}$
$\frac{P}{B}$	$\frac{\text{Markedspris per aksje}}{\text{Bokført verdi av egenkapitalen per aksje}}$	$\frac{P}{B} * \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Utestående aksjer}}$
$\frac{EV}{\text{Sales}}$	$\frac{\text{Markedsverdi EK}}{\text{Salg}}$	$\frac{EV}{\text{Sales}} * \frac{\text{Sales}}{\text{Utestående aksjer}}$
$\frac{EV}{EBIT}$	$\frac{\text{Enterprise Value}}{EBIT}$	$\frac{EV}{EBIT} * \frac{EBIT}{\text{Utestående aksjer}}$

Tabell 1: Oversikt over et utvalg multiplikatorer

3.2.2 Substansverdimetoden

Substansverdimetoden tar utgangspunkt i salgsværdien til selskapets eiendeler og trekker fra netto rentebærende gjeld og latent skatt (Kaldestad & Møller, 2011, s. 169). Metoden skiller seg fra kontantstrømbaserte modeller ved at modellen verdsetter selskapets eiendeler til det de trolig kan selges for i dagens marked, eller ved å ta utgangspunkt i observerbare priser på tilsvarende eiendeler (Kaldestad & Møller, 2011, s. 171). I prinsippet vil man ved en substansverdibetraktning se bort ifra eiendelenes nåværende bruk, i tillegg til at det stilles krav om at eiendeler og gjeld kan identifiseres. Det må også være mulig å observere både salgsværdi eller markedsverdi.

Modellen utelukker vanligvis immaterielle eiendeler og har derfor en tendens til å undervurdere verdiene i tradisjonelle bedrifter. Dette skyldes at immaterielle eiendeler ikke kan selges åpent på markedet (Kaldestad & Møller, 2011, s. 172). Jo mer immaterielle eiendeler og gjeld, jo vanskeligere er det å finne et godt sammenligningsgrunnlag (Knivsflå, 2017e, s. 67). I praksis er modellen mest brukt i situasjoner hvor verdien av de immaterielle eiendelene er lav, som for eksempel ved avvikling. Modellen er også svært aktuell i bransjer som eiendom og shipping, da slike bransjer kjennetegnes ved at eiendelene ofte omsettes mellom ulike aktører (Kaldestad & Møller, 2011, s. 173).

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Tradisjonelle fundamentale verdsettelse har en tendens til å undervurdere verdien av selskapet, spesielt dersom selskapet er utsatt for stor grad av usikkerhet (Kaldestad & Møller, 2011, s. 185). Dette er fordi man ikke tar hensyn til fleksibilitet. Opsjonsbasert verdsettelse benyttes derfor som et supplement til den tradisjonelle fundamentale verdsettelsen, hvor verdien av fleksibilitet verdsettes isolert gjennom opsjonsprising (Knivsflå, 2017e, s. 7).

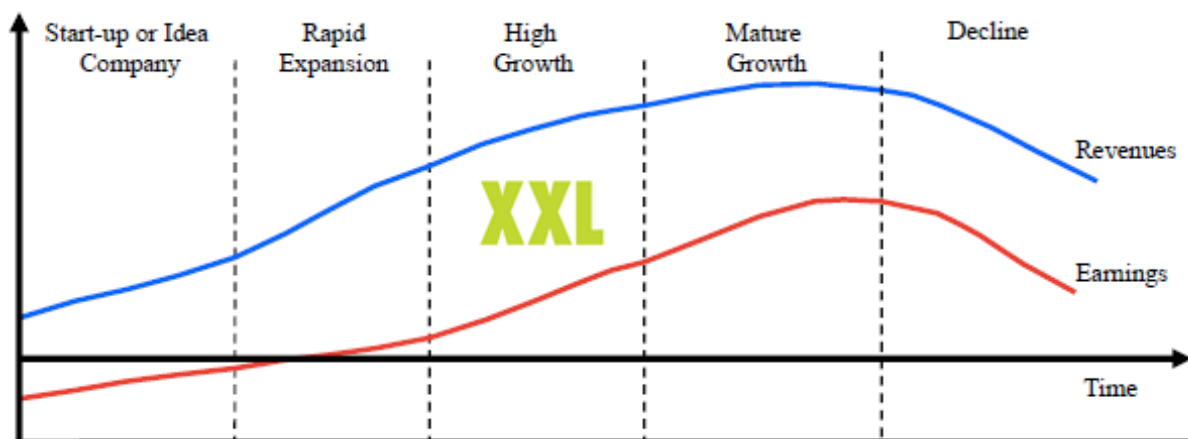
$$\text{Verdi} = \text{Fundamentalverdi} + \text{Verdi av særlig fleksibilitet}$$

En opsjon gir innehaveren en rett, men ikke en plikt, til å kjøpe eller selge underliggende aktiva innen eller på et gitt tidspunkt i fremtiden, til en forhåndsavtalt pris (Knivsflå, 2017g, s. 8). Underliggende aktiva kan i denne sammenheng være finansielle opsjoner eller realopsjoner. Finansielle opsjoner gir innehaveren en rett til å kjøpe finansielle instrumenter som aksjer, indekser, valuta eller andre verdipapirer. Realopsjoner kan ikke karakteriseres som et finansielt derivat, men representerer valg eller muligheter et selskap kan benytte seg av. Dette innebærer valget eller muligheten til å utsette, utvide og avslutte prosjekter. Slike valgmuligheter gjør at lederne kan påvirke verdien av prosjektet i stor grad (Titman & Martin, 2014, s. 443).

3.4 Valg av metode

Som diskutert i kapitlene ovenfor eksisterer det flere ulike verdsettelsesmetoder. Hvilken metode som er best vil avhenge av flere faktorer som: bransje, faser i livssyklusen, fortsatt drift eller eventuell avvikling av driften (Knivsflå, 2017e, s. 10). I tillegg må det tas hensyn til tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet (Kaldestad & Møller, 2011, s. 33).

Sportsbransjen kjennetegnes av å ha høy kapitalbinding og har betydelige verdier i materielle- og immaterielle eiendeler. I årsrapporten fra 2016 har XXL goodwill og varige driftsmidler på henholdsvis 2,73 og 0,68 milliarder kroner. Substansverdimodellen vil normalt sett ikke inkludere immaterielle eiendeler, noe som taler *mot* å benytte komparativ verdsettelse i form av substansverdimodellen.



Figur 13: Bedrifiers livssyklus. Kilde: Knivsfå (2017e)

XXL er et relativt ungt selskap med 17 års driftshistorikk, noe som taler for at de er til venstre i livssyklusen. I 2016 hadde selskapet en omsetningsvekst på 20 % og driftsinntekter på 7,8 milliarder NOK. Selskapets kontinuerlige vekst siden oppstart og deres planer om videre ekspansjon, gjør at vi anser dem til å ligge på “*high growth*”.

I denne masterutredningen har vi valgt å legge hovedvekt på en fundamental verdsettelse. Et godt utgangspunkt for enhver fundamental verdsettelse er offentlig og tilgjengelig informasjon, spesielt om finansregnskapet. XXL har vært børsnotert siden 2014, noe som taler for enkel tilgang på informasjon gjennom både årsrapporter og kvartalsrapporter. Siden analysen vår baseres på tilgjengelig sekundærinformasjon, i kombinasjon med teori fra fagområdene strategi, regnskap og finans, vil dette kunne svekke påliteligheten i analysene. Forutsetninger og bruk av skjønn vil derfor prege oppgaven til en viss grad. Til gjengjeld er metoden kjent for å være omfattende og grundig, da den kombinerer kvalitativ og kvantitativ analyse av underliggende økonomiske forhold, samt utarbeidelse av fremtidsregnskap og –krav (Knivsfå, 2017h, s. 2).

Modellen vi har valgt er fri kontantstrøm til selskapskapitalen. Ettersom enhver verdsettelse er forbundet med høy grad av usikkerhet, har vi valgt å supplere med en komparativ verdsettelse. Dette vil trolig styrke påliteligheten av resultatet. Den komparative verdsettelsen utføres ved hjelp av følgende multipler: P/B, P/E, EV/Sales og EV/EBIT.

Det er normalt å gjennomgå fem steg ved en fundamental verdsettelse (Knivsfå, 2017a, s. 3). De ulike stegene gjennomgås i avsnitt 3.5.

3.5 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Knivsfå (2017a) deler den fundamentale verdsettelsen inn i fem steg:

1. Strategisk analyse
2. Regnskapsanalyse
3. Fremtidsregnskap og -krav
4. Fundamental verdsettelse
5. Bruk av verdiestimat

Den fundamentale verdsettelsen starter med utgangspunkt i den offentlige regnskapsinformasjon til selskapet. Det første steget er den strategiske analysen hvor eksterne og interne forhold kartlegges. Gjennom denne analysen får man avdekket styrker og svakheter ved selskapet, samt muligheter og trusler i bransjen. Vi har valgt å benytte oss av analyseverktøy som PESTEL, Porters fem krefter og VRIO.

Neste steg er å gjennomføre en regnskapsanalyse, som vil si en kvantitativ analyse av regnskapet (Knivsfå, 2017a, s. 3). Balansen og resultatregnskapet må begge omgrupperes for å få et investororientert perspektiv, og danner grunnlaget for kalkulering av de fremtidige kontantstrømmene. Eventuelle målefeil som avdekkes i regnskapet analyseres og justeres, før bedriften analyseres gjennom en forholdstallsanalyse (Knivsfå, 2017a, s. 43).

De første to stegene utgjør den “strategiske regnskapsanalysen”, og er utgangspunktet for utarbeidelsen av fremtidsregnskap og -krav i steg tre. I steg fire gjennomføres den fundamentale verdsettelsen ved å neddiskontere kontantstrømmene i fremtidsregnskapet med tilhørende avkastningskrav. Resultatet av verdsettelsen vil være et fundamentalt verdiestimat. Videre foretas det en sensitivitetsanalyse og simulering for å evaluere om det foreligger usikkerhet i verdiestimatet.

Avslutningsvis utarbeides en handlingsstrategi på bakgrunn av det endelige verdiestimatet. Denne vil innebære en anbefaling om å kjøpe, selge eller beholde aksjene.

4. STRATEGISK ANALYSE

I det følgende kapitlet vil vi foreta en strategisk analyse av XXL. Den strategiske analysen innebærer en kvalitativ analyse av underliggende økonomiske forhold, med formål om å synliggjøre XXLs posisjon i markedet (Knivsflå, 2017a, s. 33). Analysen deles inn i en ekstern og en intern del, hvor analyseverktøy som PESTEL, Porters fem krefter og VRIO benyttes. Den strategiske analysen oppsummeres i en SWOT-modell for å få et helhetlig bilde over de eksterne og interne faktorer som påvirker selskapet. Analysen danner grunnlaget for å avgjøre om XXL besitter en unik strategisk posisjon, og dermed klarer å oppnå en strategisk fordel i bransjen. En strategisk fordel oppnås dersom egenkapitalrentabiliteten overstiger egenkapitalkravet, og måles gjennom superrentabilitet (Knivsflå, 2017h, s. 6-7).

4.1 Ekstern analyse

Den eksterne analysen har som formål å identifisere hvilke utfordringer selskapet må adressere i sin strategi, herunder muligheter og trusler (Gilje, 2004). Analysen vil bli gjennomført ved hjelp av analyseverktøy som PESTEL og Porters fem krefter.

4.1.1 PESTEL

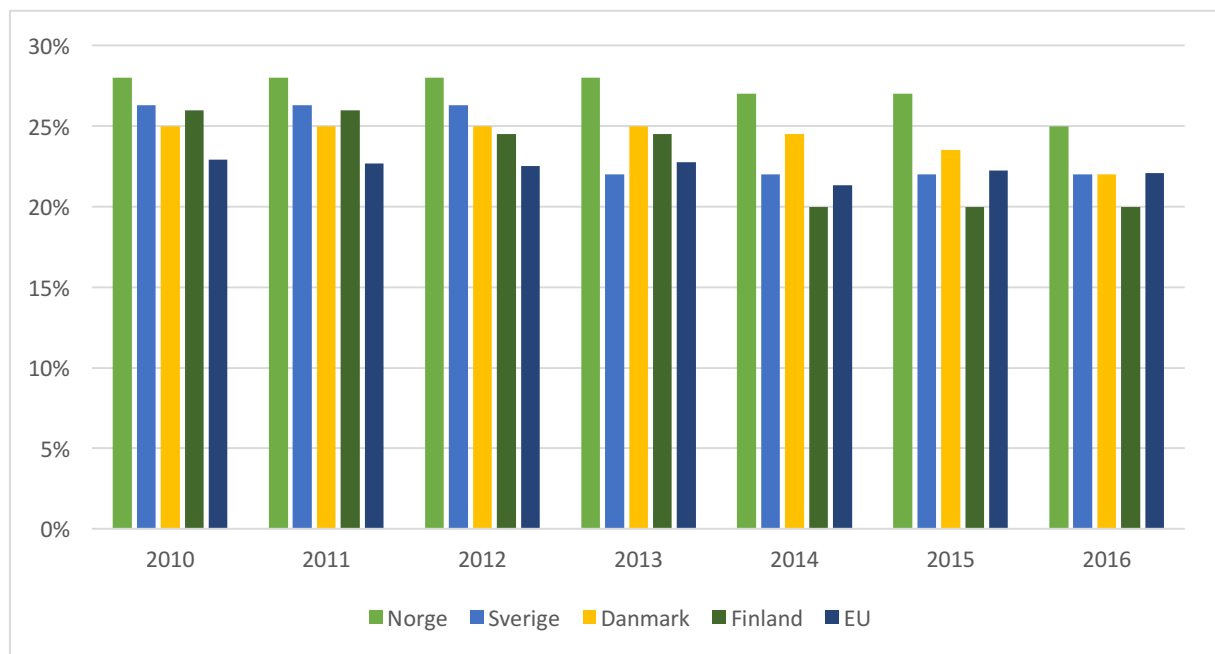
PESTEL er et rammeverk som benyttes for å identifisere eksterne faktorer som er av betydning for den strategiske utviklingen av et selskap (Ræstad, udatert). Rammeverket tar for seg politiske-, økonomiske-, sosiale-, teknologiske-, miljømessige-, og legale forhold. Målet er å identifisere de viktigste faktorene, og dermed finne ut hvilken betydning de har i dag og for fremtiden. Vi vil oppsummere hver faktor med en evaluering av i hvilken grad den påvirker prognoseperioden, enten veldig negativ, negativ, nøytral, positiv eller veldig positiv grad.

4.1.1.1 Politiske forhold

Politiske forhold belyser hvilken rolle regjeringen har i det enkelte land, gjennom faktorer som for eksempel politisk stabilitet, skattepolitikk, handelsrestriksjoner og helsepolitikk (Flåten & Knudsen, 2015, s. 17). XXL har i skrivende stund virksomhet i Norge, Sverige, Danmark og Finland. Den politiske situasjonen i disse landene vil påvirke selskapets lønnsomhet gjennom ulike økonomiske faktorer. De nordiske landene anses for å være politisk stabile og forutsigbare, og det er lite sannsynlig at dette vil endres med det første.

Skattepolitikk

Selskapsskatten til de ulike landene er illustrert i figur 14. Mens skattesatsene i de fleste landene har blitt redusert de siste årene, har selskapsskatten i Norge i flere år ligget stabilt på 28 % (KPMG, udatert). Scheel-utvalget, som ble oppnevnt av Regjeringen i 2013, foreslo at satsen burde bli satt ned til 20 % for å tilpasse selskapsskatten til den internasjonale utviklingen (NOU, 2014:55, 2014, s. 32). I 2014 ble det besluttet å sette ned skattesatsen med 1 prosentpoeng. I 2016 ble satsen videre redusert til 25 %, og i statsbudsjettet for 2017 foreslo Regjeringen at den burde settes ned til 24 %. Ifølge skatteforliket skal satsen reduseres ytterligere til 23 % innen 2018 (Prop. 1 LS (2016-2017), s. 18).



Figur 14: Bedriftsskattesats i Norge, Sverige, Danmark og Finland, samt gjennomsnittet i EU. Kilde: KPMG (udatert)

Skattesatsen for svenske, danske og finske selskaper er i 2016 på henholdsvis 22 %, 22 % og 20 % (KPMG, udatert). Basert på utviklingen de siste årene, er det ikke utenkelig at den norske skattesatsen settes enda lenger ned i fremtiden. Ved å redusere selskapsskatten vil investeringer i Norge bli mer lønnsomme, og det norske næringslivets posisjon vil styrkes (NOU, 2016:46, 2016, s.14). En lavere selskapsskatt vil også minske faren for at skattbare overskudd flyttes ut av Norge (NOU, 2016:46, 2016, s. 14).

Handelsrestriksjoner

1. januar 2015 vedtok Stortinget å øke grensen for momsfri import av varer fra 200 kroner til 350 kroner, inkludert frakt og forsikring (Finansdepartementet, 2014, 22.12). Lovendringen gjør det mulig for privatpersoner å bestille varer fra utlandet på nett for opptil 350 kroner, uten å måtte betale merverdiavgift eller toll. Ifølge Norsk Sportsbransjeforening (2016) har ikke den økte grensen hatt særlig betydning for den internasjonale netthandelen enda. Det skyldes antagelig at dollar- og eurokursen har vært så høy, og at det dermed har blitt dyrere å bestille fra utlandet. Andelen av nettsalget knyttet til utlandet vil kunne øke kraftig dersom prisnivået i Norge tilpasses de økte importprisene (Norsk Sportsbransjeforening, 2016).

Sverige, Danmark og Finland er alle medlemmer av EU, og ved kjøp av varer fra internett i et annet EU-land vil prisen som regel inneholde moms (SKAT, udatert). Derimot skal man ikke betale toll. Ved kjøp av varer fra land utenfor EU er det egne beløpsgrenser for toll- og merverdiavgift i de enkelte land. Endringen i lovverket har ført til dårligere rammevilkår for aktørene i den norske næringen. Terskelen for å bestille varer på nett fra utenlandske nettbutikker har blitt lavere, noe som på sikt vil kunne føre til økt konkurranse for XXL.

XXL (2016a) har om lag 400 leverandører, hvor de fleste befinner seg innenfor EU. Selv om flertallet av leverandørene holder til i EU, skjer produksjonen av tekstiler som regel i Asia. Tekstilbransjen har de siste årene blitt sterkt kritisert i media grunnet arbeidernes dårlige lønns- og arbeidsforhold. I den forbindelse kan det bli aktuelt med politiske reguleringer for å bedre situasjonen til arbeiderne, som igjen kan bidra til negative konsekvenser for XXL og bransjen i form av høyere varekostnader.

Helsepolitikk

Ifølge Verdens Helseorganisasjon har antallet sykkelig overvektige blitt mer enn fordoblet siden 1980 (WHO, 2016, 01.06). I 2014 var 39 % av verdens befolkning over 18 år overvektige, hvorav 13 % gikk under definisjonen “sykelig overvektige”. Overvekt og fedme er knyttet til flere dødsfall på verdensbasis enn undervekt (WHO, 2016, 01.06). Spesielt er diabetes type 2 et økende problem som følge av usunne matvaner, fysisk inaktivitet og røyking (Helsenorge, 2014, 06.06). Bare i Norge estimeres det at ca. 340 000 lever med diabetes, hvorav ca. 100 000 antas å ha sykdommen uten å ha fått diagnosen (Helsedirektoratet, 2016). Andelen diabetikere forventes å øke med rundt 1000 hver måned (Bergseng, 2016).

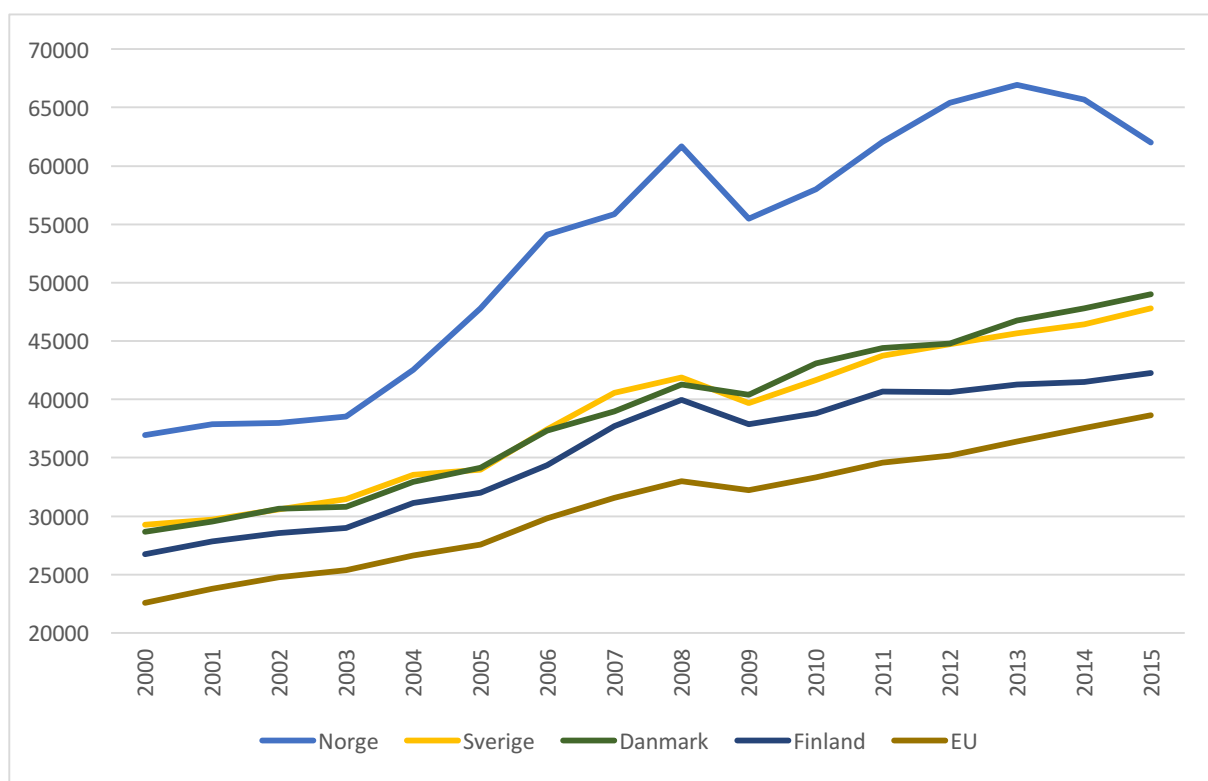
Sykdommer som skyldes fedme og overvekt bidrar til store kostnader for det offentlige. Ifølge Nordisk Råd har det nordiske samfunnet årlige utgifter relatert til overvekt på om lag 38 milliarder kroner (E24, 2008, 27.08). Store offentlige kostnader gir myndighetene motivasjon til å sette i gang tiltak for at befolkningen skal kunne ta sunnere valg (Helsedirektoratet, 2016, 14.06). Dette kan være tiltak som å øke prisene på usunne varer, utbygging av idrettsanlegg, økt fysisk aktivitet i skolen, samt flere gang- og sykkelveier (Bergseng, 2016). Økt fokus på sunne valg vil trolig ha en *positiv* effekt for XXL og sportsbransjen for øvrig.

Oppsummert tror vi de positive effektene utligner de negative effektene, og vurderer derfor den totale effekten fra politiske forhold til å være *nøytral*.

4.1.1.2 Økonomiske forhold

Den økonomiske utviklingen til både bransje og selskap kan i stor grad relateres til konsumentenes etterspørsel. Viktige økonomiske faktorer som driver etterspørselen er bruttonasjonalprodukt (BNP), arbeidsledighet og rentenivå.

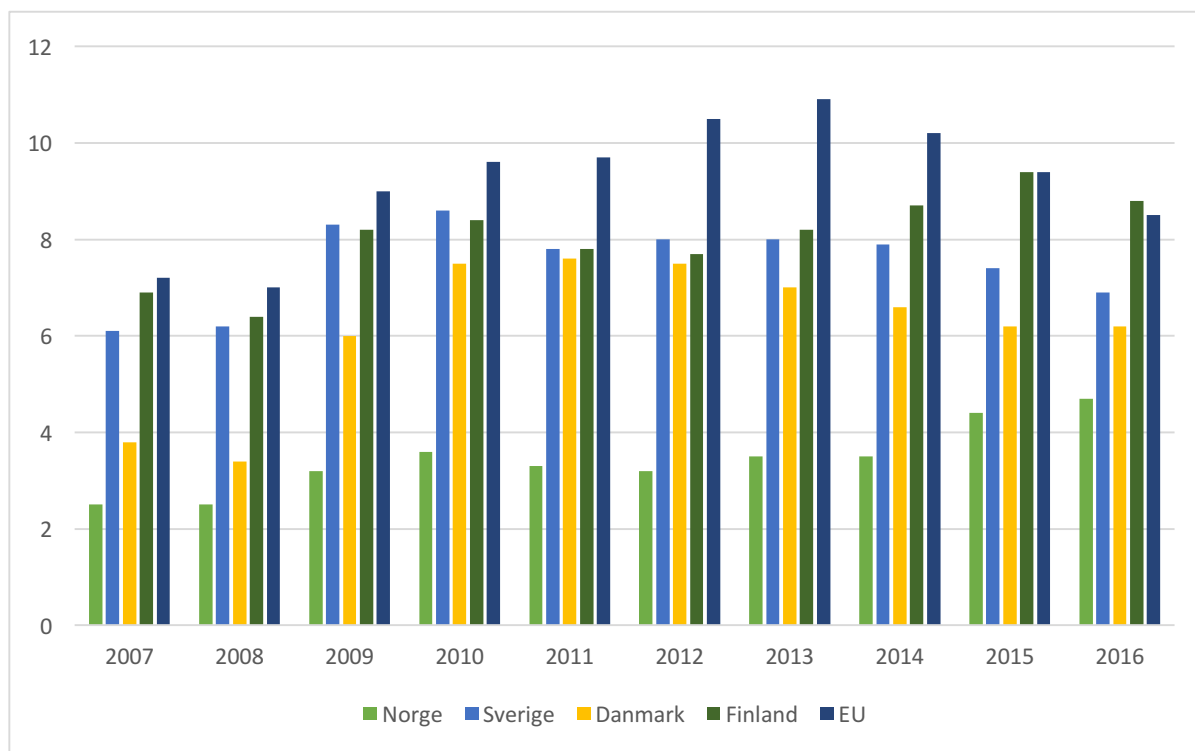
Som et mål på velferdsnivået i et land, viser BNP per innbygger at de nordiske økonomiene er blant verdens mest velstående (XXL, 2017a). Norge, Sverige, Danmark og Finland hadde i 2015 BNP per innbygger på henholdsvis 62 025, 47 823, 48 994 og 42 268 (OECD Data, 2017). Dette viser at alle landene XXL opererer i har en BNP per innbygger som er over gjennomsnittet til de 28 EU-landene. Norge utmerker seg med en BNP per innbygger som er 60 % høyere enn EU. Figur 15 viser utviklingen i BNP per innbygger fra år 2000 til 2015.



Figur 15: Utvikling i BNP per innbygger i Norge, Sverige, Danmark, Finland og EU fra år 2000 til 2015. Figuren viser tall i USD. Tallene er faktiske størrelser. Kilde: OECD Data (2017)

Norge

Som følge av fall i etterspørselen i olje- og gassnæringen, har Norge vært preget av økonomiske nedgangstider siden høsten 2014 (SSB, 2017, s. 14). I 2016 økte BNP med kun 0,8 prosent, som er den laveste veksten siden finanskrisen i 2009. Til sammenligning var veksten på 1,1 % i 2015. Grunnet lav aktivitetsvekst har det også vært en veldig svak utvikling i sysselsettingen. Totalt i 2016 økte sysselsettingen med 0,1 prosent i 2016, mot en vekst på 0,3 prosent i 2015 (SSB, 2017, s. 15). Dette bidro i neste omgang til en økt arbeidsledighet i perioden 2015 til sommeren 2016. Etter endt periode nådde arbeidsledigheten en topp på 4,9 %, noe som tilsvarer 1,7 % høyere enn før konjunkturedgangen (SSB, 2017, s. 15). Figur 16 nedenfor viser utviklingen i arbeidsledigheten i Norge, Sverige, Danmark og Finland gjennom de siste 10 årene.



Figur 16: Arbeidsledighet i Norge, Sverige, Danmark, Finland og EU. Kilde: Eurostat (2017)

Styrringsrenten ble betydelig redusert for å dempe virkningene av finanskrisen, og er i senere tid blitt ytterligere redusert. I mars 2016 ble den satt ned til rekordlave 0,5 prosent (SSB, 2017, s. 15). SSB antar at renten vil holde seg på dette nivået i både 2017 og 2018 (SSB, 2017, s. 21). Slike renteendringer påvirker både XXL og de andre aktørene i bransjen. I tilfeller hvor styrringsrenten settes ned, er det normalt at både forbruk og investeringer går opp. Dette skyldes at både privatpersoner og bedrifter har mer penger å rutte med etter at gjelden er betalt (Sagmoen, 2016b). En nedgang i rentenivået i kombinasjon med lave oljepriser resulterte i en svakere krone frem til årsskiftet 2015/2016. I løpet av 2016 har oljeprisen økt fra å ligge på omtrent 30 dollar per fat i begynnelsen av året, til en pris på rundt 55 dollar ved årets slutt. Dette har resultert i en sterkere krone, men den befinner seg fremdeles på et historisk svakt nivå (SSB, 2017, s. 16). En svak krone bidrar til økt eksport ettersom varer og tjenester som skal selges i utlandet blir billigere (Sved, 2016). Samtidig blir det også dyrere å importere varer til Norge. For XXL og resten av bransjen vil dette påvirke importen av varer, ettersom endringer i valutakurser vil kunne føre til høyere innkjøpspriser.

Det er flere tegn på at nedgangstiden snart er over, og prognoser fra SSB viser at økonomien gradvis vil ta seg opp igjen i løpet av 2017. Det antas at oljeprisen øker til 70 dollar per fat mot slutten av året, og holder seg omtrent på dette nivået frem til 2020 (SSB, 2017, s. 19). Det er også ventet at eksporten vil ta seg noe opp igjen. Videre forventes det økte lønninger og høyere

sysselsetting, slik at realdisponibel inntekt vil ha en høyere vekst i 2016, til tross for en stabil rente. Det er rimelig å anta at dette vil føre til økt vekst i husholdningenes konsum. Estimerte tall fra SSB (2017, s. 19) viser en stabil arbeidsledighet ut året, med en liten økning i sysselsettingen. Det anslås at kronekursen kommer til å holde seg uendret gjennom prognoseperioden. Høyere oljepris og lavere inflasjonsforskjell mellom Norge og EU vil antageligvis styrke kronen (SSB, 2017, s. 19).

Sverige

Den økonomiske veksten i Sverige har vært sterk, og fra 2015 til 2016 økte BNP med 3,3 % (Breivik, 2017). Dette er betydelig høyere enn gjennomsnittet på 2,1 % de siste fem årene (SSB, 2017, s. 10). Det er hovedsakelig økt eksport, høyere privat konsum og offentlig forbruk som har bidratt til BNP-veksten. Sverige har i dag en svært ekspansiv pengepolitikk som følge av vedvarende inflasjon lavere enn målet på 2 % (OECD, 2016a). De siste årene har Riksbanken derfor arbeidet for å hindre at den svenske kronen skal bli for sterk, og har kuttet styringsrenten fra 0,75 til minus 0,5 prosent (Takla, 2016c). SSB (2017, s.11) antar at styringsrenten vil bli værende på det rekordlave nivået i noen år til.

Ifølge OECD (2016a) er veksten i innenlandsøkonomien ventet å fortsette å vokse kraftig. Dette skyldes solid etterspørsel, voksende arbeidsstyrke og økende produktivitet. Samtidig er arbeidsledigheten gradvis på vei ned. BNP-veksten er derimot ventet å avta betraktelig i løpet av de neste to årene (OECD, 2016a). Usikker etterspørselsvekst og svak eksport er anslått å dempe investeringene i næringslivet.

Finland

Finland har siden 2007 hatt en svak økonomisk utvikling (Gjendem, 2015). Landet har vært rammet av handelsrestriksjoner med Russland, i tillegg til den økonomiske nedgangen Russland har hatt grunnet oljeprisfallet (Sundberg, 2015).

Økt privat konsum og investeringsvekst har ført til at økonomien har trukket seg ut av resesjonen (OECD, 2017c). Ifølge OECD (2017c) vil økonomien styrke seg noe i løpet av 2017. Veksten er imidlertid ventet å være lav, ettersom nasjonal etterspørselsvekst er spådd til å svekkes igjen. I tillegg er det private forbruket begrenset som følge av lav inntektsvekst i

husholdningene (OECD, 2017c). Arbeidsledigheten er ventet å avta noe og inflasjonen vil ta seg langsomt opp. Finland hadde i 2016 en styringsrente på minus 0,4 % (Takla, 2016b).

Danmark

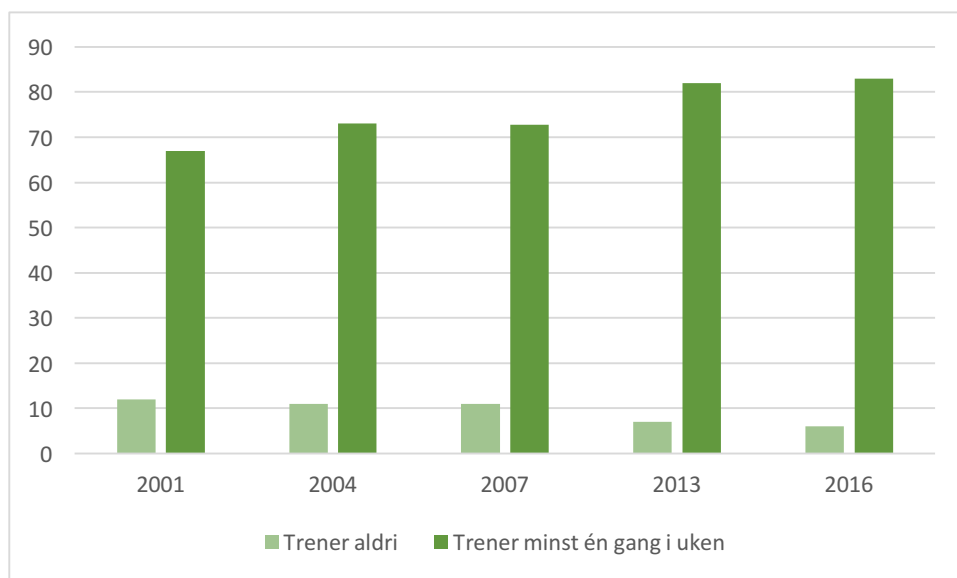
Etter en økonomisk stagnasjon i 2015, tok den danske økonomien seg opp igjen i 2016. BNP vokste 1,1 % i 2016, som vil si en nedgang på omtrent 0,4 % de to foregående årene (SSB, 2017, s. 11). Veksten i BNP skyldtes sterk forbedring i privat konsum, investeringer og eksport. Det har vært en nedgang i arbeidsledigheten, fra 6,5 % i oktober 2016 til 6,2 % i januar 2017. Den danske styringsrenten har vært negativ i over 4 år, og var i mai 2016 på minus 0,65 % (Armstrong, 2016).

Den økonomiske veksten er ventet å gradvis øke til 1,9 % i 2018, drevet av investeringer, solid privat forbruk og eksport (OECD, 2016b). Inflasjonen er satt opp til 2 % ved utgangen av prognoseperioden. Handelsavtalene med Storbritannia øker mulighetene for at landet kan bli berørt av Brexit eller annen uro i finansmarkedene.

De nordiske landene er kjent for å ha robuste økonomier, men det har i senere tid vært en svak utvikling. Samlet sett anser vi de økonomiske forholdene for å ha en *negativ* effekt for XXL i prognoseperioden.

4.1.1.3 Sosiale forhold

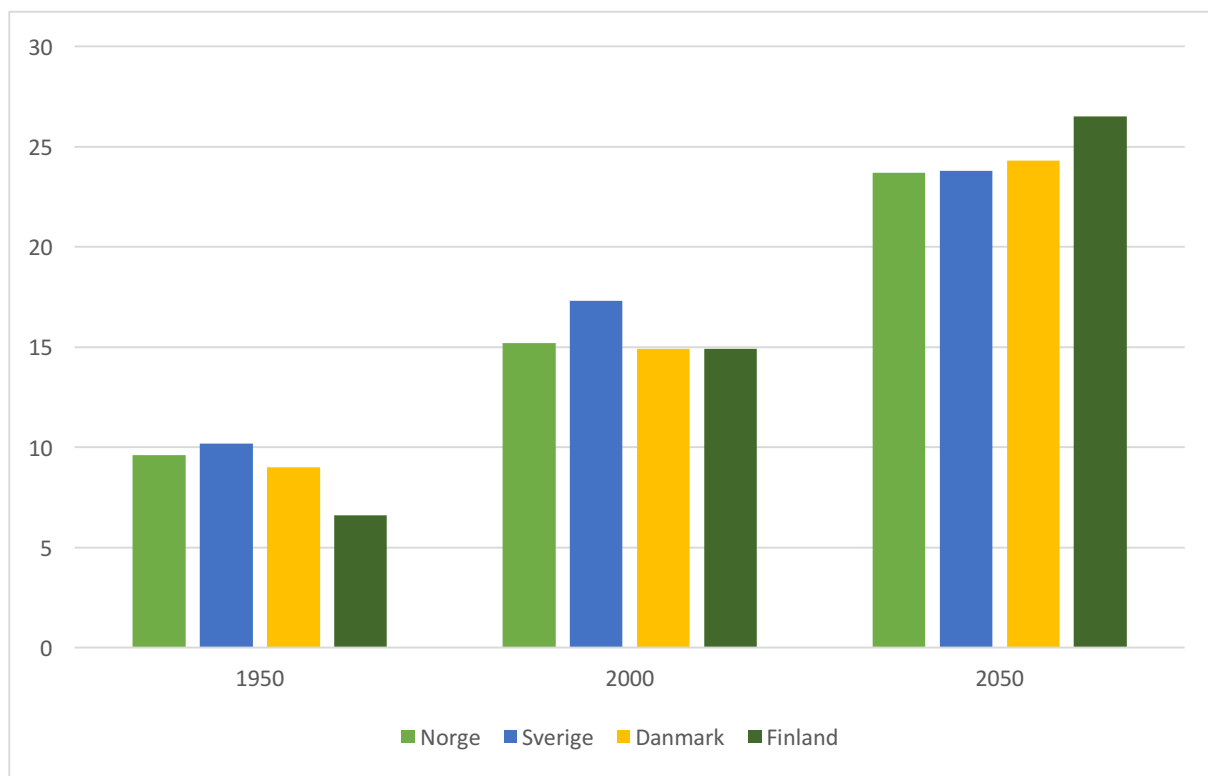
Sosiale forhold innebærer faktorer som endring i livsstil, helse og velferd, samt utdanning (Ræstad, udatert). Statistisk Sentralbyrå (SSB) har i flere år gjennomført levekårsundersøkelser for å *"belyse hovedtrekkene ved ulike sider av befolkningens levekår og ulikheter i befolkningens levekår"* (SSB, 2016a). Temaet for undersøkelsen i 2016 var idrett og fysisk aktivitet. Resultatene viser at Norges befolkning trener mer nå enn tidligere. Hele 83 % av befolkningen i alderen 16 år eller eldre oppgir at de trener eller mosjonerer minst én gang i uken (SSB, 2016a). Til sammenligning var dette tallet 66 % i 2001, og 73 % i 2004 og 2007. Figur 17 viser at andelen som trener ukentlig har økt med omtrent 20 % de siste femten årene (SSB, 2016a). Samtidig har andelen som aldri trener blitt betydelig redusert.



Figur 17: Andel av befolkningen over 16 år som trener eller mosjonerer. Kilde: SSB (2016a)

Lignende undersøkelser gjennomført av European Commission, viser at svenskene, danskene og finnene er blant de mest fysisk aktive i Nord-Europa. Andelen som trener eller spiller sport minst én gang i uken er 70 % i Sverige, 68 % i Danmark og 66 % i Finland (European Commission, 2014). Gjennomsnittet for hele EU ligger på snau 41 %. Økt fokus på helse og trening i de nordiske landene vil dermed kunne gi positiv effekt for XXL.

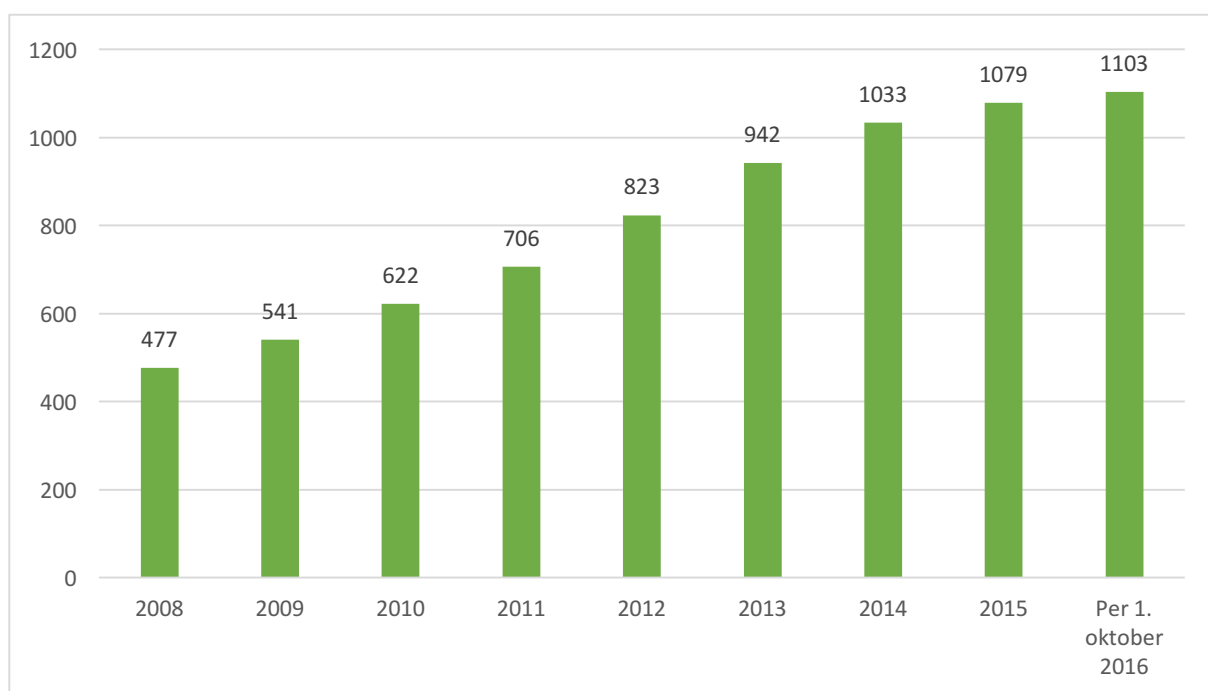
Det er et økt fokus på å være fysisk aktiv i flere grupper i samfunnet, deriblant de eldre. Ifølge SSB (2016a) økte aktivitetsnivået mest blant de eldre i 2016. Andelen kvinner over 67 år som trener ukentlig har økt med 22 % de siste femten årene. For menn i samme aldersgruppe har andelen økt med 16 % i samme periode. Antallet eldre som oppga at de aldri trente har halvert seg siden 2001, og ligger nå på om lag 13 % (SSB, 2016a). Dette er positivt for XXL og sportsbransjen ettersom en eldrebølge er på vei. SSB (2015) regner med at om lag 25 % av befolkningen i de nordiske landene vil være 65 år eller eldre innen år 2050.



Figur 18: Andel av befolkningen som er 65 år eller eldre i utvalgte land. Kilde: SSB (2015)

Det er også en klar sammenheng mellom utdanning og aktivitetsnivå, da 90 % av de som har utdanning fra universitet- eller høyskolenivå trener ukentlig (SSB, 2016). I de nordiske landene er det relativt vanlig å ta høyere utdanning, noe som er positivt for tilbyderne av sport- og fritidsutstyr.

At stadig flere ønsker å fremstå med en aktiv livsstil kan også illustreres ved å se på utviklingen i antall treningssentre. Fra figur 19 kan vi se at antallet treningssentre i Norge har mer enn doblet seg i løpet av årene 2008 til 2016. Det betyr at flere nordmenn er medlem av et treningssenter i dag, hvilket er positivt for XXL og resten av sportsbransjen. XXL tror at dagens fokus på sport og helse også vil bidra til fremtidig vekst hos selskapet (XXL, 2016a).



Figur 19: Utvikling i antall treningsentre i Norge. Tall i faktiske størrelser. Kilde: Virke (2016)

Det å være aktiv har i senere tid fått et større fokus i motebildet. Enkelte trener som følge av interesse og bedre helse, mens andre har et ønske om å fremstå med en aktiv livsstil. Det har for eksempel blitt mer utbredt å bruke sportsklær som hverdagsklær. I 2014 meldte flere jeansprodusenter om en nedgang i salget på om lag 6 % (Jensen, 2015, 26.02). På den annen side steg salget av yogabukser og løpetights med 7 % i samme periode. Den sporty trenden kan være en viktig bidragsfaktor til at sportsbransjen har kapret markedsandeler fra klesbransjen de siste årene (Norsk Sportsbransjeforening, 2016).

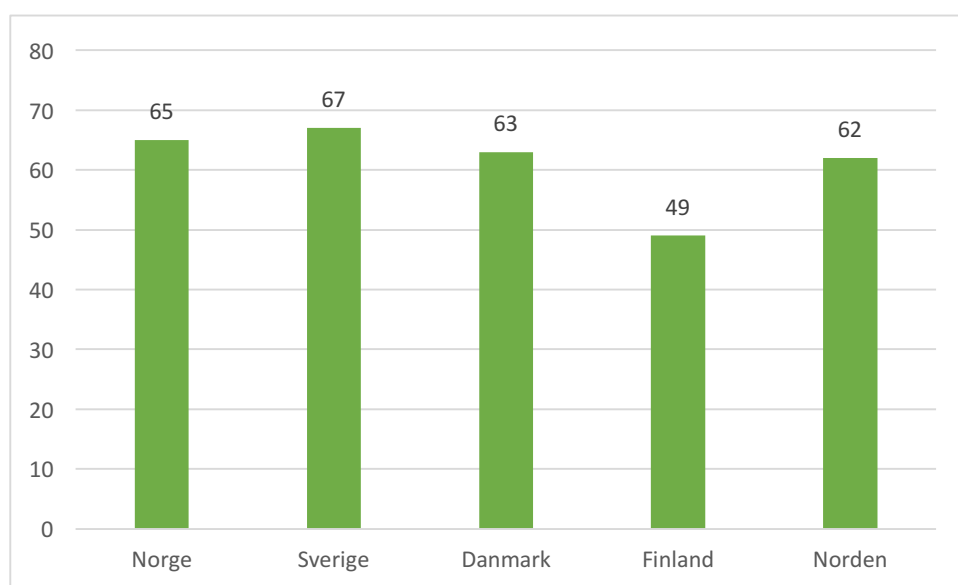
Sosiale forhold er ventet å ha en *veldig positiv* effekt for XXL i prognoseperioden. Økt fokus på helse og trening er sentrale faktorer som kan forklare årsaken til at forbrukerne kjøper sport- og treningsutstyr.

4.1.1.4 Teknologiske forhold

Teknologiske faktorer som kan påvirke virksomhetens omgivelser er blant annet internett, teknologisk nivå og -utvikling (Johnson, Whittington & Scholes, 2011, s. 50). Målet til XXL er å bli den ledende distribusjonskanalen med et bredt sortiment av sports- og villmarksprodukter til lave priser (XXL, udatert, e). I den forbindelse har kjeden satt en strategi om å *”kapitalisere på forventet vekst i sportsmarkedet og bedre sin konkurranseposisjon ved å dra nytte av*

stordriftsfordeler” (XXL, udatert, e). Dette innebærer å forbedre prosedyrene i forsyningskjeden, IT-systemer og butikkonsepter.

Omsetningen i sportsbransjen øker hvert år, og veksten er særlig sterk på nett (Norsk Sportsbransjeforening, 2015). Hele 62 % av den nordiske befolkningen i alderen 18 til 79 år handlet på nett i 2016 (Postnord, 2017). Den totale netthandelen i Norden utgjorde 213,6 milliarder NOK i 2016, noe som vil si en økning på 40,5 % fra forrige år (Postnord, 2017).

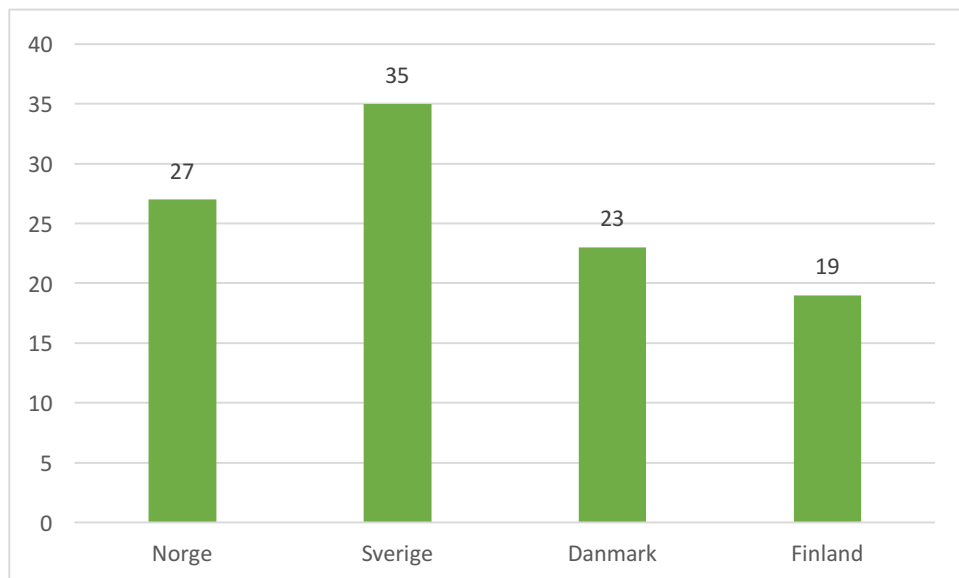


Figur 20: Antall som handler på nett hver måned. Tall i prosent. Kilde: Postnord (2017)

Vi ser av figur 20 at Finland skiller seg betydelig ut fra de resterende landene i Norden. Til tross for at Finland har tilsvarende internettdækning som resten av landene, ligger de fremdeles bak når det kommer til netthandel. Hver måned handler annenhver forbruker mellom 18 og 79 år på nett i Finland (Postnord, 2017). Dette er det laveste tallet i Norden, og henger trolig sammen med at befolkningen stiller seg kritiske til å utgi personlige kortopplysninger på nett (Postnord, 2017).

Sverige er den største netthandelsnasjonen. Her handlet forbrukerne for det høyeste beløpet i 2016, nærmere 83 milliarder NOK (Postnord, 2017). Nordmenn på den annen side, brukte mest penger per person – om lag 1691 NOK. Klær og sko, hjemmeelektronikk og medieprodukter er de tre varekategoriene det handles mest av (Postnord, 2017). Sport- og fritidsartikler ligger på femteplass. En viktig grunn til at nordiske forbrukere kjøper varer på nett, er at de kan handle akkurat når det passer dem. I tillegg hevder flere at det er billigere enn å handle i fysisk butikk,

og at utvalget er både større og bedre. En annen fordel er at man sparer tid, i tillegg til å kunne handle til alle døgnets tider.



Figur 21: Handlet med mobilen. Tall i prosent. Kilde: Postnord (2017)

Mobiltelefonen har raskt endret konsumentenes atferd, både ved handel over nett og i fysisk butikk. Den ligger ofte lett tilgjengelig og benyttes som et verktøy til innkjøp, men også som kilde til informasjon gjennom hele kjøpsprosessen. Forbrukeren kan lett skaffe seg opplysninger om varer og tilbud, eksempelvis gjennom sms, e-post eller annonser (Postnord, 2017). Dette har resultert i at et stort antall nettbutikker har vært raskt ute med å lage spesialtilpassede nettsider og applikasjoner for nettbrett og mobiltelefoner. Gresvig, som er XXLs største konkurrent, har for eksempel egne apper som viser både sportstilbud og trender. Skal XXL henge med i konkurransen, er dette noe selskapet må tilpasse seg etter.

I rapporten til Postnord (2017) kommer det frem at 25 % av kundene som handler på nett, utfører kjøpet med mobiltelefonen. Det er store forskjeller på tvers av land og aldersgrupper. Det som derimot er felles for de nordiske landene, er at kundene i aldersgruppen 18 til 49 år, oftere bruker mobiltelefonen ved kjøp enn de eldre (Postnord, 2017). Som det fremgår av figur 21, blir det handlet mest med mobil i Sverige og Norge. Svenskene handler nesten dobbelt så ofte som finnene med mobilen (Postnord, 2017).

Økt netthandel fører med seg en rekke utfordringer. Blant annet viskes handelsgrensene i større grad ut (Postnord, 2016). I tillegg benyttes internett og nettbutikker i større grad som et sammenligningsverktøy for å sjekke prisene i de ulike butikkene. Det er derfor blitt svært viktig

å være tilgjengelig på mange arenaer, både med tanke på markedsføring, men også for salg i nettbutikk. Her har XXL utmerket seg de siste årene. Kjeden har i dag Nordens største nettbutikk innen sportsutstyr (Virke Handel, 2015a).

Forbrukerne i Norden stiller stadig strengere krav til netthandel. Dette setter premisser for blant annet nettbutikker og logistikkleverandører (Postnord, 2017). Forbrukerne ønsker smidige og raske leveranser. I tillegg skal handelen være lettvinnt, behagelig og fleksibel. Forbrukerne er interessert i å kunne følge med på hvor pakken befinner seg til enhver tid. For å lykkes må aktørene derfor bli både kvikkere, mer personlig og smartere (Postnord, 2017). XXL har satset tungt på netthandel og har tilpasset seg den teknologiske utviklingen gjennom effektiv logistikk. De benytter seg av et automatisert ekspedisjons- og distribusjonssystem (Ny teknikk, 2009, 15.03).

Vi konkluderer med at teknologiske faktorer gir en *positiv* effekt for XXL i prognoseperioden. Kjeden satser stort på netthandel, og det ser ut til at de klarer å henge med i den teknologiske utviklingen. Dette gjenspeiles blant annet i tittelen som Nordens største nettbutikk innen sportsutstyr.

4.1.1.5 Miljømessige forhold

Miljømessige forhold er svært betydningsfulle for sportsbransjen. Selskapenes evne til å vokse vil avhenge av den offentlige oppfatningen av merkevaren. Eventuelle hendelser eller negativ publisitet kan redusere etterspørselen etter produktene. I tillegg vil manglende overhold av etiske, sosiale og miljømessige standarder kunne sette omdømmet på spill.

De siste årene har fokuset på såkalte ”grønne” bedrifter økt. Forbrukerne blir stadig mer opptatt av at produktene de kjøper skal produseres på en miljøvennlig og bærekraftig måte. Mote- og tekstilbransjen er en av de mest forurensende og ressursforbrukende industriene i verden (Nordisk Ministerråd, 2015). Industriens høye forbruk av energi, vann, kjemikalier og sprøytemidler utgjør risikofaktorer. Det brukes mange kjemikalier i produksjonen av tekstiler, og noen av disse er skadelige for både helse og miljø – spesielt i produksjonslandene. Det gjelder både allergi- og kreftfremkallende, samt hormonforstyrrende kjemikalier (Nordisk Ministerråd, 2015). De fleste tekstilene som omsettes i Norge er importert. Importen skjer fra fattige land med svakere kjemikalier regelverk enn land i Europa (Miljødirektoratet, 2016,

24.06). En utfordring for bransjen er derfor å sikre de rette standardene for miljøvennlighet og arbeidsvilkår i produksjonslandene.

Andre viktige miljømessige faktorer bransjen står overfor, relaterer seg til transport av varer og avfallshåndtering (XXL, 2016b). XXL plasserte sine to sentrallagre i Norge og Sverige strategisk med tanke på leveringsruter, hovedveier, jernbane og flyplasser. Ved bruk av sentrallagre reduseres antall biler på veiene ved at transporten skjer direkte fra leverandør til butikk. XXL har også inngått et samarbeid med Posten Norge, som har innført klimanøytrale servicepakker (XXL, udatert, d). Det betyr at produkter som bestilles på nettsiden til XXL blir sendt med jernbane der det er mulig, i stedet for tradisjonell levering med motoriserte kjøretøy. Som et tiltak for å redusere avfall donerer XXL innklagede og returnerte varer til veldedighet eller andre trengende. De tar også imot elektronisk avfall av ”samme type eller funksjon” som er kjøpt i deres varehus (XXL, 2016b).

De miljømessige forholdene antas å være *positive* for XXL, da økt miljøfokus kan bidra til høyere etterspørsel og dermed høyere inntjening.

4.1.1.6 Legale forhold

Legale forhold innebærer faktorer som diskriminerende lovgivning, forbrukervern, miljøvernlovgivning og arbeidsmiljølovgivning (Flåten & Knudsen, 2015, s. 17). I Norge er de fleste arbeidsforhold underlagt arbeidsmiljøloven. Loven skal ”sikre trygge ansettelsesforhold og sørge for likebehandling i arbeidslivet” (Regjeringen, 2016, 08.06).

Siden store deler av produksjonen til XXL foregår i Asia, er det viktig at selskapet er klar over hvor produktene kommer fra, og under hvilke forhold de blir produsert. XXL aksepterer ikke diskriminering, barnearbeid eller korrupsjon, og krever at leverandørene sine driver etisk gjennom sin *Code of Conduct* (XXL, 2016b). XXL mener det er en positiv sammenheng mellom det å være et bærekraftig selskap og samtidig skape profitt (XXL, 2016b). Selskapet forplikter seg til å handle i samsvar med ansvarlige, etiske og sunne forretningsprinsipper, i tillegg til gjeldende lover og offentlige reguleringer.

Som næringsdrivende må XXL også forholde seg til markedsføringsloven, som regulerer bruken av markedsføringstiltak (Kaurel & Vikøren, 2014, 21.07). I 2016 ble selskapet bedt om å fjerne ulovlig markedsføring da de reklamerte med ”prisgaranti” på hjemmesidene sine

(Brækhus, 2016, 15.11). Forbrukerombudet har flere ganger bedt XXL om å endre sine reklamer, da selskapet tidligere har brukt påstander som ikke er lov. Dette har ført til at de har måttet undertegne en skriftlig stadfesting mot å bruke lignende påstander igjen (Brækhus, 2016, 15.11).

Ved salg av skytevåpen er XXL underlagt produktkontrollloven, i tillegg til andre forskrifter og restriksjoner som relateres til denne type salg (XXL, 2016b). De må videre forholde seg til lover som omfatter forbrukerkjøp, forbrukerprodukt sikkerhet, produktmerking, *e-commerce* og elektronisk kommunikasjon (XXL, 2016b).

De legale forholdene er omfattende og pålegger selskapet strenge restriksjoner. Overtramp kan i verste fall føre til svekket omdømme og lavere salg. Oppsummert vurderer vi effekten til å være *nøytral* for XXL i prognoseperioden.

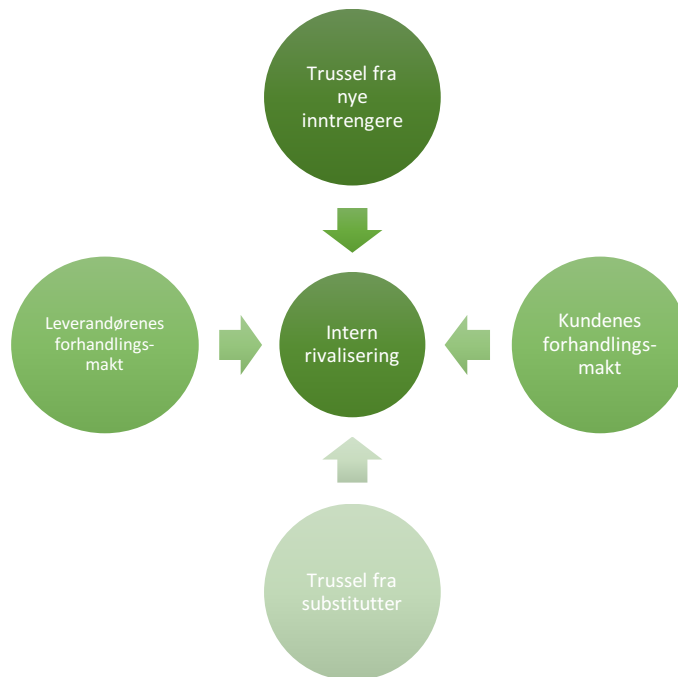
4.1.1.7 Oppsummering av PESTEL

En oppsummering av PESTEL-analysen er illustrert i tabell 2. Politiske og legale forhold anses å være nøytrale for XXL i prognoseperioden, mens økonomiske forhold anses for å ha en negativ effekt. Vi konkluderer med at både teknologiske og miljømessige forhold gir en positiv effekt, mens sosiale forhold er forventet å ha en veldig positiv effekt.

Faktorer	P	E	S	T	E	L
Veldig positiv			X			
Positiv				X	X	
Nøytral	X					X
Negativ		X				
Veldig negativ						

Tabell 2: Oppsummering av PESTEL

4.1.2 Porters fem krefter



Figur 22: Porters fem krefter. Kilde: Porter (2008)

Porters fem krefter brukes for å vurdere hvilke forhold som er av størst betydning for konkurransen, og dermed lønnsomheten i egen bransje (Porter, 1992, s. 25). De fem kreftene som påvirker konkurransesituasjonen er: nye inntrengere, substitutter, kundenes forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt og intern rivalisering blant eksisterende aktører (Porter, 2008, s. 80). Styrken til de ulike kreftene vil variere fra bransje til bransje, og forandrer seg etter hvert som bransjen utvikler seg. Ved å påvirke de fem kreftene gjennom egen strategi, kan en endre bransjens attraktivitet i positiv eller negativ retning (Porter, 1992, s. 25). Vi beregner de fem kreftene til å ha en lav, moderat eller høy effekt på konkurransesituasjonen.

4.1.2.1 Trussel fra nye inntrengere

Nye inntrengere er selskaper som etablerer seg i samme bransje (Flåten & Knudsen, 2015, s. 5). Jo lettere det er å etablere et selskap i en bestemt bransje, jo vanskeligere vil det være for eksisterende aktører. Det eksisterer derimot hindringer som må overvinnes av de nye aktørene for å kunne entre markedet (Johnson et al., 2011, s. 55). Slike hindringer gagnar de etablerte

selskapene, ettersom trusselen fra nye inntrengere er lavere i bransjer med høye inngangsbarrierer. Typiske inngangsbarrierer er stordriftsfordeler, kapitalinvesteringer, kundelojalitet, og differensiering.

Sportsbransjen domineres av noen få og store kjeder, i tillegg til at det finnes et lite utvalg mindre og spesialiserte selskaper. De store kjedene har valgt å satse på digre varehus, og kan dermed dra nytte av en rekke stordriftsfordeler som er med på å heve inngangsbarrierene. Det kan tenkes at de har mulighet til å handle i større kvantum, og på denne måten oppnå lavere innkjøpspriser enn mindre, nyetablerte aktører. Andre stordriftsfordeler er reduserte transport-, lager- og administrasjonskostnader som også hever inngangsbarrierene, og bidrar til å gjøre det vanskelig for fysiske butikker å etablere seg. I tillegg vil større kjeder ha muligheten til å administrere logistikken på en mer effektiv og kostnadsbesparende måte. Dette ser vi blant annet hos XXL, som har plassert sine to sentrallagre strategisk med tanke på logistikk. Begge sentrallagre er utstyrt med roboter som bidrar til høy grad av effektivitet og lavere kostnader (XXL, 2017a). En fremtidig potensiell trussel, derimot, er flere rene nettbutikker. Slike butikker har en fordel i form av lavere driftskostnader, noe som er med på å senke inngangsbarrierene i bransjen.

I sportsbransjen kreves det ikke like store kapitalinvesteringer som i andre bransjer. De fleste varehus og butikker leies gjennom *joint venture* eller franchise-avtaler. XXL er foreløpig eneste aktør som eier og driver alle varehus selv (XXL, 2017a). I utgangspunktet vil det derfor kun være behov for et lokalt lager, løssøre, produkter og personell ved etablering av sportsbutikker. Det er heller ikke nødvendig med spesifikke autorisasjoner eller andre tillatelser. Dette er med på å senke inngangsbarrierene og gjør det lettere for nye inntrengere.

XXL har sammen med sine konkurrenter klart å opparbeide seg solide posisjoner i markedet. Ved å ha et høyt fokus på samfunnsansvar, har eksisterende aktører sikret seg et godt omdømme og skapt gode relasjoner med kundene. De fleste selskapene har også foretatt betydelige investeringer i reklamemateriell og opplæring og kursing av personalet, noe som har bidratt til å styrke posisjonen deres. I en spørreundersøkelse foretatt av Norsk Kundebarometer i 2016, kommer det frem at XXL ligger på topp blant konkurrentene, med en lojalitet på 85,4 % og tilfredshet på 75,6 % (BI, 2016). Dette tyder på at kundene i større grad vender tilbake til XXL, enn til konkurrentene. På den annen side kan det tenkes at kundelojaliteten ikke spiller like stor rolle ved kundenes valg av grossist. Siden forbrukerne er prisbevisste, vil de velge den aktøren

med lavest pris, så lenge byttekostnaden ikke overstiger prisforskjellen. Lave byttekostnader bidrar til å svekke inngangsbarrierene, da terskelen for å bytte forhandler blir lavere.

Siden mesteparten av utvalget i sportsbutikkene består av de samme merkevarerne, vil det være utfordrende å differensiere seg. Differensiering kan forklares ved at et produkt eller en tjeneste blir tildelt høyere verdi enn konkurrentenes (Johnson et al., 2011, s. 57). Noen kjeder klarer likevel å differensiere seg ved å tilby egne merkevarer og eventuelt ha enerett på bestemte merker. Andre, mindre aktører differensierer seg ved å satse på spesialisering i stedet for bredt produktutvalg og lave priser. Dette gjelder for eksempel surfshop.no og bikeshop.no som forsøker å appellere til surfe- og sykkelinteresserte kunder.

Som vi ser finnes det flere inngangsbarrierer som bidrar til å redusere trusselen fra nye inntrengere. Blant annet gjelder dette stordriftsfordeler og kundelojalitet. I fremtiden kan det tenkes at det kommer flere nettbutikker, noe som er med på å øke trusselen. Sammenlagt anser vi trusselen fra nye inntrengere som *moderat*.

4.1.2.2 Kundenes forhandlingsmakt

Dersom kundene har stor forhandlingsmakt kan de bidra til prispress og kreve forbedringer av produkter og/eller tjenester, og dermed redusere bransjens lønnsomhet (Johnson et al., 2011, s. 58). Kundenes forhandlingsmakt er høy dersom det eksempelvis finnes konsentrerte kjøpere, lave byttekostnader eller at produktene eller tjenestene ikke er differensierte.

Kundegruppen i sportsbransjen består for det meste av privatpersoner som handler i små kvantum. Siden hver enkelt kunde handler et fåtall produkter, vil det ikke ha så stor betydning for en forhandler om den ene kunden skifter tilbyder. Det kan da gi inntrykk av at kundene har lite makt i bransjen, så lenge ikke alle kundene opptrer likt og dermed øker makten.

Netthandel og et bredt utvalg i prissammenligningsverktøy har bidratt til at det er enkelt for kundene å være oppdatert på både vareutvalg, priser og kampanjer ved de ulike utsalgsstedene. Det er i dag enkelt for kunden å finne den butikken eller nettstedet som tilbyr lavest pris, uavhengig om den ligger i Norge eller i utlandet. Dette har ført til at kundens byttekostnader har blitt betydelig redusert. De fleste produktene som finnes i XXL sine varehus, selges også hos kjedens konkurrenter (XXL, udatert, a). XXL selger dermed ikke-differensierte produkter, noe som bidrar til å øke kundenes forhandlingsmakt.

Kundene kan enkelt bytte mellom ulike tilbydere, hvilket fører til lave byttekostnader og styrket forhandlingsmakt. Et stort antall kunder som handler i lave kvantum vil på den annen side føre til at forhandlingsmakten reduseres. Totalt anser vi forhandlingsmakten som *moderat*.

4.1.2.3 Trussel fra substitutter

Et substitutt fungerer som stedfortreder eller erstatning for et annet produkt eller tjeneste (Nordbø, 2009, 15.02). Substitutter kan bidra til redusert etterspørsel da forbrukerne kan kjøpe andre produkter. Jo høyere trussel fra substitutter, jo mindre attraktiv vil bransjen fremstå (Johnson et al., 2011, s. 58). Utviklingstrend innenfor teknologi eller mote, og forhold som byttekostnad, differensiering og kundelojalitet spiller en viktig rolle (Flåten & Knudsen, 2015, s. 5).

I 2015 stod sko- og tekstilsegmentet for 55 % av sportsbransjens totale omsetning (Norsk Sportsbransjeforening, 2016). Sportsbransjen har i en årrekke kapret markedsandeler fra klesbransjen, men det kan nå se ut som at klesbransjen slår tilbake. Klesbutikker som Cubus og Hennes & Mauritz har sammen med en rekke andre rimelige kjedebutikker valgt å satse mer på treningsklær i sortimentet sitt. Det blir stadig mer utbredt å bruke treningsklær som fritidsklær, noe som bidrar til flere substitutter. Dette kan utgjøre en trussel for XXL og andre aktører i sportsbransjen ved at kundene har flere alternativer å velge mellom. Tilsvarende kan også produkter fra skobutikker oppfattes som substitutter.

XXL har et stort utvalg av utstyr for jakt og fiske, samt andre typer sport- og fritidsutstyr. Muligheten for å leie ski og snowboard på skisentre kan utgjøre en potensiell trussel for kjeden. Det samme gjelder medlemskap på treningssentre som kan fungere som et substitutt til tredemøller og treningsapparat som selges hos sportsforhandlere.

Ved å tilby et bredt spekter av kjente merkevarer og ha et oppdatert utvalg av teknologiske produkter, klarer XXL å være oppdatert på dagens trend og ny teknologi. Som tidligere nevnt har XXL lave byttekostnader og liten grad av produktdifferensiering, mens graden av kundelojalitet vil variere fra kjede til kjede. XXL oppnådde i 2016 høyest score på kundelojalitet blant konkurrentene (BI, 2016). Høy kundelojalitet er med på å redusere trusselen fra substitutter.

Vi anser den totale trusselen fra substitutter som *høy*, da det finnes et stort utvalg av substitutter hvor både trend og teknologi kan ha en stor påvirkning.

4.1.2.4 Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandørene supplerer selskapet med det som er nødvendig for at de skal kunne produsere sine produkter eller tjenester. Forhandlingsmakten er høy dersom det finnes et fåtall leverandører og det eksisterer høye byttekostnader (Johnson et. al, 2011, s. 58-59).

XXL tilbyr flere varer til gunstige priser. Produktsortimentet består av produkter fra mer enn 400 leverandører, og omfatter velkjente internasjonale og nasjonale merkevarer (XXL, 2016a). I mangel på andre opplysninger, antar vi at dette tallet også er representativt for de andre store aktørene i bransjen. Et høyt antall leverandører indikerer at leverandørmakten i bransjen er lav. I tillegg er antall leverandører langt høyere enn antall sportskjeder, noe som også indikerer at leverandørmakten reduseres.

Ettersom både kjedene og kundene kan velge andre alternativer når det kommer til hvilken leverandør de skal benytte seg av, anser vi byttekostnadene som lave. XXL tilbyr et lite utvalg produkter som ikke finnes andre steder, men de fleste varene er også tilgjengelig hos konkurrentene. Kjedens egen innkjøpsavdeling avgjør produktbredden, mengden av varer i butikkene og prisene. Innkjøperne gis fullt ansvar innenfor hver produktkategori i det enkelte land, og har også ansvar for å forhandle med leverandørene (XXL, 2016a). Dette gir innkjøperne stor makt når det kommer til valg av både merke og produsent som tas inn i sortimentet, og det antas at dette er likt for de andre aktørene i markedet. Hos XXL finnes det i stor grad en overlapping i produktsortimentet i de ulike butikkene, men med visse lokale- og nasjonale forskjeller grunnet etterspørsel og trender (XXL, 2016a). Ifølge Norsk Sportsbransjeforening (2016) er nordmenn svært merkebevisste, noe som bidrar til at store internasjonale merkevarer har problemer med å etablere seg i landet. Leverandørene som tilbyr de etterspurte merkene vil derfor ha høyere forhandlingsmakt.

Noen sportskjeder tilbyr også egne merkevarer i produktsortimentet sitt, såkalte *private labels*. I enkelte tilfeller vil slike varer kunne fungere som stedfortredere eller erstatninger for andre produkter, og dermed være substitutter for merkevarer. I 2016 var rundt 7 % av driftsinntektene

til XXL knyttet til salg av private label-varer (XXL, 2017a). Substitutter bidrar til å redusere leverandørens makt.

Flere store leverandører, som for eksempel Nike og Adidas, har med årene åpnet egne *brand stores* i de største byene. I tillegg til å selge varene sine i butikk, selger de også produktene sine på internett. På denne måten konkurrerer de med kjedebutikkene og utgjør en trussel ved at mellommenn kuttes ut, slik at de er i direkte kontakt med sluttkunden (Johnson et al., 2011, s. 59). Dette defineres som vertikal integrasjon fremover i verdikjeden, og er med på å styrke leverandørens forhandlingsmakt.

Leverandørens forhandlingsmakt anses som *lav* grunnet et høyt antall tilbydere og lave byttekostnader. En mulig trussel i fremtiden kan være at flere store leverandører foretar vertikal integrasjon.

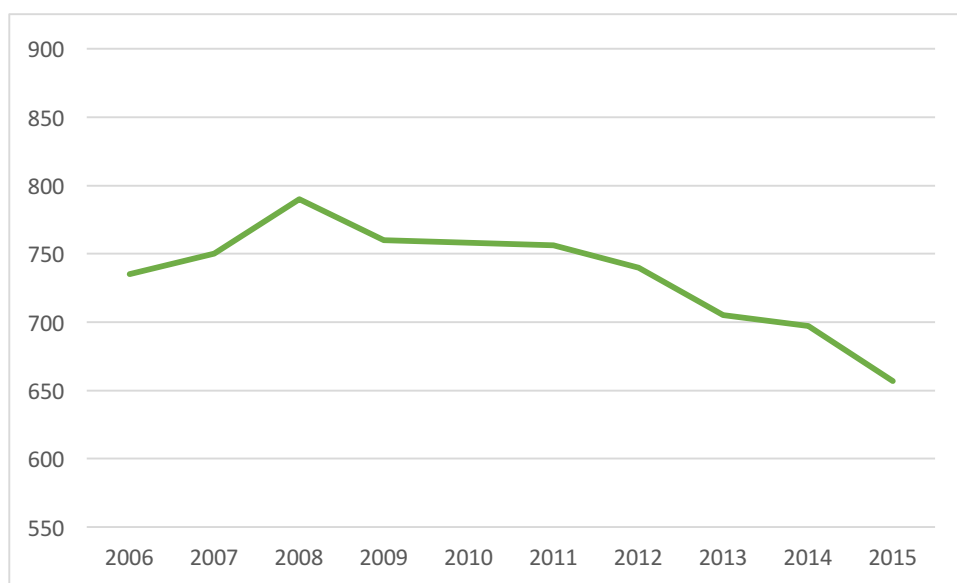
4.1.2.5 Trussel fra intern rivalisering

Graden av rivalisering er høy dersom bransjen preges av tilbydere som er av omtrent samme størrelse, lav vekst i bransjen, høye faste kostnader eller overkapasitet grunnet høye utgangsbarrierer (Johnson et. al., 2011, s. 59-60). I tillegg vil lav grad av produkt differensiering gjøre det enklere for kunder å bytte mellom tilbydere.

Sportsbransjen i Norden er preget av få og store, dominerende aktører. I Norge er de største aktørene XXL og G-Sport/G-MAX med henholdsvis 25,7 % og 22,8 % markedsandel (Norsk Sportsbransjeforening, 2016). Tilnærmet like markedsandeler bidrar til økt rivalisering innad i bransjen ettersom konkurrentene forsøker å få dominans over hverandre. Dette har vi sett de siste årene gjennom flere aggressive annonser og priskriger mellom kjedene som forsøker å gi inntrykk av hvem som er billigst. XXL og Gresvig-konsernet har i flere år klaget på hverandres markedsføring til Forbrukerombudet (Kleppe, 2015b). I 2014 gikk XXL til direkte søksmål mot Gresvigs reklamekampanje, men tapte i både Tingretten og Lagmannsretten (Eidem, 2015).

Konkurransen om markedsandeler er også stor i Sverige og Finland. Sportsbransjen i Finland hadde en lav vekst på 1,3 % i 2014 (Willners, 2015, 13.05). Stadium opplevde en vekst på 15,1 %, mens de resterende kjedene tapte markedsandeler. Da XXL entret det finske markedet samme år, klarte kjeden å oppnå en markedsandel på 3,5 % etter kun 9 måneders drift (XXL,

2015a). I 2016 hadde XXL en omsetning på 1 161 millioner NOK, og kjeden har operert med høyest vekst i Finland blant finske sportskjeder (XXL, 2017a). Svenske Stadium har lenge vært Nordens største sportskjede, men ble i 2014 knust av XXL (Kleppe, 2015a). XXL har siden oppstart hatt en årlig økning i sin markedsandel i Sverige, og kjeden hadde i 2016 en økt omsetning på 21 %. I markeder med lav vekst eller nedgang, vil muligheten til å vokse trolig gå på bekostning av andre (Johnson et al., 2011, s. 59). Det kan derfor tenkes at dette bidrar til økt rivalisering blant de to kjedene i Sverige og Finland de neste årene.



Figur 23: Nedgang i antall sportsbutikker. Kilde: Norsk Sportsbransjeforening (2016)

I perioden 2005 til 2010 opplevde sportsbransjen i Norge høyere vekst enn andre detaljhandler. Etter en reduksjon i veksten i 2011, fortsatte veksten igjen påfølgende år. I 2015 hadde bransjen en vekst på 7,2 %. Dette tilsvarte en økning i omsetningen på 950 millioner NOK, hvor kjedene stod for 91 % av bransjens omsetning (Norsk Sportsbransjeforening, 2016). Kjedenes høye omsetning og den sterke priskonkurransen skjer på bekostning av de tradisjonelle, små sportsbutikkene. Dette har ført til at flere sportsbutikker har måttet legge ned med årene, og siden 2010 har antall konkurser i bransjen mer enn doblet seg (Kleppe, 2015, 29.01). Figur 23 illustrerer nedgangen i antall sportsbutikker fra år 2006 til 2015.

Vi anser sportsbransjen for å ha lave faste kostnader og lave utgangsbarrierer ettersom varelageret er lett omsettelig og mesteparten av lokalene blir leid. I skrivende stund er det kun XXL som eier lokalene sine (XXL, 2016a). Av den grunn vil butikker med lav lønnsomhet kunne legges ned uten særlige problemer. Flertallet av varene som selges hos XXL finnes også hos konkurrentene (XXL, udatert, f). Liten grad av produkt differensiering gjør det enklere for

kundene å bytte mellom leverandørene, og bidrar til priskonkurranse blant selskapene. Dette vil igjen føre til økt rivalisering.

Sportsbransjen i Norden preges av få og store, dominerende aktører, veksten i bransjen har vært forholdsvis lav og det er lett for kundene å bytte forhandler. Dette bidrar til å øke rivaliseringen. På den annen side er både de faste kostnadene og utgangsbarrierene lave. Vi anser den interne rivaliseringen i bransjen som *moderat*.

4.1.2.6 Oppsummering Porters fem krefter

Ved bruk av Porters fem krefter kan vi konkludere med at det er moderat rivalisering i en totalvurdering av bransjen. Dette tyder på at sportsbransjen er noe attraktiv, med en moderat lønnsomhet.

TRUSSEL	LAV	MODERAT	HØY
Nye inntrengere		X	
Kundenes forhandlingsmakt		X	
Substitutter			X
Leverandørens forhandlingsmakt	X		
Intern rivalisering		X	
<i>Totalvurdering</i>		X	

Tabell 3: Oppsummering av Porters fem krefter

4.2 Intern analyse

Gjennom den interne analysen ønsker vi å kartlegge hvilke strategiske ressurser selskapet i dag disponerer, for deretter å bedømme om ressursene danner grunnlag for midlertidige eller varige konkurransefortrinn (Sander, 2015, 10.04). For å identifisere XXLs ressurser og ressursbruk har vi tatt i bruk analyseverktøyet VRIO.

4.2.1 VRIO

VRIO er et analyseverktøy som brukes for å kartlegge hvorvidt et selskaps interne ressurser bidrar til å skape varige konkurransefortrinn. For å ha varige konkurransefortrinn må følgende fire kriterier være oppfylt: verdifull, sjelden, ikke- imiterbar og organisert (Flåten & Knudsen, 2015, s. 9). En ressurs er *verdifull* dersom den forbereder selskapet til å møte muligheter og trusler, i tillegg til å skape verdi. En ressurs er *sjelden* dersom konkurrentene ikke har tilgang på den. Dersom konkurrentene ikke har kunnskapen til å forstå eller klarer å oppnå det samme, sier vi at ressursen er *ikke-imiterbar*. Selskapet er *organisert* når det klarer å utnytte ressursene sine.

Vi har valgt å analysere de ressursene vi mener er mest betydningsfulle for XXL. Dette er ressurser som Big Box-konseptet, innkjøp og logistikk, merkevare, ansatte og ledelse.

4.2.1.1 Big Box-konseptet

Konseptet består av få og store varehus som strekker seg fra 3000 til 5300 kvadratmeter. Her finnes ”alt” av sport- og fritidsutstyr under ett og samme tak (XXL, udatert, b). Butikkene har samme utforming slik at kundene skal få en “*one-stop-shop*” opplevelse med et bredt utvalg av produkter, lett tilgjengelighet og praktisk parkering. Totalt finnes det seks avdelinger, og i hver avdeling finnes det trente selgere som tilbyr sin ekspertise. XXL benytter seg av et bredt produksystem som gjør at kundene raskt skal finne frem til produktene (XXL, 2016a). Dette bidrar i stor grad til at kundene blir selvbetjente, i tillegg til at man får utnyttet dyktige medarbeidere på en effektiv måte.

Store varehus åpner opp for stordriftsfordeler. Flertallet av varehusene er plassert strategisk med tanke på effektiv butikkdrift og logistikk (XXL, udatert, b). I tillegg er de fleste varehusene lokalisert i kjøpesentre eller i områder med høy boligtetthet, noe som fører til at det er et

betraktelig antall potensielle kunder i nærområdet (XXL, 2016a). Med få og store varehus kan man transportere store varepartier til et sted, i stedet for til flere mindre butikker. For XXL betyr effektiv logistikk at de kan ha lavere driftskostnader enn konkurrentene (XXL, 2016a). Konseptet er derfor å anse som en *verdifull* ressurs for bedriften.

Big Box-konseptet er populært i flere land, særlig er Walmart i USA og Tesco i England kjent for sin suksess. I Norge var XXL det første selskapet i bransjen til å benytte seg av konseptet. I senere tid har noen av konkurrentene forsøkt å kopiere konseptet – blant annet G-MAX i Norge og Stadium i Sverige. At det kun er et fåtall sportskjeder som er bygget på Big box-konseptet, tilsier at ressursen fremdeles kan betraktes som *sjelden*. Ettersom det er mulig å kopiere konseptet, kan man derimot ikke definere det som en *ikke-imiterbar* ressurs.

Verdifull	Sjelden	Ikke- imiterbar	Organisert	Utfall
Ja	Ja	Nei	Nei	Midlertidig konkurransefortrinn

Tabell 4: VRIO-analyse av Big box-konseptet

Analysens krav til verdifull og sjelden er oppfylt. Big box-konseptet gir XXL et *midlertidig* konkurransefortrinn.

4.2.1.2 Innkjøp og logistikk

XXL skiller seg ut fra de fleste sportsforhandlerne ved at kjeden eier og driver alle varehusene selv (XXL, 2015). På denne måten har virksomheten kontroll over vareflyten, og oversikt over både salgstall og varebeholdning. En fullt integrert modell, en sentralisert innkjøpsfunksjon, effektiv logistikk og kontrollert verdikjede bidrar til enkel, effektiv drift og lave kostnader. En struktur satt sammen på denne måten er en *verdifull* ressurs, ettersom den gjør virksomheten i stand til å møte trusler og muligheter, i tillegg til å skape verdi.

XXL har to sentrallagre, et på Gardermoen i Norge som betjener de norske varehusene, og et i Örebro i Sverige som betjener både svenske og finske varehus (XXL, 2016a). Varehusene er strategisk plassert i forhold til leveringsruter, hovedveier, jernbane og flyplasser (XXL, 2016b). I 2015 ble 73 % av varene i Norge levert gjennom sentrallageret, mens tallet for Sverige og Finland var rundt 70 % (XXL, 2016b). Ved at kjeden opererer med små og store varehus som

er lokalisert på lett fremkommelige steder, effektiviseres logistikken og kostnadene. Min-max-systemet bidrar til høy omløpshastighet og sørger for optimal beholdning i varehusene. Det sørger også for at produktene blir bestilt automatisk, slik at varelageret til enhver tid er innenfor de gitte grensene.

XXL sine rutiner for innkjøp og logistikk bidrar til at kjeden kan operere effektivt og ha konkurransedyktige priser. Vi anser innkjøps- og logistikkrutinene som *sjeldne*, da det kun er de færreste sportsforhandlere som opererer med fullintegrerte kjeder og tilsvarende forretningsmodell. Likevel finner man eksempler på lignende struktur hos G-Sport i Norge og Team Sportia i Sverige.

Ifølge Norsk Sportsbransjeforening (2015) er XXL den eneste kjeden som har hatt en årlig positiv økning i markedsandel hvert år siden 2007. Dette kan indikere at selskapet opererer med en modell som er bedre utformet enn konkurrentenes. Et slikt fortrinn er likevel *imiterbart*, og kan oppnås av konkurrenter i fremtiden.

Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert	Utfall
Ja	Ja	Nei	Nei	Midlertidig konkurransefortrinn

Tabell 5: VRIO-analyse av innkjøp og logistikk

Analysens krav til verdifull og sjelden er oppfylt. Ettersom innkjøp og logistikk ikke oppfyller alle fire kriterier, er ikke selskapet i stand til å utnytte potensialet i ressursen. Innkjøp og logistikk gir derfor XXL et *midlertidig* konkurransefortrinn.

4.2.1.3 Merkevarer

XXL er bygget på en forretningsidé om å ha et “*stort utvalg, kjente merkevarer og xtra xtra lave priser*” (XXL, udatert, c). Selskapet opererer med flere kundefordeler som bidrar til å skape kundeloyalitet: 30 dagers prisløfte, 100 % fornøydgaranti og 100 dagers åpent kjøp (XXL, udatert, a). Prisløftet går ut på at hvis en kunde kjøper en helt lik vare til en lavere pris hos en rival innen 30 dager etter kjøpsdato, får hun tilbakebetalt differansen hos XXL. Selskapet opererer også med 100 % fornøydgaranti i Norge og Finland, som gir kundene muligheten til å

teste varen i 30 dager og eventuelt bytte varen til en annen modell. Ved 100 dagers åpent kjøp gis kundene muligheten til å få pengene tilbake dersom de angrer på kjøpet og varene er ubrukte (XXL, udatert, a). I Sverige har kjeden forlenget det åpne kjøpet til å omfatte 365 dager (XXL, 2015a). For å hele tiden være i stand til å kunne tilby de beste prisene, følger kjeden nøye med på konkurrentenes priser og reagerer på konkurranse ved å kutte prisene (Brækhus, 2016, 15.11).

De ulike garantiene bidrar til økt kundetilfredshet og er i tillegg med på å støtte opp under profilen deres som lavprisaktør. XXL har flere ganger utmerket seg i ulike pristester, senest i april 2016 da TV2 undersøkte hvor sportsutstyret var rimeligst. Underveis i testen kom det raskt frem at XXL oftere foretar en prisjustering enn G-Sport/G-MAX. Blant flere hundre registrerte priser, viste undersøkelsen at XXL hadde omtrent 12 % lavere priser enn konkurrenten, på helt like varer (Yildirim, 2016, 01.04).

I en undersøkelse gjennomført av Norsk Kundebarometer i 2016 fikk XXL høyest score på kundetilfredshet og lojalitet blant norske sportsbutikker (BI, 2016). Blant 183 selskaper fra 30 ulike bransjer, ligger kjeden på 48. plass, mens konkurrenter som G-MAX og G-Sport ligger på 67. og 132. plass (BI, 2016). Dette kan indikere at forbrukerne foretrekker XXL, enten når det gjelder produkter og/eller priser. Vi kan derfor konkludere med at XXLs merkevare er en *verdifull* ressurs for bedriften.

Som Nordens største sportskjede har XXL klart å bygge opp et sterkt merkenavn. Merkevaren til et selskap kan ikke kopieres av andre og er noe som skapes over tid. Det er derimot fullt mulig for konkurrenter å imitere aktiviteter som går på renommé, og på denne måten fremstå som den billigste sportskjeden. Det vil dog kreve både tid og penger. Til tross for at aktører som G-MAX i Norge og Stadium i Sverige opererer som lavpriskjeder, har de ikke klart å oppnå samme posisjon og resultater som XXL. Konklusjonen blir derfor at denne ressursen er *sjelden* for XXL. Ressursen vil også være godt *organisert* gjennom en integrert verdikjede og et kontinuerlig fokus på kostnader, som gjør at de har lavere driftskostnader enn alle konkurrentene (XXL, 2016a). På denne måten er de i stand til å overholde sitt prisløfte: å tilby de laveste prisene på produktene.

Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert	Utfall
Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn

Tabell 6: VRIO-analyse av merkevare

Analysens krav til verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og organisert er oppfylt. Merkevare gir XXL et *varig* konkurransefortrinn.

4.2.1.4 Ansatte

XXL mener selv at kompetente og motiverte medarbeidere er avgjørende for bedriftens suksess (XXL, 2016b). Det rettes derfor et stort fokus på å rekruttere personer som besitter betydelig kunnskap og interesse for idrett og/eller friluftsliv. Selskapet er opptatt av å tilrettelegge og videreutdanne sine medarbeidere. Gjennom sitt ”shop-in-shop”-konsept gis de ansatte muligheten til å spesialisere seg innenfor et ønsket område av interesse. Eksempelvis har jaktavdelingen en dedikert våpensjef, mens ski- og sykkelavdelingene har egne servicesjefer. På denne måten kan XXL tilby den beste kundeservicen i hver avdeling, samtidig som de forsøker å tiltrekke seg og beholde motiverte medarbeidere. De ansatte utgjør derfor en *verdifull* ressurs for bedriften.

”Shop-in-shop”-konseptet bidrar til å styrke merkevaren til XXL gjennom å tilby spesialkompetanse i de ulike avdelingene. Ressursen anses derimot som *imiterbar* ettersom flere konkurrenter, som for eksempel G-MAX, tilbyr samme konsept og kompetanse.

XXL retter et stort fokus på opplæring, både under og etter ansettelsesprosessen. I den forbindelse har de bygget sitt eget treningsanlegg i Finnskogen, kalt ”Camp XXL” (XXL, 2016b). Her sendes nyansatte på *teambuilding* og produkttesting, i tillegg til at det gis en grundig innføring i bedriftskultur, produkter og salgsopplæring. For ansatte som utmerker seg og leverer gode resultater, finnes det også et eget talentprogram som gir muligheten til å bli butikksjef. Så langt har rundt 100 ansatte blitt uteksaminert gjennom talentprogrammet, og hvert år blir 36 nye medarbeidere registrert (XXL, 2017b).

I tillegg finnes det ulike bonusordninger som skal bidra til økt salg og lønnsomhet. Vi antar at både opplæringsmuligheter og utvikling av ledere finnes i andre virksomheter, og det vil dermed si at ressursen ikke kan betraktes som *sjelden*.

Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert	Utfall
Ja	Nei	Nei	Nei	Konkurransedyktig paritet

Tabell 7: VRIO-analyse av ansatte

Analysens krav til verdifull er oppfylt. Ansatte gir XXL *konkurransedyktig paritet*.

4.2.1.5 Ledelse

Flere av de sentrale personene i ledelsen til XXL har bred kompetanse og flere års erfaring innen detaljhandel. Eksempelvis har flere ansatte tidligere arbeidet for konkurrenter som Stadium i Finland og Gresvig i Norge (XXL, udatert, g). I tillegg har administrerende direktør Fredrik Steenbuch tidligere vært driftsdirektør for Elkjøp, hvor han åpnet øynene for stordriftsfordeler (Nissen-Meyer, 2014).

Som tidligere nevnt har hvert varehus en egen butikksjef, i tillegg til at hver avdeling har egne salgssjefer (XXL, 2016b). Kjeden ansetter primært personer med kunnskap og interesse for sport og utendørsaktiviteter (XXL, udatert, h). Deltakelse på “Camp XXL” og kjedens talentprogram bidrar både til økt kunnskap og bedre samhold. I dag er 21 av 31 butikksjefer i Norge ansatt internt, mens 13 av 22 er ansatt internt i Sverige (XXL, 2017b). Dette kan tyde på at XXL har kompetente og motiverte ansatte som både trives i bedriften, og som får mulighet til å vokse og utvikle seg i den.

Steenbuch sa i et intervju med E24 at: *”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, logistikksystemer og så videre”* (Nissen-Meyer, 2014). Til tross for at konkurrenter som G-MAX i Norge og Stadium i Sverige klarer å kopiere deler av konseptet til XXL, kan de kun kopiere de synlige delene. Det er det de ikke ser, som gir XXL muligheten til fortrinn og som gjør det vanskelig for andre forhandlere å konkurrere i like høy grad.

XXL sin utvikling i både omsetning og markedsandel kan tyde på at ledelsen er en *verdifull* ressurs som bidrar til økt verdi. Vi kan anse ledelsen som *sjelden* og *ikke- imiterbar* ettersom den er sammensatt av en unik kompetanse, og erfarne ledere som både er nytenkende og som

har bidratt til rask ekspansjon for selskapet. Ved at selskapet er *organisert* og sammensatt på en slik måte at man får utnyttet potensialet i ledelsen, oppfyller ledelsen alle de fire kriteriene i analysen.

Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert	Utfall
Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn

Tabell 8: VRIO-analyse av ledelse

Ledelse gir derfor XXL et *varig* konkurransefortrinn.

4.2.1.6 Oppsummering av VRIO

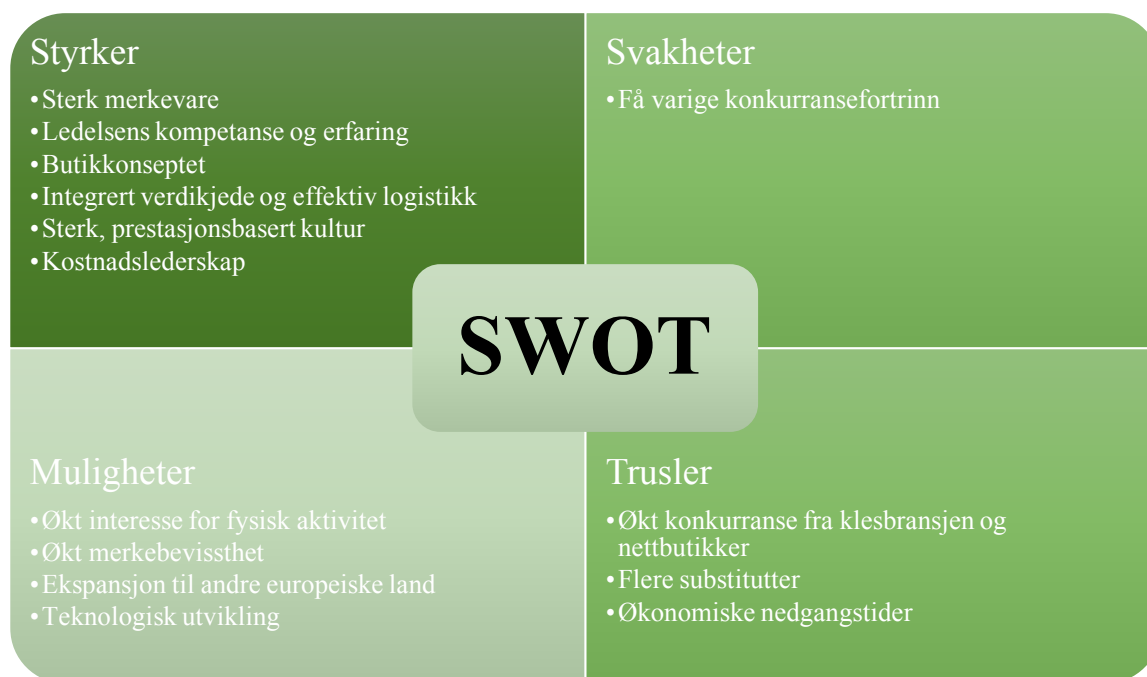
Vi konkluderer med at kjedens ledelse og merkevare bidrar til å skape varige konkurransefortrinn for XXL. Begge ressursene oppfyller kravene om å være verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og organisert. Ledelsen i XXL har både bred kompetanse og lang erfaring, og er i stor grad driverne bak selskapets utvikling og suksess. Samtidig har kjedens merkevare blitt opparbeidet over lang tid. Til tross for at det er mulig å imitere enkelte aktiviteter, har ingen andre aktører klart å oppnå samme posisjon og resultater som XXL. Vi konkluderer med at Big Box-konseptet, samt innkjøp og logistikk gir XXL et midlertidig konkurransefortrinn, mens ansatte bidrar til konkurransedyktig paritet. Tabell 9 sammenfatter utfallet av de ulike ressursene.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert	Utfall
Big Box-konseptet	X	X			Midlertidig
Innkjøp og logistikk	X	X			Midlertidig
Merkevare	X	X	X	X	Varig
Ansatte	X				Konkurransedyktig
Ledelse	X	X	X	X	Varig

Tabell 9: Oppsummering av VRIO

4.2 SWOT

SWOT er et akronym for *strength*, *weaknesses*, *opportunities* og *threats*. Styrker og svakheter kartlegges i den interne analysen, mens muligheter og trusler kartlegges i den eksterne analysen.



Figur 24: SWOT-analyse

Vi ser av figur 24 at XXL har flere styrker enn svakheter, i tillegg til at mulighetene overgår truslene. Dette tyder på at sportsbransjen har opparbeidet seg en bransjefordel, og er en lønnsom bransje å operere i. XXL besitter flere ressurser de kan dra nytte av, og kan derfor anses som en tiltrekkende investering for aksjonærer.

I den eksterne analysen kom det frem at det eksisterer gode muligheter for XXL. PESTEL avslørte liten grad av involvering fra det offentlige, og at aktørene må forholde seg til et relativt strengt lovverk. Økt fokus på helse og trening i kombinasjon med økt interesse for merkevarer, er ventet å gi en veldig positiv effekt for selskapet i prognoseperioden. Det foreligger også en mulighet gjennom teknologisk utvikling av mobile applikasjoner, og et fortsatt høyt fokus på netthandel. Porters fem krefter avdekket intern rivalisering blant konkurrentene, noe som kan bidra til høyere grad av innovasjon og dermed øke lønnsomheten. Den største trusselen kommer fra det store antallet substitutter, som påvirkes av blant annet trender. Forholdsvis lave

inngangsbarrierer gjør det enklere for nye inntrengere å entre markedet. I tillegg vil lave byttekostnader gjøre det enkelt for kundene å bytte mellom ulike tilbydere. Dette gjør at vi anser trusselen fra både nye inntrengere og kunder som moderat.

Gjennom den interne analysen fant vi ut at XXL har få, varige konkurransefortrinn. Fortrinnene har likevel ført til lønnsom drift, og har bidratt til at kjeden har oppnådd en solid posisjon i bransjen. Selskapet har klart å opparbeide seg et sterkt merkenavn, og er i skrivende stund Nordens største sportskjede etter omsetning. Dersom XXL fortsetter å utvikle merkevaren, vil dette sammen med selskapets ekspansjonsstrategier kunne føre til at selskapet tar markedsandeler i både eksisterende og fremtidige markeder. Den verdifulle erfaringen og kompetansen til ledelsen har vært en viktig kilde til selskapets suksess, og vi antar at ledelsen vil inneha denne rollen også i fremtiden. En integrert verdikjede, effektiv logistikk og stordriftsfordeler styrker selskapet og har bidratt til kostnadslederskap.

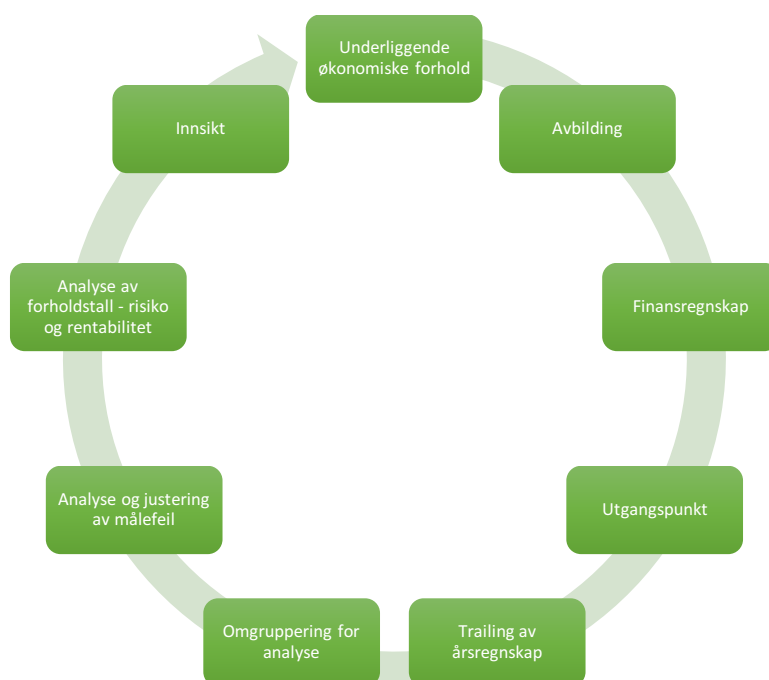
Konklusjonen på den strategiske analysen er at XXL har klart å oppnå en strategisk fordel i sportsbransjen. Dermed har kjeden klart å skape en egenkapitalrentabilitet som overstiger egenkapitalkravet. Omfanget av den strategiske fordel vil vi komme tilbake til i kapittel 8.4.

5. REGNSKAPSANALYSE

Gjennom regnskapsanalysen kan vi ”avdekke og klargjøre underliggende økonomiske forhold ved selskapet” (Knivsflå, 2017h, s. 8). Dette innebærer en kvantitativ analyse av selskapets finansregnskap, som gir oss innsikt i selskapets strategiske posisjon, prestasjon og risiko. Kjennskap til de økonomiske forholdene ved XXL vil kunne bidra til en bedre forståelse av fortiden, og dermed danne et godt fundament for fremtidige prognoser. Regnskapsanalysen vil i kombinasjon med den strategiske analysen være utgangspunktet når vi budsjetterer de fremtidige kontantstrømmene.

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Vi benytter oss av rammeverket til Knivsflå (2017j, s. 15) når vi gjennomfører regnskapsanalysen. Rammeverket består av fire steg, hvor man først utarbeider *trailing* av årsregnskap. Deretter omgrupperes finansregnskapet for en investororientert analyse. Videre analyserer og justerer man eventuelle målefeil i de omgrupperte regnskapstallene. Til slutt foretar man en forholdstallsanalyse for å kartlegge risiko og superrentabilitet.



Figur 25: Rammeverk for regnskapsanalyse

Før regnskapsanalysen gjennomføres er det noen praktiske valg som må tas. Dette innebærer valg av analyseperspektiv, analysenivå, analyseperiode, samt valg av komparative selskaper (Knivsflå, 2017j, s. 23).

5.1.1 Analyseperspektiv

De fleste regnskap er i dag ført etter NGRS og IFRS og er mest kreditororienterte, og har dermed fokus på likviditeten til eiendelene og forfallstiden til både kortsiktig og langsiktig gjeld (Knivsflå, 2017i, s. 6). I denne masterutredningen er vi ute etter å verdsette kapitalen som tilfaller eierne. Av den grunn foretar vi en omgruppering av regnskapet for å få et mer investororientert perspektiv. Fokuset vil dermed ligge på nettoverdien av selskapet, det vil si verdien av eiendeler fratrukket gjeld (Knivsflå, 2017j, s. 11).

5.1.2 Valg av analysenivå

Selskaper med flere ulike forretningsområder bør analyseres separat og ikke samlet (Knivsflå, 2017j, s. 24). Ettersom XXL kun opererer innen salg av sports- og fritidsutstyr, taler dette for at virksomheten må analyseres *samlet*. Det må også tas stilling til om analysen skal foretas etter konsern- eller morregnskap. Ifølge Knivsflå (2017j, s. 26) bør man ved regnskapsanalyse vanligvis bruke *konsernregnskap* ettersom dette ”favner omfanget av virksomheten bedre”. De offentlige årsrapportene til XXL har i enkelte tilfeller hatt begrenset regnskapsmessig informasjon, noe som har ført til en rekke utfordringer ved regnskapsanalysen. Dette har resultert i at vi har måttet ta enkelte forutsetninger ved omgrupperingen, noe som vil bli nærmere forklart underveis i oppgaven.

5.1.3 Valg av analyseperiode

I en praktisk regnskapsanalyse må vi beslutte hvilken periode som skal analyseres. Lengden på analyseperioden vil avhenge av selskapets utvikling over tid, altså om den har vært stabil eller om den har endret karakter (Knivsflå, 2017j, s. 28). I en *stabil* virksomhet som driver med det samme over lengre tid, bør man velge en lang tidsperiode. I en *labil* virksomhet som endrer seg over tid bør man velge en kort tidsperiode, ettersom eldre regnskapstall er lite representative for dagens virksomhet (Knivsflå, 2017j, s. 28).

Som tidligere nevnt er XXL den største og raskest voksende sportskjeden etter omsetning i Norden. Siden oppstart i år 2000, har selskapet opplevd en enorm utvikling. Selskapets ekspansjonsplaner vitner også om at kjeden har sterk tro på videre vekst, noe som antas ikke vil opphøre i nærmeste fremtid. Dette taler for en kortere analyseperiode. På den annen side har selskapet i flere år hatt solide og stabile tall, noe som taler for en lengre analyseperiode. Oppsummert mener vi at en *mellomlang* analyseperiode på 5 år vil være tilstrekkelig.

5.1.4 Valg av komparative selskaper

Regnskapstallene til XXL må sammenlignes med komparative selskaper i samme bransje. I den forbindelse brukes bransjegjennomsnittet som målestokk, det vil si at XXL også inngår i sammenligningsgrunnlaget (Knivsflå, 2017j, s. 32). Det optimale ville vært å inkludere *alle* komparative selskaper i Norge, Sverige og Finland, men dette er av praktiske årsaker som tilgang på informasjon og tid til rådighet, ikke mulig å gjennomføre. De fleste konkurrentene til XXL er ikke børsnotert, noe som gjør sammenligningen vanskeligere.

Vi har valgt å basere vår analyse på sportsaktører med lignende karakteristikk som XXL. Selskapene er som følger: Gresvig AS, Sport 1 Gruppen AS, Stadion AS, Stadium Sweden AB og Sports Direct International plc. Finske aktører er utelukket grunnet utilgjengelig regnskapsinformasjon.

Gresvig omfatter selskapene G-Sport/G-MAX og Intersport, og er som tidligere nevnt den største konkurrenten til XXL i Norge. Med sine 225 butikker hadde kjeden en total omsetning på over 2,4 milliarder NOK i 2015. Sport 1 Gruppen er også en av de større konkurrentene til XXL i Norge, og hadde i 2015 en omsetning på over 1,1 milliarder NOK og totalt 190 butikker. Stadion hadde en omsetning på 151 millioner NOK samme år, fordelt på 94 butikker. Regnskapstallene for disse selskapene er hentet fra Proff Forvalt.

Stadium Sweden er den største konkurrenten til XXL i det svenske markedet, og er Sveriges største sportsaktør. Kjeden hadde en omsetning på omtrent 5,3 milliarder SEK i årsskiftet 2014/2015, og har 160 butikker fordelt over Sverige, Finland og Tyskland (Stadium, 2015). Regnskapstallene fra Stadium Sweden er hentet fra offentlig tilgjengelige årsrapporter på

hitta.se. Ifølge selskapets årsrapporter går et vanlig regnskapsår fra september til august. Dermed blir regnskapsåret 2015 definert som perioden 01. september 2014 til 31. august 2015. Sports Direct kan ikke klassifiseres som en direkte konkurrent, men ettersom XXL har store planer om å ekspandere utenfor Norden, anser vi det nødvendig å inkludere minst én aktør fra det europeiske markedet. Det finnes flere fellestrekk mellom Sports Direct og XXL. Verdt å nevne er at begge selskapene er børsnoterte, i tillegg til å ha fokus på et stort utvalg av kjente merkevarer til lave priser. Den britiske kjeden har totalt 733 butikker nasjonalt og internasjonalt (Sports Direct, 2016). Regnskapsinformasjonen til Sports Direct er hentet fra offentlige årsrapporter på selskapets hjemmeside. Ifølge årsrapportene er et regnskapsår beregnet fra april til april. Regnskapsåret 2015 blir derfor definert som perioden mellom april 2015 og april 2016.

Siden ikke alle de ovennevnte selskapene er børsnoterte, vil det være nødvendig å benytte seg av andre komparative selskaper ved estimering av beta og i den komparative verdsettelsen. Disse selskapene presenteres senere i kapittel 7.1.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall og trailing

De rapporterte regnskapstallene på årsbasis bør oppsummeres og gjøres klare for regnskapsanalyse (Knivsflå, 2017j, s. 33). Alle tall for XXL er hentet direkte fra offentliggjorte årsrapporter, og er oppstilt etter den internasjonale regnskapsstandarden, IFRS. For regnskapsåret 2016 har vi tatt utgangspunkt i fjerde kvartalsrapport og oppdatert med tallene fra årsrapporten da denne ble offentliggjort. Vi har dermed utelukket *trailing* av regnskapet dette året. I tabell 10 til 12 presenteres de rapporterte regnskapstallene for XXL i analyseperioden 2012 til 2016. Et regnskapsår omfatter perioden 01. januar til 31. desember.

RESULTATREGNSKAP	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
<i>Driftsinntekter</i>					
Salgsinntekter	3 101 368	4 008 421	5 212 000	6 486 000	7 813 000
Andre driftsinntekter	5 796	1 806	3 000	1 000	-
Sum driftsinntekter	3 107 165	4 010 227	5 215 000	6 487 000	7 813 000
<i>Driftskostnader</i>					
Varekostnader	1 882 995	2 399 497	3 083 000	3 908 000	4 694 000
Lønnskostnader	449 829	606 318	799 000	991 000	1 240 000
Avskrivning og nedskrivning	46 201	58 967	80 000	91 000	127 000
Andre driftskostnader	403 763	544 498	732 000	863 000	1 055 000
Sum driftskostnader	2 782 787	3 609 280	4 694 000	5 853 000	7 116 000
DRIFTSRESULTAT	324 378	400 947	521 000	634 000	697 000
<i>Finansinntekter</i>					
Renteinntekter	6 064	3 168	8 000	1 000	1 000
Andre finansinntekter	5 077	39 118	93 000	141 000	365 000
Sum finansinntekter	11 140	42 286	101 000	142 000	366 000
<i>Finanskostnader</i>					
Rentekostnader	240 889	249 170	194 000	49 000	27 000
Andre finanskostnader	10 736	17 970	88 000	121 000	394 000
Sum finanskostnader	251 625	267 140	282 000	170 000	421 000
Netto finansposter	-240 485	-224 854	-181 000	-28 000	-55 000
ORDINÆRT RESULTAT FØR SKATT	83 893	176 093	340 000	606 000	642 000
Skattekostnad på ordinært resultat	22 551	51 022	77 000	179 000	126 000
ÅRSRESULTAT	61 342	125 071	263 000	427 000	516 000
Ekstraordinære poster	-243	910	-	-	3 000
TOTALRESULTAT FOR PERIODEN	61 099	125 981	263 000	427 000	519 000

Tabell 10: Rapportert resultatregnskap for XXL i perioden 2012 til 2016

BALANSEREGNSKAP	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
EIENDELER					
<i>ANLEGGSMIDLER</i>					
<i>Immaterielle eiendeler</i>					
Konseptutvikling	190 094	190 176	191 000	191 000	195 000
Egenutviklet programvare	1 747	14 738	20 000	24 000	47 000
Programvare	7 960	8 955	10 000	10 000	10 000
Utsatt skattefordel	-	-	-	-	-
Goodwill	2 733 969	2 733 969	2 734 000	2 734 000	2 734 000
Sum immaterielle eiendeler	2 933 770	2 947 838	2 955 000	2 959 000	2 987 000
<i>Varige driftsmidler</i>					
Anlegg under utførelse	25 039	5 623	3 000	8 000	5 000
Maskiner og driftsløsøre	60 965	59 622	57 000	54 000	52 000
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	8 371	8 899	8 000	8 000	8 000
Transportmidler	252	1 024	1 000	1 000	1 000
Bygningsfast innredning	230 561	337 795	404 000	499 000	615 000

Sum varige driftsmidler	325 188	412 964	474 000	569 000	681 000
<i>Finansielle anleggsmidler</i>					
Lån tilknyttet selskap	5 221	4 000	-	-	-
Andre investeringer	30	30	-	-	2 000
Sum finansielle anleggsmidler	5 251	4 030	-	-	2 000
Sum anleggsmidler	3 264 210	3 364 831	3 429 000	3 529 000	3 670 000
<i>OMLØPSMIDLER</i>					
Varer	778 246	1 072 808	1 397 000	1 928 000	2 610 000
Sum varer	778 246	1 072 808	1 397 000	1 928 000	2 610 000
<i>Fordringer</i>					
Kundefordringer	207 597	152 491	93 000	78 000	186 000
Andre fordringer	29 543	74 180	192 000	217 000	91 000
Sum fordringer	237 140	226 671	285 000	295 000	277 000
<i>Bankinnskudd, kontanter og lignende</i>					
Bankinnskudd, kontanter og lignende	56 932	169 792	222 000	87 000	115 000
Sum bankinnskudd, kontanter og lignende	56 932	169 792	222 000	87 000	115 000
Sum omløpsmidler	1 072 318	1 469 270	1 904 000	2 310 000	3 003 000
SUM EIENDELER	4 336 528	4 834 102	5 333 000	5 839 000	6 673 000

Tabell 11: Rapportert balanse (eiendeler) for XXL i perioden 2012 til 2016

BALANSEREGNSKAP	2012	2013	2014	2015	2016
<i>EGENKAPITAL</i>					
<i>Innskutt egenkapital</i>					
Aksjekapital	109 445	109 445	55 000	48 000	38 000
Overkursfond	986 238	986 238	2 834 000	2 838 000	2 848 000
Sum innskutt egenkapital	1 095 683	1 095 683	2 889 000	2 886 000	2 887 000
<i>Opptjent egenkapital</i>					
Annen egenkapital	-48 182	77 798	330 000	480 000	721 000
Sum opptjent egenkapital	-48 182	77 798	330 000	480 000	721 000
SUM EGENKAPITAL	1 047 501	1 173 481	3 219 000	3 366 000	3 608 000
<i>GJELD</i>					
Utsatt skatt	37 364	40 784	52 000	61 000	51 000
Sum avsetninger til forpliktelser	37 364	40 784	52 000	61 000	51 000
<i>Annen langsiktig gjeld</i>					
Øvrig langsiktig gjeld	1 117 421	1 037 832	1 097 000	1 116 000	1 051 000
Øvrig langsiktig gjeld i konsernet	1 516 994	1 668 675	-	-	-
Sum annen langsiktig gjeld	2 634 415	2 706 506	1 097 000	1 116 000	1 051 000
Sum langsiktig gjeld	2 671 778	2 747 291	1 149 000	1 177 000	1 102 000
Leverandørgjeld	267 839	414 784	455 000	578 000	639 000
Kortsiktig gjeld	71 667	138 794	5 000	8 000	563 000
Derivater	12 130	4 158	-	-	-
Betalbar skatt	25 283	47 787	75 000	193 000	123 000
Skyldige offentlige utgifter	94 268	120 292	185 000	228 000	255 000
Annen kortsiktig gjeld	146 062	187 515	245 000	289 000	383 000

Sum kortsiktig gjeld	617 249	913 330	965 000	1 295 000	1 963 000
SUM GJELD	3 289 028	3 660 620	2 114 000	2 473 000	3 065 000
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	4 336 528	4 834 102	5 333 000	5 839 000	6 673 000

Tabell 12: Rapportert balanse (egenkapital og gjeld) for XXL i perioden 2012 til 2016

5.3 Omgruppering for analyse

Målet med omgrupperingen er å “*skreddersy regnskapsoppstillingene for analyse*” (Knivsflå, 2017i, s. 4). Som tidligere nevnt er regnskapene mest kreditororienterte. Vi må derfor foreta en omgruppering av både resultat og balanse for å få et investororientert perspektiv. Ved omgruppering er det viktig å skille mellom drift og finansiering, samt mellom normale og unormale poster (Knivsflå, 2017j, s. 33).

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Vi vil ta utgangspunkt i rammeverket til Knivsflå (2017i, s. 11) ved omgruppering av resultatregnskapet. Rammeverket består av fire steg:

1. Identifisere det fullstendige nettodriftsresultatet
2. Fordele det fullstendige nettoresultatet slik at alle kapitaler i balansen får sitt resultat før skatt
3. Identifisere normale og unormale poster i drift, finans og skatt
4. Fordele skattekostnaden på alle resultatene

De ulike stegene vil gjennomgås i kronologisk rekkefølge, før vi avslutningsvis viser det omgrupperte resultatet.

Steg 1: Identifisere det fullstendige nettoresultatet

Det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen er gitt ved:

Fullstendig nettoresultat

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

Det fullstendige nettoresultatet består av rapportert årsresultat, annet fullstendig resultat (AFR) og *dirty surplus* (DSP). Etter IFRS oppstår annet fullstendig resultat som en egen post under “annet fullstendig resultat” eller *other comprehensive income* (Knivsflå, 2017i, s. 18).

I henhold til kongruensprinsippet (jfr. rskl § 4-3) skal ”*alle inntekter og kostnader resultatføres*” (Regnskapsloven, 1999). Ved brudd på dette prinsippet oppstår dirty surplus, hvor alle inntekter og kostnader føres direkte mot egenkapitalen eller eventuelt ikke regnskapsføres i det hele tatt. Siden XXL fører regnskap etter IFRS, vil det i de fleste tilfeller ikke eksistere noe dirty surplus da det vil bli ført under posten “annet fullstendig resultat”. Det er likevel ikke uvanlig at unntak fra kongruensprinsippet forekommer, og at dirty surplus oppstår i sammenheng med emisjonskostnader, diverse justeringer eller prinsippendringer (Knivsflå, 2017i, s. 23).

I XXL sitt tilfelle har det blitt observert dirty surplus i 2012 og 2014. I 2012 oppstår det som følge av fusjonen mellom XXL Sport og Vildmark AB og XXL Grossist AB i Sverige. I 2014 skyldes det en gave til XXL Children Foundation.

			2012	2013	2014	2015	2016
	Rapportert årsresultat	ÅRE	61 342	125 071	263 000	427 000	516 000
+	Annet fullstendig resultat	AFR	-243	910	-	1 000	3 000
=	Rapportert totalresultat	"FNR"	61 099	125 981	263 000	428 000	519 000
+	"Dirty surplus"	DSP	-1 782	-	-10 000	-	-
=	Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	FNR	59 317	125 981	253 000	428 000	519 000

Tabell 13: Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen i perioden 2012 til 2016

Steg 2: Fordele det fullstendige nettoresultatet slik at alle kapitaler i balansen får sitt resultat før skatt

Fullstendig nettoresultat må fordeles slik at ”*alle kapitaler i balansen får sitt resultat før skatt*” (Knivsflå, 2017i, s. 30). Ved å skille mellom drift og finans, kan man finne ut hvilke kilder som bidrar til å skape avkastning på egenkapitalen.

Resultat fra driftstilknyttet virksomhet og diskontinuerlig virksomhet

Selskapet har ingen driftstilknyttet virksomhet ettersom alle datterselskap eies fullt og helt av morselskapet. Det finnes heller ingen tilgjengelig informasjon om salg eller avvikling av noen av selskapene. Av den grunn settes disse postene lik null.

Annet fullstendig resultat og dirty surplus

Annet fullstendig resultat omfatter valutatap og -gevinst. Endringer i valutakurser er ansett å være en finansiell post, og er derfor ført under “finansielt annet fullstendig resultat”.

Vi har vurdert dirty surplus i årene 2012 og 2014 til å være driftsrelatert. Tabell 14 og 15 viser fordelingen av det fullstendige nettoresultatet til drift og finans.

DRIFT	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	3 107 165	4 010 227	5 215 000	6 487 000	7 813 000
- Driftskostnader	2 782 787	3 609 280	4 694 000	5 853 000	7 116 000
= Driftsresultat fra egen virksomhet	324 378	400 947	521 000	634 000	697 000
+ Resultat fra driftstilknyttet virksomhet	-	-	-	-	-
+ Driftsrelatert annet fullstendig resultat (AFR)	-	-	-	-	-
+ Driftsrelatert DSP	-1 782	-	-10 000	-	-
= Fullstendig driftsresultat før skatt	322 596	400 947	511 000	634 000	697 000

Tabell 14: Fordeling av fullstendig nettoresultat til egenkapitalen på drift i perioden 2012 til 2016

FINANS	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Finansinntekter	11 140	42 286	101 000	142 000	366 000
- Finanskostnader	251 625	267 140	282 000	170 000	421 000
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	-	-
+ Finansielt annet fullstendig resultat (AFR)	-243	910	-	1 000	3 000
+ Finansielt DSP	-	-	-	-	-
= Fullstendig finansresultat før skatt	-240 728	-223 944	-181 000	-27 000	-52 000

Tabell 15: Fordeling av fullstendig nettoresultat til egenkapitalen på finans i perioden 2012 til 2016

Steg 3: Identifisere normale og unormale poster i drift, finans og skatt

Videre fordeler vi det fullstendige resultatet mellom normalt og unormalt resultat. Det normale resultatet består av poster som ventes å gjenta seg periode etter periode, og er av den grunn relevante for fremtiden (Knivsflå, 2017i, s. 41). Det unormale resultatet omfatter engangshendelser som normalt sett ikke gjentar seg (Kaldestad & Møller, 2011, s. 59).

Normale poster

I XXL sitt tilfelle viser det seg at normale *driftsrelaterte* poster omfatter driftsinntekter, varekostnader, avskrivninger og lønnskostnader, mens normale *finansrelaterte* poster består av rentekostnader, ordinært utbytte og renteinntekter.

Driftsinntekter

Driftsinntektene består av salgsinntekter og annen driftsinntekt, og er ansett å være normale ettersom de inngår i den alminnelige driften til selskapet. Posten “annen driftsinntekt” blir ikke nærmere forklart i notene i årsrapporten, dermed vet vi ikke hvordan de har oppstått. Posten er likevel klassifisert som en normal post ettersom andre driftsinntekter gjentar seg hvert år.

Varekostnad og avskrivninger

Varekostnad og avskrivninger omfatter kjøp av varer og avskrivning av driftsrelaterte eiendeler. De anses derfor som normale poster.

Lønnskostnader

I notene kommer det frem at lønnskostnader består av lønnskostnader, sosiale kostnader, pensjonskostnader og andre fordeler. Dette er i utgangspunktet faste poster som forventes å komme tilbake hvert år. De er derfor ansett for å være normale driftsposter.

Andre driftskostnader

Fra noteopplysningene ser vi at andre driftskostnader består av leasing, markedsføring og diverse andre driftskostnader. Leasing av varehus og markedsføring anses for å være normale poster da disse også vil inntreffe i fremtiden. Det er derimot lite informasjon rundt posten “andre diverse driftskostnader”, men vi velger likevel å gå ut ifra at dette er en normal post.

Renteinntekt og -kostnad

Det finnes ingen informasjon om hvordan postene renteinntekt og -kostnad har oppstått, men vi regner med at de relateres til lån, og anses derfor som normale.

Skattekostnad

Grunnet lite informasjon i notene angående fordelingen av skattekostnaden, anses denne som normal.

Unormale poster

I vårt tilfelle eksisterer det ingen *unormale driftsrelaterte* poster, mens *unormale finansrelaterte* poster omfatter valutatap og -gevinst. I henhold til Knivsfå (2017i, s. 44) skal all AFR og DSP, både drifts- og finansrelatert, alltid klassifiseres som unormalt.

Annen finansinntekt og annen finanskostnad

Det fremkommer av notene at annen finansinntekt og –finanskostnad inneholder realisert og urealisert valutatap og -gevinst. Postene vil variere i takt med valutakurser, og vil av den grunn anses som unormale og irrelevante for fremtiden.

Ekstraordinære poster

Ettersom utenlandsk valutatap og -gevinst føres direkte mot egenkapitalen, vil denne posten vurderes som unormal finanspost.

DRIFT	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	3 107 165	4 010 227	5 215 000	6 487 000	7 813 000
- Varekostnader	1 882 995	2 399 497	3 083 000	3 908 000	4 694 000
- Lønnskostnader	449 829	606 318	799 000	991 000	1 240 000
- Andre driftskostnader	403 763	544 498	732 000	863 000	1 055 000
- Avskrivninger	46 201	58 967	80 000	91 000	127 000
= Normalt driftsresultat før skatt	324 378	400 947	521 000	634 000	697 000
Driftsrelatert DSP	-1 782	-	-10 000	-	-
Driftsrelatert annet fullstendig resultat (AFR)	-	-	-	-	-
= Unormalt driftsresultat før skatt	-1 782	-	-10 000	-	-

Tabell 16: Normale og unormale poster i drift i perioden 2012 til 2016

FINANS	2012	2013	2014	2015	2016
Renteinntekter	6 064	3 168	8 000	1 000	1 000
- Rentekostnader	240 889	249 170	194 000	49 000	27 000
= Normalt finansresultat før skatt	-234 825	-246 002	-186 000	-48 000	-26 000
Andre finansinntekter	5 077	39 118	93 000	141 000	365 000
- Andre finanskostnader	10 736	17 970	88 000	121 000	394 000
+ Finansielt annet fullstendig resultat (AFR)	-243	910	-	1 000	3 000
+ Finansielt DSP	-	-	-	-	-
= Unormalt finansresultat før skatt	-5 902	22 058	5 000	21 000	-26 000

Tabell 17: Normale og unormale poster i finans i perioden 2012 til 2016

Steg 4: Fordele skattekostnaden på alle resultatene

I det siste steget fordeles den rapporterte skattekostnaden på alle resultatene (Knivsflå, 2017i, s. 57). Vi vil først fordele skattekostnaden på finansresultatet, deretter på driftsresultatet. Selskapsskattesatsen i Norge var 28 % i 2012 og 2013, 27 % i 2014 og 2015 og 25 % i 2016. De ulike skattesatsene vil bli hensyntatt når vi beregner skatten på de respektive resultatene.

Finansresultatet

Siden finansinntekter og finanskostnader består hovedsakelig av renteinntekter og -kostnader, er det tatt i bruk full skattesats i hele perioden (Knivsflå, 2017i, s. 63). Ved skattlegging av det unormale finansresultatet brukes en tommelfingerregel som sier at vi skal multiplisere selskapsskattesatsen med $\frac{2}{3}$. Vi har beregnet *fiss* til å være 18,7 % i 2012 og 2013, 18 % i 2014 og 2015 og 16,7 % i 2016. Tabell 18 gir en oversikt over netto finansinntekter, netto finanskostnader og unormalt netto finansresultat.

	2012	2013	2014	2015	2016
Finansinntekter	6 064	3 168	8 000	1 000	1 000
- Finansinntektsskatt	1 134	592	1 440	180	167
= Netto finansinntekter	4 930	2 576	6 560	820	833
Finanskostnader	240 889	249 170	194 000	49 000	27 000
- Finanskostnadsskatt (skatteinntekt)	67 449	69 768	52 380	13 230	6 750
= Netto finanskostnader	173 440	179 402	141 620	35 770	20 250
Unormale finansinntekter	5 077	39 118	93 000	141 000	365 000
- Unormale finanskostnader	10 736	17 970	88 000	121 000	394 000
= Unormalt finansresultat	-5 659	21 148	5 000	20 000	-29 000
- Skatt på unormalt finansresultat	-1 057	3 950	900	3 602	-4 836
+ Finansielt annet fullstendig resultat (AFR)	-243	910	-	1 000	3 000
+ Finansielt DSP	-	-	-	-	-
= Unormalt netto finansresultat	-4 845	18 108	4 100	17 398	-21 164

Tabell 18: Netto finansinntekt, netto finanskostnad og unormalt netto finansresultat

Driftsresultatet

Ved beregning av skattesatsen benyttes to formler. Driftsskattesatsen (dss) beregnes ved hjelp av følgende formel:

$$dss = \frac{NSK - f_{iss} * (FI - u_{frss}) * UFR + f_{kss} * FK}{DR + UDR}$$

Hvor:

NSK = rapportert skattekostnad (SK) – unormal skattekostnad (USK)

FI = normale finansinntekter har normal skattesats f_{iss}

UFR = unormalt finansresultat (UFI – UFK) har skattesats u_{frss}

FK = normalt finanskostnader har normal skattesats f_{kss}

DR = normalt driftsresultat (DI – DK)

UDR = unormalt driftsresultat (UDI – UDK)

Deretter beregner vi den normaliserte driftsskattesatsen (ndss), både ved bruk av gjennomsnitt og median:

$$\text{Gjennomsnitt: } ndss = \frac{dss_1 + dss_2 + \dots + dss_T}{T}$$

Median: Den midterste observasjonen fra 1 til T

Ifølge Knivsflå (2017i, s. 72) bør man benytte den “minst ekstreme” normaliserte bedriftsskattesatsen. Det vil si den som avviker minst fra dagens sats på 25 %. Vi har kommet frem til at gjennomsnittet har det minste avviket, med en sats på 26,11 % som vist i tabell 19.

		2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Normal skattekostnad	NSK	22 551	51 022	77 000	179 000	126 000
Normale finansinntekter	FI	6 064	3 168	8 000	1 000	1 000
Skatt på normale finansinntekter	f_{iss}	0,187	0,187	0,180	0,180	0,167
Skatt på unormalt finansresultat	u_{frss}	0,187	0,187	0,180	0,180	0,167
Unormalt finansresultat	UFR	-5 659	21 148	5 000	20 000	-29 000
Skatt på normale finanskostnader	f_{kss}	0,28	0,28	0,27	0,27	0,25
Normale finanskostnader	FK	240 889	249 170	194 000	49 000	27 000
Normalt driftsresultat	DR	324 378	400 946	521 000	634 000	697 000
Driftsskattesats	dss	0,2772	0,2899	0,2438	0,2972	0,1972
Normalisert driftsskattesats (Gjennomsnitt)	ndss	0,2611	0,2611	0,2611	0,2611	0,2611
Normalisert driftsskattesats (Median)	ndss	0,2772	0,2772	0,2772	0,2772	0,2772
Unormal driftsskattesats	dss-ndss	0,0161	0,0288	-0,0172	0,0362	-0,0639

Tabell 19: Driftsskattesatser for XXL i perioden 2012 til 2016

Vi har beregnet den unormale driftsskattesatsen på normalt driftsresultat ved å multiplisere unormal driftsskattesats med det normale driftsresultatet. Tabell 20 viser beregningen av unormalt netto driftsresultat.

			2012	2013	2014	2015	2016
	Unormale driftsinntekter	UDI	-	-	-	-	-
-	Unormale driftskostnader	UDK	-	-	-	-	-
=	Unormalt driftsresultat	UDR	-	-	-	-	-
-	dss % skatt på unormalt driftsresultat	dss * UDR	-	-	-	-	-
+	Unormalt nettoresultat fra driftstilknyttede selskap	URTS	-	-	-	-	-
+	Driftsrelatert annet fullstendig resultat	DAFR	-	-	-	-	-
+	Driftsrelatert dirty surplus	DDSP	-1 782	-	-10 000	-	-
-	Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	(dss - ndss) * DR	5 236	11 565	-8 981	22 927	-44 545
-	Unormal skatt på normalt og unormalt	USK	-	-	-	-	-
=	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-7 018	-11 565	-1 019	-22 927	44 545

Tabell 20: Unormalt netto driftsresultat for XXL i perioden 2012 til 2016

Fordelingen av skattekostnaden blir dermed:

		2012	2013	2014	2015	2016
	Normal driftsskattekostnad	84 688	104 678	136 021	165 523	181 971
+	Skatt på finansinntekt	1 134	592	1 440	180	167
-	Skatt på finanskostnad	67 449	69 768	52 380	13 230	6 750
+	Unormal skatt på normal drift	5 236	11 565	-8 981	22 927	-44 545
+	Skatt på unormalt finansresultat	-1 058	3 955	900	3 600	-4 843
=	Tilnærmet lik rapportert skattekostnad	22 551	51 022	77 000	179 000	126 000
=	Rapportert skattekostnad	22 551	51 022	77 000	179 000	126 000

Tabell 21: Fordeling av skattekostnad for XXL i perioden 2012 til 2016

Og det endelige omgrupperte resultatregnskapet:

		2012	2013	2014	2015	2016	
	Driftsinntekter	DI	3 107 165	4 010 227	5 215 000	6 487 000	7 813 000
-	Driftskostnader	DK	2 782 787	3 609 280	4 694 000	5 853 000	7 116 000
=	Driftsresultat i egen virksomhet	DR	324 378	400 947	521 000	634 000	697 000
-	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	DSK	84 688	104 678	136 021	165 523	181 971
=	Netto driftsresultat i egen virksomhet	NDRE	239 690	296 269	384 979	468 477	515 029
+	Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	RTS	-	-	-	-	-
=	Netto driftsresultat	NDRE	239 690	296 269	384 979	468 477	515 029
+	Netto finansinntekt	NFI	4 930	2 576	6 560	820	833
=	Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	244 620	298 844	391 539	469 297	515 862
-	Netto finanskostnad	NFK	173 440	179 402	141 620	35 770	20 250
-	Netto minoritetsresultat	NMR	-	-	-	-	-
=	Nettoresultat til egenkapital	NRE	71 180	119 442	249 919	433 527	495 612
+	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-7 018	-11 565	-1 019	-22 927	44 545
+	Unormalt netto finansresultat	UNFR	-4 845	18 108	4 100	17 398	-21 164
=	Fullstendig nettoresultat til egenkapital	FNR	59 317	125 986	253 000	427 998	518 993
-	Netto utbetalt utbytte	NBU	-	-	-1 794 000	281 000	276 000
=	Endring i egenkapital	ΔEK	59 317	125 986	2 047 000	146 998	242 993

Tabell 22: Omgruppert resultatregnskap for XXL i perioden 2012 til 2016

Som vi ser av tabell 22 har netto driftsresultat hatt en jevn stigning i analyseperioden. Dette kan skyldes både ekspansjon, og selskapets evne til å utnytte de gevinstene som konseptet fører med seg. Vi ser også en markant økning i nettoresultatet til egenkapitalen. Økningen i 2014 og 2015 skyldes en reduksjon i netto finanskostnader, grunnet tilbakebetaling av aksjonærlån og bedre betingelser på eksisterende lån (XXL, 2014).

5.3.2 Omgruppering av balansen

Et tradisjonelt balanseregnskap består av en eiendelsside og en finansieringsside, samt eventuelle minoritetsinteresser. Eiendelssiden inneholder hovedsakelig anleggsmidler og omløpsmidler, og grupperes etter likviditet. Egenkapital, langsiktig og kortsiktig gjeld utgjør finansieringssiden, og grupperes etter forfallstid. En slik balanse er kreditorientert og vil være relevant ved analyse av risiko. For å få et investororientert perspektiv må balansen omgrupperes, slik at vi får et skille mellom drift og finans. Den rapporterte totalbalansen omgrupperes til en balanse som viser netto driftskapital (Knivsflå, 2017k, s.6).

Omgrupperingen gjennomføres i fire steg etter Knivsfå sitt rammeverk:

1. "Reklassifisere" eventuelt avsatt utbytte til egenkapital, ikke gjeld
2. Klargjøre hva som er drift og finansiering i totalbalansen
3. Omgruppere totalbalanse til sysselsatt kapital
4. Omgruppere sysselsatt kapital til netto driftskapital

De ulike stegene vil gjennomgås i kronologisk rekkefølge, før vi avslutningsvis viser den omgrupperte balansen.

Steg 1: "Reklassifisere" eventuelt avsatt utbytte til egenkapital, ikke gjeld

Første steg går ut på å "reklassifisere" eventuelt avsatt utbytte til egenkapital, ikke gjeld. Etter Norsk God Regnskapsskikk (NGAAP) blir foreslått utbytte ført som *kortsiktig gjeld* frem til det eventuelt blir godkjent på generalforsamlingen (Knivsfå, 2017j, s. 9). Etter IFRS klassifiseres foreslått utbytte som *egenkapital* inntil det er vedtatt av generalforsamlingen (Knivsfå, 2017j, s.12). Siden XXL fører regnskap etter IFRS, trenger vi ikke gjennomføre dette steget.

Steg 2: Klargjøre hva som er drift og finansiering i totalbalansen

Det anbefales å omgruppere totalbalansen fra en kreditororientert til en investororientert balanse hvor man fokuserer på drift versus finansiering (Knivsfå, 2017j, s. 19). Ved omgruppering er det nødvendig med samsvar mellom balanse og resultat. Hvis en eiendel eller gjeld er klassifisert som "drift" i balansen, skal alle inntekter og kostnader tilknyttet eiendelen eller gjelden, grupperes som driftsinntekter eller driftskostnader. Det samme gjelder for finansielle eiendeler og gjeld.

Anleggsmidler

De fleste anleggsmidler vil som regel betegnes som *driftsrelaterte* eiendeler. Dette gjelder for eksempel bygninger, tomter og maskiner som inngår i driftssyklusen til et selskap (Knivsfå, 2017j, s. 21). Kortsiktige eiendeler som enkelt og raskt kan gjøres om til penger, betegnes derimot som *finansielle* anleggsmidler. Dette gjelder for eksempel investeringer i datterselskap eller lån til foretak i samme konsern.

Immaterielle eiendeler

De immaterielle eiendelene i selskapet omfatter varemerker, programvare og goodwill. Goodwill har oppstått som følge av oppkjøpet av XXL Sport og Villmark AS i 2010. Varemerke ble også tildelt gjennom dette kjøpet. Ettersom det ikke finnes noe informasjon i notene om hvordan de immaterielle eiendelene klassifiseres, velger vi å anse dem som driftsrelaterte.

Varige driftsmidler

Varige driftsmidler består av pågående bygningsarbeid, maskiner og utstyr, tomter og bygninger, transport og kjøretøy, samt inventar og innredning. Vi velger å anse varige driftsmidler som driftsrelaterte.

Finansielle anleggsmidler

Finansielle anleggsmidler består av lån til ansatte, investering i datterselskaper og lån til konsernselskap. Investering i datterselskap kan i enkelte tilfeller relateres til driften av selskapet. Vi har likevel valgt å anse denne posten som finansiell. De resterende ovennevnte postene kan ikke relateres til driften av selskapet, og vil følgelig klassifiseres som finansielle anleggsmidler.

Omløpsmidler

Omløpsmidler defineres som “*eiendeler som ikke er bestemt til varig eie eller bruk*” (Forskrift om årsregnskap og årsberetning, 2001). Dette innebærer likvide midler som kasse og bank, og andre eiendeler som enkelt kan omgjøres til likvide midler, deriblant kundefordringer og varebeholdninger.

Varelager

Varelageret består for det meste av varer kjøpt for videresalg, og er derfor knyttet til drift.

Fordringer

Fordringer består av kundefordringer og andre fordringer. Notene i årsrapporten gir ikke nok informasjon om hva posten “andre fordringer” består av, og det kan tenkes at den er av finansiell art. Ser vi alle postene under ett, er det fornuftig å anse dem som driftsrelaterte.

Kontanter, bankinnskudd mv.

Alle selskap må ha likvide midler for å opprettholde drift. Kontanter og bankinnskudd blir i utgangspunktet ansett som driftsrelaterte eiendeler, med mindre selskapet har for mye likvider (Knivsflå, 2017j, s. 39). Det som eventuelt overstiger driftslikvider, såkalt *likviditetsoverskudd*, karakteriseres som finansielle eiendeler. Omgrupperingen av kontanter og bankinnskudd er bygget på Penman (2013, s. 295) sin anbefaling om å klassifisere *alle* kontanter som finansielle eiendeler.

Ved omgruppering av renteinntekter, betegnes driftsrelaterte likvider som driftsinntekter, mens finansielle likvider betegnes som finansinntekter (Knivsflå, 2017j, s. 39).

Egenkapital

Egenkapital står som en egen post i det omgrupperte balanseregnskapet, og skal dermed verken betegnes som drift eller finans. Det har heller ikke eksistert minoritetsinteresser, så det vil ikke være behov for å foreta fordeling av denne posten.

Gjeld

Gjeld deles inn i finansiell- og driftsrelatert gjeld. All gjeld som *ikke* er rentebærende gjeld karakteriseres som driftsrelatert gjeld, da denne relateres til driften av selskapet. Finansiell gjeld er rentebærende gjeld.

Langsiktig gjeld

Langsiktig gjeld består av lån fra eierne, utsatt skatt og annen langsiktig gjeld. Fra notene ser vi at posten “annen langsiktig gjeld” består av lån fra eierne, banklån, leasing og annen langsiktig gjeld, og skal klassifiseres som rentebærende finansiell gjeld. Utsatt skatt er midlertidige skatteforskjeller som oppstår når selskapet anvender ulike regler for verdifastsettelse i finans- og skatteregnskapet (Skatteetaten, udatert). Vi velger derfor å anse denne posten som driftsrelatert gjeld.

Kortsiktig gjeld

Kortsiktig gjeld består av derivater, leverandørgjeld, kortsiktige lån, betalbar skatt, skyldige offentlige avgifter og annen kortsiktig gjeld. XXL benytter derivater for “*kommersielle sikringsformål*” og for å sikre risikoen knyttet til svingninger i rentenivået (XXL, 2017a). Siden

denne posten står under “kortsiktig gjeld” i årsrapporten, vil vi gruppere derivater som driftsrelatert gjeld. Leverandørgjeld, betalbar skatt og skyldige offentlige avgifter kan relateres til den alminnelige driften, og er følgelig også driftsrelatert gjeld.

Fra notene ser vi at posten “kortsiktig lån” består av banklån, utvidelse av anlegg og finansiell leasing. Finansiell leasing og avsetning til utvidelse av anlegg i forbindelse med ekspansjon, er begge relatert til driften av selskapet, og kategoriseres derfor som driftsrelatert gjeld. Banklån er en finansiell gjeldspost.

Det er litt uklart i notene hva posten “annen kortsiktig gjeld” består av. Deler av posten skyldes avsetninger relatert til forskjellige leieforhold. Som følge av manglende informasjon rundt den resterende delen av posten, vurderer vi hele “annen kortsiktig gjeld” som driftsrelatert gjeld.

		2012	2013	2014	2015	2016	
	Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	3 258 958	3 360 802	3 429 000	3 528 000	3 668 000
+	Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	1 015 386	1 299 479	1 682 000	2 223 000	2 887 000
=	Driftsrelaterte eiendeler	DE	4 274 344	4 660 281	5 111 000	5 751 000	6 555 000
	Finansielle anleggsmidler	FAM	5 251	4 030	-	-	2 000
+	Finansielle omløpsmidler	FOM	56 932	169 792	222 000	87 000	115 000
=	Finansielle eiendeler	FE	62 183	173 822	222 000	87 000	117 000
	TOTALE EIENDELER	TE	4 336 527	4 834 103	5 333 000	5 838 000	6 672 000
	Egenkapital	EK	1 047 501	1 173 481	3 219 000	3 366 000	3 608 000
	Minoritetsinteresser	MI	-	-	-	-	-
	Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	37 364	40 784	52 000	61 000	51 000
+	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	545 582	813 330	965 000	1 295 000	1 963 000
=	Driftsrelatert gjeld	DG	582 946	854 114	1 017 000	1 356 000	2 014 000
	Langsiktig finansiell gjeld	LFG	2 634 415	2 706 507	1 097 000	1 116 000	1 051 000
+	Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	71 667	100 000	-	-	-
=	Finansiell gjeld	FG	2 706 082	2 806 507	1 097 000	1 116 000	1 051 000
	TOTALKAPITAL	TK	4 336 529	4 834 102	5 333 000	5 838 000	6 673 000

Tabell 23: Omgruppert balanseregnskap fordelt på drift og finans for XXL i perioden 2012 til 2016

Steg 3: Omgruppere totalbalanse til sysselsatt kapital

Sysselsatt kapital består av egenkapital og rentebærende gjeld, og representerer den kapitalen som er skutt inn og dermed sysselsatt av eierne og finansielle långivere (Knivsflå, 2017j, 50). Øvrig gjeld betegnes som “rentefri” eller “driftsrelatert” gjeld, og vil av den grunn trekkes fra de driftsrelaterte eiendelene (Gjesdal, 2007, s. 8). Sysselsatte eiendeler omfatter netto driftsrelaterte eiendeler og finansielle eiendeler (Gjesdal, 2007, s. 8). Vi beregner sysselsatt kapital ved å summere egenkapital, minoritetsinteresser og finansiell gjeld ved å benytte følgende formel:

$$SSK = EK + MI + FG$$

		2012	2013	2014	2015	2016	
	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	3 221 594	3 320 018	3 377 000	3 467 000	3 617 000
+	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	469 804	486 149	717 000	928 000	924 000
=	Netto driftseiendeler	NDE	3 691 398	3 806 167	4 094 000	4 395 000	4 541 000
+	Finansielle eiendeler	FE	62 183	173 822	222 000	87 000	117 000
=	Sysselsatte eiendeler	SSE	3 753 581	3 979 989	4 316 000	4 482 000	4 658 000
	Egenkapital	EK	1 047 501	1 173 481	3 219 000	3 366 000	3 608 000
+	Minoritetsinteresser	MI	-	-	-	-	-
+	Finansiell gjeld	FG	2 706 082	2 806 507	1 097 000	1 116 000	1 051 000
=	Sysselsatt kapital	SSK	3 753 583	3 979 988	4 316 000	4 482 000	4 659 000
		2012	2013	2014	2015	2016	
	Inngående egenkapital	EKIB	988 184	1 047 501	1 173 000	3 219 000	3 366 000
+	Fullstendig nettoresultat	FNR	59 317	125 981	252 000	428 000	519 000
-	Netto betalt utbytte	NBU	-	-	-1 794 000	281 000	276 000
=	Utgående egenkapital	EKUB	1 047 501	1 173 482	3 219 000	3 366 000	3 609 000

Tabell 24: Omgruppert balanseregnskap med fokus på sysselsatt kapital for XXL i perioden 2012 til 2016

Grunnet avrundinger i de rapporterte årsrapportene vil sysselsatte eiendeler avvike fra sysselsatt kapital. Forskjellene er derimot minimale, og vil ikke ha en betydelig effekt på verdsettelsen vår.

Steg 4: Omgruppere sysselsatt kapital til netto driftskapital

Netto driftskapital er ”kapital som er investert i driften av selskapet, og ikke i finansielle eiendeler” (Knivslå, 2017j, s. 56). Netto driftskapital beregnes ved å summere egenkapital, eventuelle minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld, som vist i følgende formel:

$$NDK = EK + MI + NFG$$

Finansielle eiendeler er hovedsakelig eiendeler som selskapet har utover det som trengs for å drifte selskapet. Det vil si at finansielle eiendeler består av “likvider” som raskt kan benyttes til å nedbetale den finansielle gjelden (Knivslå, 2017j, s. 57). Det er derfor essensielt å analysere netto finansiell gjeld. Vi finner netto finansiell gjeld ved følgende formel:

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

Steg 4 skiller seg fra det forrige steget ved at man nå ser på netto finansiell gjeld, i stedet for finansielle eiendeler og finansiell gjeld separat.

		2012	2013	2014	2015	2016	
	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	3 221 594	3 320 018	3 377 000	3 467 000	3 617 000
+	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	469 804	486 149	717 000	928 000	924 000
=	Netto driftseiendeler	NDE	3 691 398	3 806 167	4 094 000	4 395 000	4 541 000
	Egenkapital	EK	1 047 501	1 173 481	3 219 000	3 366 000	3 608 000
+	Minoritetsinteresser	MI	-	-	-	-	-
+	Netto finansiell gjeld	NFG	2 643 899	2 632 685	875 000	1 029 000	934 000
=	Netto driftskapital	NDK	3 691 400	3 806 166	4 094 000	4 395 000	4 542 000

Tabell 25: Omgruppert balanseregnskap med fokus på netto driftskapital for XXL i perioden 2012 til 2016

Grunnet avrundinger i de rapporterte årsrapportene vil netto driftseiendel avvike fra netto driftskapital. Forskjellene er derimot minimale, og vil ikke ha en betydelig effekt på verdsettelsen vår.

Det omgrupperte resultat- og balanseregnskapet er nå ferdigstilt. For å kunne gjennomføre forholdstalls- og lønnsomhetsanalyser i kapittel 6 og 8, er det nødvendig å gjøre tilsvarende omgrupperinger for konkurrentene til XXL. For detaljer rundt omgrupperingen av Gresvig, Sport 1 Gruppen, Stadion, Stadium Sweden og Sports Direct henviser vi til vedlegg 6.

5.4 Analyse og justering av målefeil

Det omgrupperte regnskapet bør analyseres og justeres for eventuelle målefeil dersom man er uenig i prinsipper og beregninger selskapet selv har foretatt (Gjesdal, 2007, s. 16). Målefeil oppstår dersom det rapporterte regnskapet avviker fra det virkelige regnskapet. Knivsfå (2017l, s. 5) definerer tre typer målefeil:

- Type 1: Underliggende strategisk fordel
- Type 2: Målefeil som følge av dårlig måling i God Regnskapsskikk (GRS)
- Type 3: Målefeil som følge av kreativ regnskapsføring

Målefeil av type 1 illustrerer underliggende strategisk fordel, og oppstår dersom det er avvik mellom rentabilitet med “god” rentabilitetsmåling og normalavkastning (Knivsfå, 2017l, s. 5). En strategisk fordel for eierne vil si at egenkapitalrentabiliteten overstiger egenkapitalkravet, og dermed genererer superrentabilitet.

Målefeil av type 2 eksisterer dersom rentabilitet etter GRS avviker fra faktisk rentabilitet. Den vanligste årsaken til denne type målefeil er manglende balanseføring, slik at kapitalen undervurderes og rentabiliteten overvurderes (Knivsfå, 2017l, s. 65).

Målefeil av type 3 oppstår som følge av kreativ regnskapsføring, som vil si at selskapet rapporterer noe annet enn det aktuelle lovverk pålegger (Knivsfå, 2017l, s. 5). Kreativ regnskapsføring er ulovlig, og denne type målefeil vil resultere i overvurdert rentabilitet. Det er lite eller ingen informasjon som tyder på at XXL har foretatt manipulering av regnskapet.

Som eksterne analytikere er vi *”outsidere”*, og har derfor ikke tilgang på like detaljert informasjon som de som utarbeider og offentliggjør årsregnskapet (Knivsfå, 2017l, s. 9). Det kan derfor argumenteres for at justering er lite meningsfylt og at vi trolig tilfører mer ”støy” i tallene. Vi vil av den grunn ikke foreta en analyse og justering av målefeil for XXL.

5.5 Rammeverk for forholdstallsanalyse

5.5.1 Verdivekting

Det vil i denne analysen være nødvendig å gjøre om regnskapene til norske kroner for de utenlandske aktørene i sportsbransjen. Vi har i den anledning benyttet gjennomsnittlige årlige valutakurser hentet fra Norges Bank (2017a), for å regne om den utenlandske valutaen til norske kroner. Valutakursene er som vist i tabell 26.

	2012	2013	2014	2015
100 Svenske kroner (SEK)	85,93	90,22	91,84	95,71
1 Britiske pund (GBP)	9,22	9,20	10,37	12,34

Tabell 26: Valutakurser

Regnskapene til de valgte aktørene legges sammen og utgjør det omgrupperte resultat- og balanseregnskapet for bransjen. Grunnet problemer med tilgang på regnskapstall for 2016, har vi valgt å ta utgangspunkt i perioden 2012 til 2015 i forholdstallsanalysen. Som tidligere nevnt viser vi til vedlegg 6 for detaljer rundt omgrupperingen av de komparative selskapene.

5.5.2 Tidsvekting

XXL har hatt en eksplosiv vekst de siste årene, og med antagelser om videre suksess mener vi at de siste to årene er mest representative for fremtiden. Vi har av den grunn valgt å vekte disse årene med den høyeste vekten på 25 %, med en avtakende vekting bakover i tid. Vi viser til tabell 27 for en oversikt over vektfordelingen.

XXL	2012	2013	2014	2015	2016
Tidsvekting	15 %	15 %	20 %	25 %	25 %

Tabell 27: Tidsvekting for XXL i perioden 2012 til 2016

Ettersom vi kun har regnskapstall i fire år for sportsbransjen, vil vektfordelingen avvike noe fra vektfordelingen til XXL. Dette medfører forskjellig sammenligningsgrunnlag, men vi er av den oppfatning at differansen ikke vil påvirke oppgaven vår i vesentlig grad. Tidsvektingen for bransjen er som vist i tabell 28.

Bransjen	2012	2013	2014	2015
Tidsvekting	20 %	20 %	30 %	30 %

Tabell 28: Tidsvekting for bransjen i perioden 2012 til 2015

6. Forholdstallsanalyse

I denne analysen undersøker vi ulike forholdstall for å få en bedre forståelse av selskapets underliggende kredittrisiko (Knivsflå, 2017m, s. 6). Gjennom en likviditets- og soliditetsanalyse analyserer vi XXLs kortsiktige og langsiktige risiko. Analysene vil gi nyttig informasjon om sannsynligheten for konkurs, og om selskapet har mulighet til å tåle tap over lengre tid. Resultatene vi får oppsummeres i en *syntetisk rating*, hvor selskapet får en karakter i henhold til den underliggende selskapsspesifikke risikoen (Knivsflå, 2017m, s. 22).

6.1 Analyse av risiko

I dette kapitlet gjennomføres en analyse av risiko – både kortsiktig risiko gjennom en likviditetsanalyse og langsiktig risiko gjennom en soliditetsanalyse.

6.1.1 Likviditet – kortsiktig risiko

Likviditet vil si selskapets evne til å møte sine kortsiktige forpliktelser etter hvert som de forfaller (Damodaran, 2012, s. 47). En likviditetsanalyse vil gi oss innsikt i om selskapet er utsatt for likviditetsrisiko, og dermed selskapets konkurssannsynlighet. De vanligste forholdene som brukes til å måle kortsiktig risiko er *likviditetsgrad 1*, *likviditetsgrad 2* og *rentedekningsgrad*.

6.1.1.1 Likviditetsgrad 1

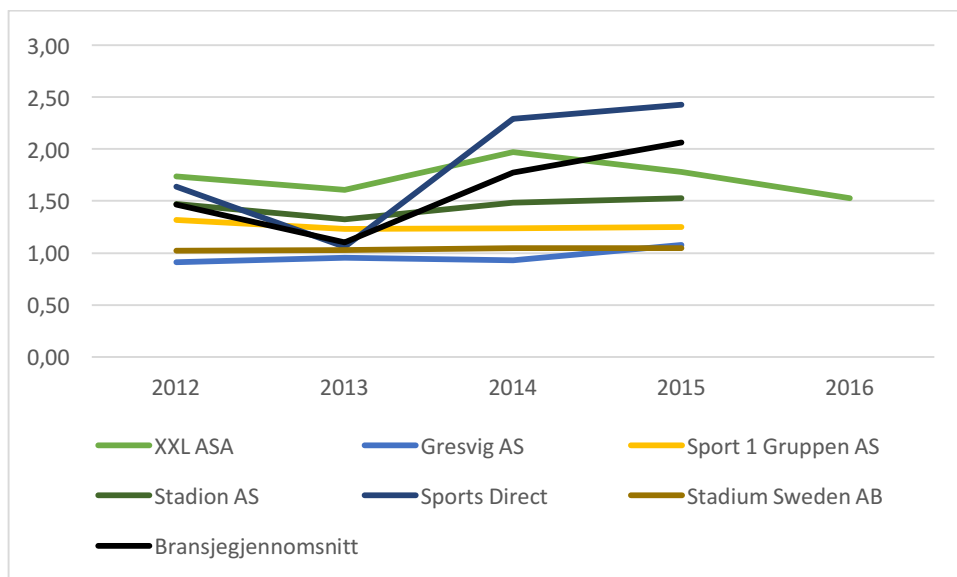
Likviditetsgrad 1 viser forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Betalingsevnen til et selskap er bedre, desto større forholdstallet er. I henhold til tommelfingerregelen bør likviditetsgrad 1 være større enn 2 (Knivsflå, 2017m, s. 42). Dersom forholdstallet er under 1 kan dette indikere at selskapet har problemer med å overholde gjeldsforpliktelsene sine. Hvis selskapet opererer med et *for* høyt forholdstall, kan dette tyde på at selskapet har vanskeligheter med å få ned varelageret.

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

Tabell 29 oppsummerer likviditetsgrad 1 for XXL, konkurrentene og bransjegjennomsnittet i perioden 2012 til 2016. I tabellen ser man også tidsvektede forholdstall som er vektet i henhold til kapittel 5.5.2.

	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
XXL ASA	1,74	1,61	1,97	1,78	1,53	1,72
Gresvig AS	0,91	0,95	0,93	1,08	-	0,97
Sport 1 Gruppen AS	1,32	1,23	1,24	1,25	-	1,26
Stadion AS	1,47	1,32	1,48	1,53	-	1,46
Sports Direct International Plc	1,64	1,06	2,30	2,43	-	1,96
Stadium Sweden AB	1,02	1,03	1,05	1,05	-	1,04
Bransjegjennomsnitt	1,46	1,10	1,77	2,07	-	1,66

Tabell 29: Likviditetsgrad 1 for XXL og sportsbransjen i perioden 2012 til 2016



Figur 26: Utvikling i likviditetsgrad 1 for XXL og sportsbransjen i perioden 2012 til 2016

Vi ser av figur 26 at XXL stort sett har hatt høyere likviditetsgrad 1 enn bransjegjennomsnittet. Dette viser at XXL klarer, i større grad enn de fleste av sine konkurrenter, å innfri de kortsiktige forpliktelsene sine. Sports Direct skiller seg ut med det høyeste tidsvektede forholdstallet på 1,96. Felles for XXL og Sports Direct er at begge selskapene drives gjennom store varehus, og tar i bruk stordriftsfordeler for å utmerke seg med lave priser. Dette indikerer at selskaper i sportsbransjen som har stor makt over leverandørene sine, klarer å forhandle gunstige avtaler ved innkjøp. Et resultat av dette er et større varelager i forhold til leverandørgjelden. Gresvig skiller seg også ut med et gjennomsnittlig tidsvektet forholdstall på 0,97, og opererer dermed med den dårligste likviditetsgrad 1.

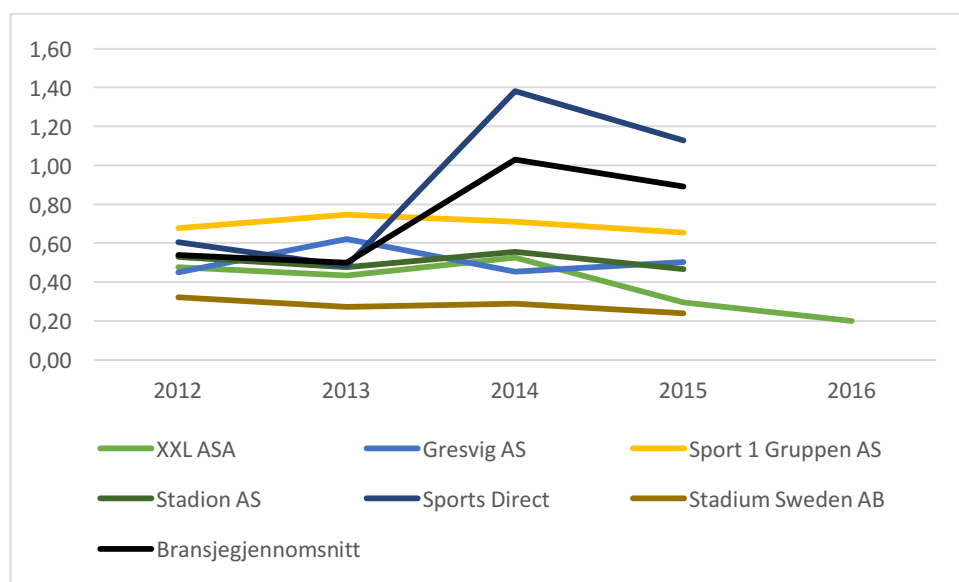
6.1.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 viser forholdet mellom de mest likvide omløpsmidlene og kortsiktig gjeld, og utelukker derfor varelageret. Som ved likviditetsgrad 1, vil et høyere forholdstall styrke selskapets betalingsevne. Likviditetsgrad 2 bør etter tommelfingerregelen være over 1 (Knivsflå, 2017m, s. 42).

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

	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
XXL ASA	0,48	0,43	0,53	0,29	0,20	0,37
Gresvig AS	0,45	0,62	0,45	0,50	-	0,50
Sport 1 Gruppen AS	0,68	0,74	0,71	0,65	-	0,69
Stadium AS	0,53	0,47	0,55	0,47	-	0,51
Sports Direct International Plc	0,60	0,48	1,38	1,13	-	0,97
Stadium Sweden AB	0,32	0,27	0,29	0,24	-	0,28
Bransjgjennomsnitt	0,54	0,50	1,03	0,89	-	0,78

Tabell 30: Likviditetsgrad 2 for XXL og sportsbransjen i perioden 2012 til 2016



Figur 27: Utvikling i likviditetsgrad 2 for XXL og sportsbransjen i perioden 2012 til 2016

Figur 27 viser at det kun er Sports Direct som opererer med en tidsvektet likviditetsgrad 2 i samsvar med Knivsflå sin anbefaling. Grunnen til at de fleste sportsaktørene har et lavt snitt, kan være at selskapene har store verdier i varelagre, og få kundefordringer. XXL er blant

selskapene med det laveste tidsvektede snittet, med et snitt som tilsvarer omtrent halvparten av bransjegjennomsnittet. Kjeden har i perioden 2012 til 2014 hatt et relativt stabilt forholdstill, før det falt betydelig i 2015. Dersom utviklingen fortsetter i negativ retning, kan dette være bekymringsfullt.

I henhold til de mest likvide omløpsmidlene har XXL et potensiale i å styrke sin betalingsevne. Sammenlignes utfallet for XXL i likviditetsgrad 1 og 2, er det tydelig at en stor del av omløpsmidlene til selskapet inneholder varelager.

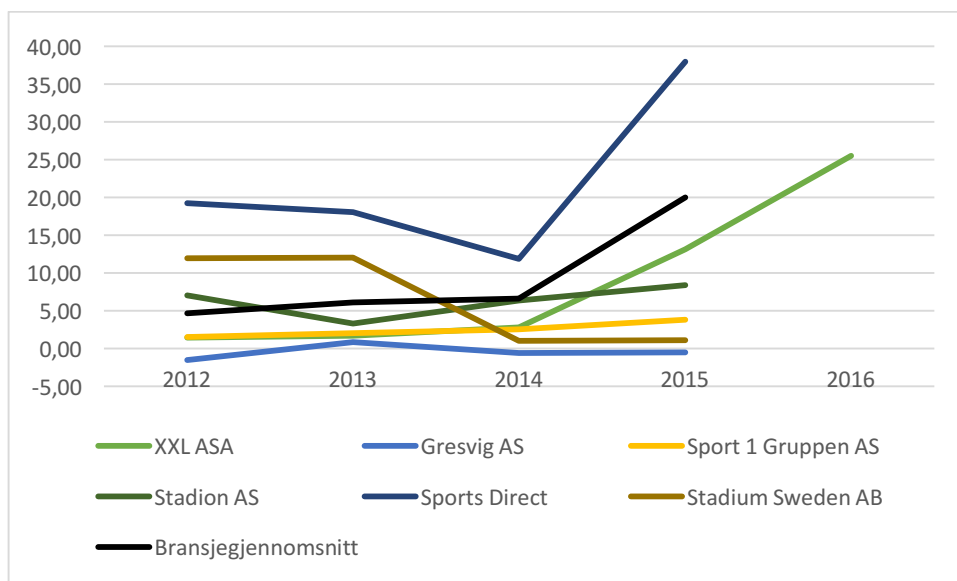
6.1.1.3 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden måler i hvilken grad selskapet klarer å betjene eksisterende renteforpliktelser, i tillegg til å gi en indikasjon på hvorvidt de evner å påta seg flere renteforpliktelser (Finansleksikon, udatert). Jo høyere rentedeckningsgrad, jo større mulighet har selskapet til å øke sine forpliktelser. Det er anbefalt å ha en rentedeckningsgrad på minst 2-3.

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto finansinntekter}}{\text{Netto finanskostnader}}$$

	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
XXL ASA	1,41	1,66	2,76	13,10	25,47	10,66
Gresvig AS	-1,52	0,86	-0,58	-0,50	-	-0,46
Sport 1 Gruppen AS	1,50	1,99	2,54	3,77	-	2,59
Stadion AS	7,05	3,33	6,30	8,38	-	6,48
Sports Direct International Plc	19,20	18,01	11,89	37,99	-	22,41
Stadium Sweden AB	11,94	12,04	1,04	1,07	-	5,43
Bransjegjennomsnitt	4,64	6,09	6,63	19,96	-	10,12

Tabell 31: Rentedeckningsgrad for XXL og sportsbransjen i perioden 2012 til 2016



Figur 28: Utvikling i rentedeckningsgrad for XXL og sportsbransjen i perioden 2012 til 2016

Tabell 31 viser at det tidsvektede bransjegjennomsnittet er 10,12, noe som er et svært høyt snitt med tanke på anbefalingen på minst 2-3. Det høye gjennomsnittet skyldes i stor grad Sports Direct, som opererer med høyest rentedeckningsgrad blant konkurrentene. Den internasjonale aktøren skiller seg positivt ut ettersom selskapet har liten grad av rentebærende gjeld. Alle aktørene, med unntak av Gresvig, har en rentedeckningsgrad som er 2-3 eller høyere. Gresvig har det laveste vektete snittet, og forholdstallet indikerer at selskapet ikke er skikket til å øke sine låneforpliktelser, og dermed har begrensede muligheter til å skaffe ny kapital.

XXL har operert med et gradvis økende forholdstall i perioden 2012 til 2014, før rentedeckningsgraden ekspanderte betydelig i 2015 og 2016. Dette skyldes hovedsakelig betydelig lavere finansinntekter og –kostnader, som blant annet er et resultat av nedbetalingen av aksjonærlånet fra det svenske oppkjøpsfondet EQT. Kjeden har en tidsvektet rentedeckningsgrad på 10,66.

6.1.2 Soliditet – langsiktig risiko

En soliditetsanalyse har som formål å identifisere selskapets langsiktige risiko (Knivsflå, 2017m, s. 62). Soliditetsrisiko vil si faren for at selskapet ikke har tilstrekkelig finansiering til å tåle tap over lengre tid. En analyse av soliditet henger direkte sammen med selskapets egenkapital, og måles som regel ved egenkapitalandel. I tillegg har vi valgt å se nærmere på netto driftsrentabilitet.

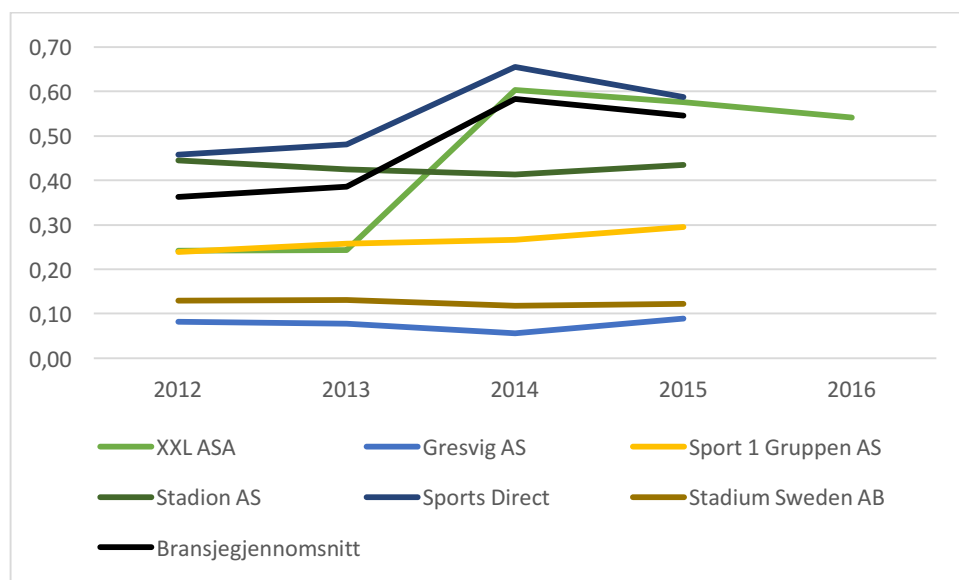
6.1.2.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser forholdet mellom egenkapitalen og totalkapitalen. Eventuelle tap føres direkte mot egenkapitalen, og egenkapitalen fungerer derfor som en “støtpute” ved fremtidige tap og konkurser (Knivsfå, 2017m, s. 62). Jo høyere egenkapitalandel, jo bedre rustet er bedriften til å tåle eventuelle tap. Egenkapitalandelen beregnes ved hjelp av følgende formel:

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

	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
XXL ASA	0,24	0,24	0,60	0,58	0,54	0,47
Gresvig AS	0,082	0,077	0,056	0,090	-	0,08
Sport 1 Gruppen AS	0,24	0,26	0,27	0,29	-	0,27
Stadion AS	0,44	0,43	0,41	0,43	-	0,43
Sports Direct International Plc	0,46	0,48	0,65	0,59	-	0,56
Stadium Sweden AB	0,13	0,13	0,12	0,12	-	0,12
Bransjegjennomsnitt	0,36	0,39	0,58	0,55	-	0,49

Tabell 32: Egenkapitalandel for XXL og sportsbransjen i perioden 2012 til 2016



Figur 29: Utvikling i egenkapitalandel for XXL og sportsbransjen i perioden 2012 til 2016

XXL har hatt en stabil egenkapitalandel i 2012 og 2013. Økningen i 2014 skyldes en endring av kapitalstrukturen i sammenheng med børsnoteringen av selskapet samme år. Den innskutte egenkapitalen ble mer enn fordoblet, i tillegg til at selskapet nedbetalte et utestående aksjonærlån, noe som bidro til en halvering av den finansrelaterte gjelden.

Sammenligner vi med resten av bransjen, ser vi at XXL skiller seg ut med et tidsvektet snitt på 0,47 – kun slått av Sports Direct. Gresvig, på den annen side, har det laveste tidsvektet snittet på 0,08. En lav egenkapitalandel kan i verste fall gjøre det vanskelig for selskapet å tilegne seg nye lån, da de trolig vil score lavt på kredittverdigheten.

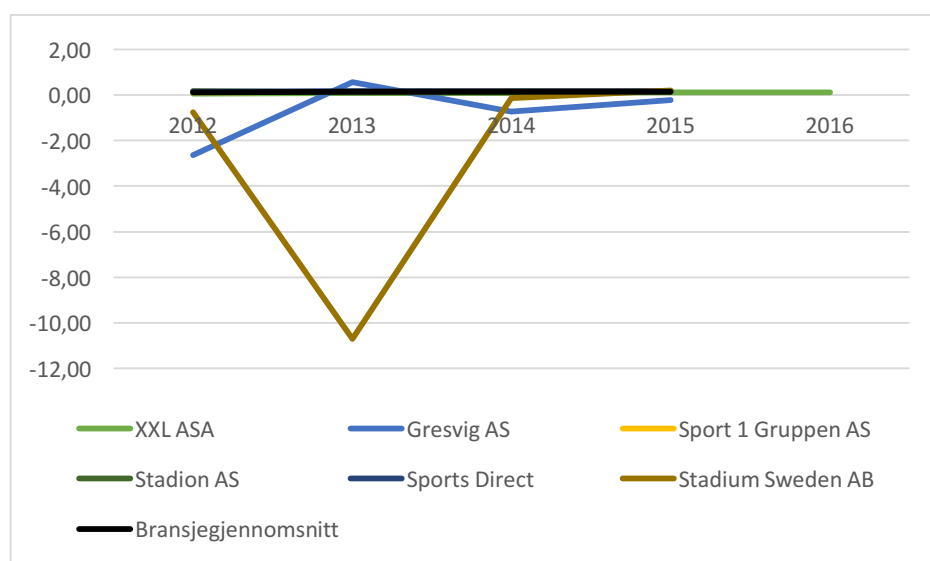
6.1.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet viser hvor stor andel av avkastningen som skapes fra netto driftseiendeler (Knivsflå, 2017n, s. 12). Jo høyere avkastning på netto eiendeler, jo bedre lønnsomhet har selskapet. Netto driftsrentabilitet beregnes på følgende måte:

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

	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
XXL ASA	0,06	0,08	0,09	0,11	0,11	0,10
Gresvig AS	-2,64	0,57	-0,71	-0,23	-	-0,70
Sport 1 Gruppen AS	0,11	0,15	0,18	0,16	-	0,15
Stadion AS	0,17	0,11	0,12	0,14	-	0,13
Sports Direct International Plc	0,16	0,17	0,19	0,17	-	0,17
Stadium Sweden AB	-0,76	-10,71	-0,15	0,21	-	-2,27
Bransjegjennomsnitt	0,12	0,15	0,16	0,16	-	0,15

Tabell 33: Netto driftsrentabilitet for XXL og bransjen i perioden 2012 til 2016



Figur 30: Utvikling i netto driftsrentabilitet for XXL og sportsbransjen i perioden 2012 til 2016

XXL har en netto driftsrentabilitet som er noe lavere enn det vektede bransjegjennomsnittet. Likevel observerer vi en økende trend, hvilket er positivt. XXL er det yngste selskapet blant konkurrentene, og er i en fase preget av høy vekst. Det vil derfor være naturlig at selskapet tar mer risiko, gjennom eksempelvis opptak av mer lån i forbindelse med nye investeringer. Dette fører på den annen side til dårligere soliditet.

Det vil bli gjennomført en mer detaljert analyse av både XXL og bransjens lønnsomhet i kapittel 8.

6.1.3 Syntetisk rating

Den kortsiktige og langsiktige risikoen oppsummeres i en *syntetisk rating*, som er en ”karakter” på selskapets risiko og viser sannsynligheten for konkurs et år frem i tid (Knivsflå, 2017m, s. 71-76). Selskapene plasseres i ulike risikoklasser, som rangerer fra AAA ved best resultat, til D ved dårligst resultat. Ratingen angir også hvilken risikopremie som bør benyttes ved estimering av finansielt gjeldskrav i kapittel 7.3. Det finnes flere bedrifter som spesialiserer seg på kredittvurdering, men vi har valgt å benytte oss av Standard & Poor (S&P) sin karakterskala.

Den syntetiske ratingen bygger på fire forholdstall: *likviditetsgrad 1*, *rentedekningsgrad*, *egenkapitalandel* og *netto driftsrentabilitet* (Knivsflå, 2017m, s. 77).

XXL	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Likviditetsgrad 1	1,74	1,61	1,97	1,78	1,53	1,72
Rentedekningsgrad	1,41	1,66	2,76	13,1	25,47	10,66
Egenkapitalandel	0,24	0,24	0,60	0,58	0,54	0,47
Netto driftsrentabilitet	0,07	0,08	0,09	0,11	0,11	0,10
Rating	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Likviditetsgrad 1	BBB+	BBB	BBB+	BBB+	BBB-	BBB
Rentedekningsgrad	BB+	BBB-	A	AAA	AAA	AA-
Egenkapitalandel	B+	B+	A	A	BBB+	BBB
Netto driftsrentabilitet	BB+	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB-
Total rating	BB+	BB+	BBB+	A	A-	BBB+

Tabell 34: Syntetisk rating for XXL i perioden 2012 til 2016

Som vi ser av tabell 34, har vi kommet frem til en tidsvektet gjennomsnittlig rating på BBB+ for XXL. En syntetisk rating på BBB+ vil si at det er en risiko for konkurs på omtrent 0,1 % (Knivsflå, 2017m, s. 76). Dette indikerer at risikoen for at selskapet vil gå konkurs om et år er svært liten, nærmere bestemt tilnærmet lik null. Ratingen viser dermed at selskapet har tilstrekkelig kapasitet til å møte sine økonomiske forpliktelser, men er mer underlagt ugunstige økonomiske forhold (S&P Global, udatert). Den syntetiske ratingen tilsvarer en lang kredittrisikopremie på 1,4 % og en kort kredittrisikopremie på 1 % (Knivsflå, 2017f, s. 58).

Sportsbransjen	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Likviditetsgrad I	1,46	1,10	1,77	2,07	1,66
Rentedekningsgrad	4,64	6,09	6,63	19,96	10,12
Egenkapitalandel	0,36	0,39	0,58	0,55	0,49
Netto driftsrentabilitet	0,12	0,15	0,16	0,16	0,15
Rating	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Likviditetsgrad I	BBB	BB	BBB+	BBB+	BBB
Rentedekningsgrad	A+	AA-	AA+	AAA	AA+
Egenkapitalandel	BB+	BBB-	A-	A-	BBB+
Netto driftsrentabilitet	BBB+	A-	A-	A-	A-
Total rating	BBB	BBB	A	A	A-

Tabell 35: Syntetisk rating for sportsbransjen i perioden 2012 til 2015

Sportbransjen har en tidsvektet rating på A-, noe som viser at de har sterk kapasitet til å møte økonomiske forpliktelser. De er likevel noe utsatt for ugunstige økonomiske forhold og endringer i disse (S&P Global, udatert).

Den syntetiske ratingen for XXL er noe lavere enn bransjegjennomsnittet, hvilket betyr at bransjen har lavere sannsynlighet for konkurs. Dette er følgelig et resultat av at XXL, som et relativt ungt selskap, har høyere risiko knyttet til sine investeringer. Til tross for at XXL har noe lavere rating, indikerer dette likevel ikke at kjeden er utsatt for særlig stor økonomisk risiko.

7. AVKASTNINGSKRAV

Vi vil i dette kapitlet beregne avkastningskravet til selskapets total kapital. Et avkastningskrav reflekterer avkastningen investorene ”krever” som kompensasjon for risikoen de påtar seg ved å investere (Penman, 2013, s. 106). Kravet vi finner vil bli benyttet på to måter – som en målestokk for rentabilitet og som diskonteringsrente for verdi (Knivslå, 2017f, s. 5).

7.1 Presentasjon av komparative selskaper

Ettersom majoriteten av de komparative selskapene vi introduserte i kapittel 5.1.4 ikke er børsnoterte, er det nødvendig å velge andre komparative selskaper ved estimering av beta og i den komparative verdsettelsen. XXL er den eneste sportsaktøren i Norge som er børsnotert, og vi har derfor valgt å benytte oss av andre aktører i Europa og USA. I tillegg til Sports Direct har vi valgt å inkludere den britiske sportskjeden JD Sports Fashion Plc. JD Sports Fashion har over 800 butikker fordelt over Storbritannia og Europa (JD Sports Fashion Plc, udatert). Andre komparative selskaper vi har benyttet er de amerikanske selskapene Dick’s Sporting Goods og Foot Locker. Dick’s Sporting Goods har over 675 butikker fordelt over 48 stater i USA (Dick’s Sporting Goods, udatert). Foot Locker opererer med 3363 butikker i 23 land, og er kjent for å være en *“ledende detaljforhandler med det siste av atletisk fottøy og klær”* (Foot Locker Inc, udatert).

Sports Direct, JD Sports Fashion og Dicks’s Sporting Goods har flest driftsmessige likhetstrekk med XXL. Alle kjedene tilbyr kjente merkevarer og har et utvalg som dekker det meste av sportsartikler. Foot Locker, derimot, har sitt hovedfokus på atletisk fottøy. Alle de nevnte kjedene betegnes som sportsaktører og anses av den grunn som komparative selskaper for XXL. Den største forskjellen mellom de utenlandske aktørene og XXL, er at førstnevnte i større eller mindre grad er *modne* virksomheter, mens sistnevnte befinner seg enda i vekstfasen. Geografiske ulikheter kan påvirke sammenligningen i negativ retning.

7.2 Avkastningskrav til egenkapitalen

Egenkapitalens avkastningskrav er avkastningen investorer krever på en egenkapitalinvestering i et selskap (Damodaran, 2012, s. 183). Avkastningskravet avhenger av tre faktorer: risikofri rente, markedets risikopremie og en selskapsspesifikk risikojustering (Koller, Goedhart & Wessels, 2010, s. 237). Det er ikke mulig å direkte observere disse variablene i markedet, og variablene vil i stor grad endres i takt med markedets utvikling.

I praksis er det mest vanlig å anvende kapitalverdimodellen ved estimering av avkastningskravet til egenkapitalen (Koller et al., 2010, s. 238). Modellen bygger på en forutsetning om ”perfekte” kapitalmarkeder og at alle investorer er diversifiserte. Investorene kompenseres kun for å bære systematisk risiko, som vist ved β_i . Det vil si at all usystematisk, eller *bedriftsspesifikk*, risiko er diversifisert bort. Etter kapitalverdimodellen kan avkastningen til egenkapitalen finnes som vist:

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

Hvor:

$E(R_i)$ = forventet avkastning til egenkapitalen

r_f = risikofri rente

β_i = beta til egenkapitalen

$E(r_m)$ = forventet avkastning på markedsporteføljen

$E(r_m) - r_f$ = markedets risikopremie

Det er vanlig å justere for blant annet skatt og illikviditetspremier, og en kapitalverdimodell som vektlegger dette ser derfor slik ut (Knivsflå, 2017f, s. 17):

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

Hvor:

ekk = egenkapitalkrav

$r_f(1 - s)$ = risikofri rente etter skatt

β_{EK} = beta til egenkapitalen

MRP = markedets risikopremie

ilp = illikviditetspremie

7.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er den teoretiske avkastningen på en investering som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko (Kaldestad & Møller, 2011, s. 108). For å finne den risikofrie renten er det vanlig å se på statsobligasjoner i samme valuta som kontantstrømmene til selskapet. Ettersom XXLs kontantstrømmer rapporteres i norske kroner, må vi se på Norges Banks oversikt over norske statsobligasjoner. Løpetiden på statsobligasjoner varierer mellom 1, 3, 5 og 10 år, og valg av løpetid vil ha en viss betydning for avkastningskravet (Kaldestad & Møller, 2011, s. 109).

Ifølge Koller et. al. (2010, s. 241) burde man ideelt sett diskontere hver kontantstrøm ved hjelp av en statsobligasjon med samme løpetid. Mange praktikere synes derimot å ta i bruk en 10-årig rente, ettersom en lang rente varierer i mindre grad enn en kort rente, og dermed fører til et mer stabilt avkastningskrav (Kaldestad & Møller, 2011, s. 110). Vi har i denne utredningen valgt å ta i bruk 10-årige statsobligasjoner ettersom vi forutsetter at virksomheten har en evig levetid. Løpetiden på lang rente vil derfor bedre matche løpetiden til kontantstrømmene til selskapet som verdsettes (Kaldestad & Møller, 2011, s.110). Ettersom årsgjennomsnittet for den risikofrie renten i perioden 2012 til 2016 er tilgjengelig, velger vi å gå ut ifra dette.

Risikofrirente etter skatt	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
10-årig statsobligasjon	0,0210	0,0258	0,0252	0,0157	0,0133	
* (1 – Selskapsskatt)	(1 – 0,28)	(1 – 0,28)	(1 – 0,27)	(1 – 0,27)	(1 – 0,25)	
= Risikofri rente etter skatt	0,0151	0,0186	0,0184	0,0115	0,0100	0,0141

Tabell 36: Risikofri rente etter skatt

Som vi ser av tabell 36 har det vært store svingninger i den risikofrie renten i løpet av analyseperioden. Den risikofrie renten har ligget på historisk lave nivåer de siste par årene, og det er derfor rimelig å anta at den heller vil gå opp, enn ned i fremtiden. Vi velger å tidsvekte de årlige rentene i henhold til vektene i kapittel 5.5.2. Ved å tidsvekte de siste to årene høyst, antar vi at renten øker, men ikke i like stor grad som den har gjort tidligere. Det tidsvektede snittet er beregnet til å være 1,41 %.

7.2.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er meravkastningen investorer forventer å få utover den risikofrie renten (Penman, 2013, s. 107). Forholdet mellom forventet avkastning på markedsindeks og markedets risikopremie kan illustreres slik:

Markedets risikopremie

$$= \text{Forventet avkastning på markedsindeks} - \text{Risikofri rente}$$

Det finnes flere metoder man kan benytte for å estimere markedets risikopremie, deriblant historisk premie, implisitt premie og bruk av spørreundersøkelse (Kaldestad & Møller, 2011, s. 117). Vi har i denne masterutredningen valgt å ta utgangspunkt i sistnevnte. Norske Finansanalytikerens Forening (NFF) og PwC foretar årlig undersøkelser i det norske næringslivet for å få et innblikk i ”markedets oppfatning av størrelsen på markedsrisikopremien” (PwC, 2016). Undersøkelsen beror på svar fra over 140 av totalt 1166 medlemmer hos NFF. I henhold til besvarelsene ligger markedets risikopremie på 5 % (PwC, 2016). Det er dette tallet som blir brukt for videre beregning av avkastningskrav til egenkapitalen.

7.2.3 Beta

Ifølge kapitalverdimodellen er en aksjes forventede avkastning drevet av beta (Koller et al., 2010, s. 249). Beta måler den enkelte aksjes risiko i forhold til aksjemarkedet, og viser hvor utsatt den er for den generelle markedsrisikoen (Kaldestad & Møller, 2011, s. 111). Matematisk kan man beregne beta ved å dele kovariansen mellom avkastningen på aksjen og markedet, med variansen til markedets avkastning:

$$\beta_i = \frac{SD(r_i) * \text{corr}(r_i, r_m)}{SD(r_m)} = \frac{\text{cov}(r_i, r_m)}{\text{var}(r_m)}$$

Hvor:

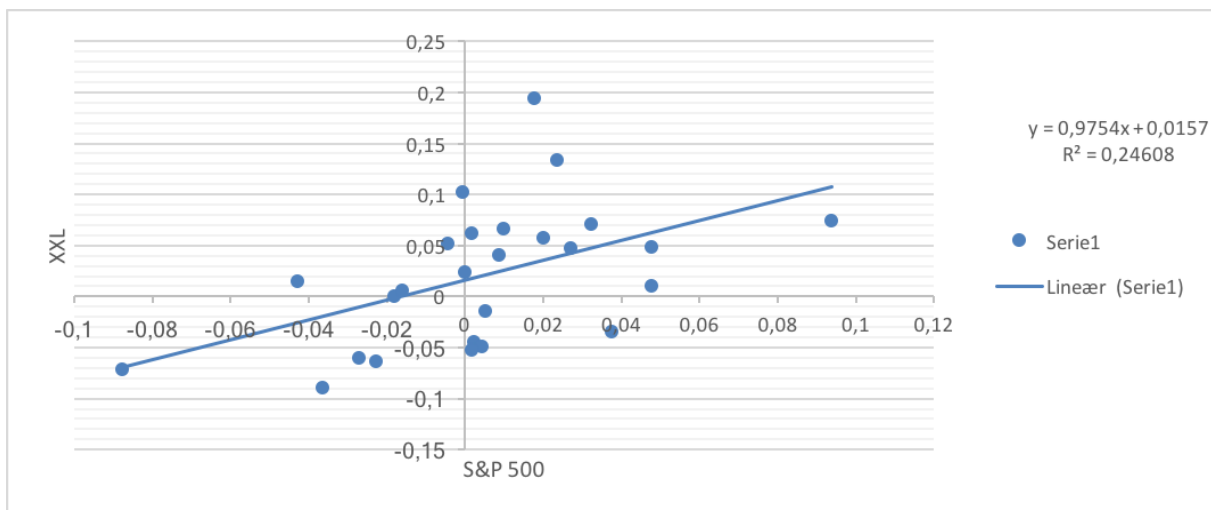
$\text{cov}(r_i, r_m)$ = kovarians mellom aksjen og markedsporteføljen
 $\text{var}(r_m)$ = varians til markedsporteføljen

Den gjennomsnittlige beta for en aksje er lik 1, som vil si at aksjen beveger seg i takt med markedet (Kaldestad & Møller, 2011, s. 111). En beta høyere enn 1 vil si at aksjen er forventet å gjøre det bedre enn markedet i oppgangstider, og vil tilsvarende forventes å gjøre det dårligere enn markedet i nedgangstider.

Siden beta ikke kan observeres direkte, må en estimere verdien (Koller et al., 2010, s. 249). Dette kan gjøres ved hjelp av tre metoder; ved å benytte seg av *historisk informasjon* om kursene, ved å ta utgangspunkt i de *fundamentale egenskapene* til investeringen, eller ved bruk av *regnskapsdata* (Damodaran, 2012, s. 183). Vi har valgt å benytte oss av de to første metodene, for deretter å forbedre estimatet vårt ved å sammenligne med Damodarans industribeta. De ulike metodene vil gjennomgå i nærmere detalj nedenfor.

7.2.3.1 Regresjonsanalyse

Den første metoden innebærer å estimere egenkapitalbetaen til selskapet gjennom en regresjonsanalyse. Ettersom XXL ble børsnotert høsten 2014, finnes det begrenset informasjon om aksjens historiske avkastning. Analysen baserer seg derfor på 27 månedlige observasjoner fra og med dato for børsnotering 03. oktober 2014 til og med dato for vår verdsettelse den 31. desember 2016. Beta blir estimert ved å kjøre en regresjon mellom avkastningen til XXL og markedet, hvor markedet representeres av aksjeindeksen S&P 500. S&P 500 er en anerkjent indeks bestående av 500 store amerikanske selskaper sammensatt av en komité, som inneholder et mangfoldig utvalg av amerikanske industrier. Ved valg av markedsindeks anbefaler Koller et al. (2010, s. 253) å ikke bruke en lokal markedsindeks, da disse ofte er tungt vektet innen få bransjer, og i enkelte tilfeller kun noen få selskaper. Ved å benytte en lokal indeks måler man dermed ikke systematisk risiko, men snarere selskapets sensitivitet til en bestemt industri. Det ville derfor vært feilaktig å benytte seg av den oljetunge hovedindeksen på Oslo Børs, OSEBX.



Figur 31: Regresjonsanalyse mellom XXL og S&P 500

Regresjonsanalysen gir oss en gjennomsnittlig egenkapitalbeta på 0,98, som vist ved stigningstallet i figur 31. Vi viser til vedlegg 8 for mer utfyllende informasjon rundt regresjonen. En beta på 0,98 vil si at aksjen til XXL i gjennomsnitt svinger i takt med aksjemarkedet. Mer spesifikt vil det si at hvis indeksen går opp (ned) med 1 krone, så vil aksjen til XXL gå opp (ned) med 0,98 øre.

7.2.3.2 Fundamental analyse (bottom up-beta)

Siden XXL har en relativt kort børs historikk, kan dette medføre lav kredibilitet rundt betaestimatet vårt. Vi har derfor valgt å benytte oss av en annen metode som supplement til regresjonsanalysen, en såkalt *bottom up-beta*. Dette vil gi oss en pekepinn på om betaverdien vår ligger på et rimelig nivå. Damodaran (2012, s. 206) argumenterer for at denne metoden er mer presis enn regresjon, ettersom en *bottom up-beta* enkelt kan justeres for å reflektere endringer i forretningsmiks og/eller egenkapitalandel.

I denne metoden finner man egenkapitalbetaen til selskapet med utgangspunkt i beta fra sammenlignbare selskaper, for deretter å justere den etter selskapets kapitalstruktur. I lys av teorien vil komparative virksomheter dele samme risiko og betaverdien vil av den grunn være tilnærmet lik. Som tidligere nevnt, kan vi ikke ta utgangspunkt i de samme selskapene som benyttes ved sammenligning i kapittel 5.1.4. Vi har derfor valgt å benytte oss av internasjonale aktører som Sports Direct, JD Sports Fashion, Foot Locker og Dick's Sporting Goods som komparative selskaper i denne analysen. Et utvalg på kun fire selskaper er ikke optimalt, men Damodaran (udatert) argumenterer for at enhver utvalgsstørrelse større enn én, er en forbedring på en regresjonsbeta. Med fire selskaper vil standardfeilen bli halvert, mens med et utvalg på

for eksempel ni selskaper vil den bli kuttet med to tredjedeler. Jo flere selskaper man inkluderer, jo større potensielle besparelser i standardfeil.

$$\text{Standard error}_{\text{bottom-up beta}} = \frac{\text{Average standard error}_{\text{comparable firms}}}{\sqrt{\text{Number of firms in the sample}}}$$

For børsnoterte selskaper kan egenkapitalbetaen til et selskap finnes på ulike nyhetstjenester, eller estimeres gjennom regresjonsanalyse (Kaldestad & Møller, 2011, s. 113). Vi velger her å gjøre sistnevnte. Analyseperioden er satt til 5 år, og likt som i første metode, benyttes også her månedlige observasjoner og aksjeindeksen S&P 500. Vi viser til beregninger i vedlegg 9. Den gjennomsnittlige egenkapitalbeta (*levered beta*) til bransjen er beregnet til å være 0,58. Denne må så justeres for de ulike selskapenes kapitalstruktur, slik at vi får en *unlevered beta* til bransjen på 0,37:

$$\text{Unlevered beta} = \frac{\text{Beta}_{\text{comparable firms}}}{\left[1 + (1 - \text{tax rate}) * \frac{D}{E} \text{ratio comparable firms}\right]}$$

$$\text{Unlevered beta} = \frac{0,58}{[1 + (1 - 0,28) * 0,81]} = 0,37$$

Når vi justerer denne med hensyn på XXL sin kapitalstruktur får vi en egenkapitalbeta (levered beta) på 0,60. Etter vår oppfatning reflekterer ikke den lave betaverdien kjedens risiko. XXL er som tidligere nevnt et selskap med høy vekst, og vil av den grunn være mer utsatt for risiko enn mer modne selskaper.

Vi observerer i regresjonsanalysen at JD Sports Fashion har en veldig lav beta på 0,19, som er med på å dra ned bransjegjennomsnittet. Fjerner vi dette selskapet fra analysen, får vi en ny egenkapitalbeta (levered beta) til XXL på 0,78 som synes å være et bedre estimat.

7.2.3.3 Damodarans globale industribeta

Vi stiller oss likevel kritiske til om dette estimatet er rimelig, med tanke på blant annet ulikheter i marked, geografi, livssyklus og kapitalstruktur hos de komparative selskapene og XXL. Grunnet disse forskjellene, kan det stilles spørsmål om bottom-up estimatet vil være et bedre utgangspunkt enn det første vi beregnet ved hjelp av regresjon. Kaldestad & Møller (2011, s. 115) presiserer at man ”*antagelig kan få en like korrekt beta ved å gjøre subjektive vurderinger basert på historiske forhold, som å gjøre matematiske beregninger*”.

Vi har derfor valgt å sammenligne vårt estimat med Damodarans globale industribeta for industrien “*Retail (Special Lines)*”, som baseres på 108 selskaper hvor XXL også inngår (Damodaran, 2017).

Industry name	Number of firms	Average unlevered beta	Average levered beta
Retail (Special Lines)	108	0,76	1,02

Tabell 37: Damodarans globale industribeta for industrien “*Retail (Special Lines)*”

Som vi ser fra tabell 37 er den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen for industrien på 1,02. Dette estimatet er noe høyere enn det første vi fikk gjennom regresjon. Det antas at en aksjes beta på sikt drives mot gjennomsnittet i markedet, som er en beta på 1. Dette kan forklares ved at selskaper blir stadig mer diversifiserte både i produktmiks og kundebase etter hvert som de blir større (Damodaran, 2012, s. 187).

Vi velger å ta utgangspunkt i industribeta, ettersom vi anser XXL for å være et gjennomsnittlig sportsselskap som er godt dekket av de andre selskapene i industrien. Ved å benytte denne betaen vil vi også få en lavere standardfeil, ettersom den omfatter flere selskaper enn bottom-up beta. En beta på 1,02 vil derfor bli brukt videre i oppgaven.

7.2.4 Likviditetspremie

Likviditetspremien skal “*kompensere for risikoen forbundet med å eie et lite likvid renteinstrument*” (Valseth, 2003, s. 41). En viktig forutsetning bak kapitalverdimodellen er et perfekt marked hvor alle investorer er diversifiserte. Likviditetspremien er en meravkastning som bygger på en skjønnsmessig vurdering.

Alle børsnoterte aksjer deles inn i segmenter etter aksjelicviditet (Oslo Børs, udatert). De ulike segmentene er OBX, OB Match, OB Standard, OB Nye og OB Egenkapitalbevis, hvorav førstnevnte inneholder de 25 mest likvide aksjene på Oslo Børs. XXL inngår i segmentet OB Match hvor aksjer i snitt handles minst 10 ganger per dag. Det fremgår også av årsrapporten (2017a) at XXL ikke har noen majoritetseiere, som vil si at selskapet har et spredt eierskap og dermed er likvide. Basert på dette er vår skjønsmessige vurdering at likviditetspremien settes lik 0.

7.2.5 Utregning av avkastningskrav

	Egenkapitalkrav etter skatt	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
	Risikofri rente etter skatt	0,0151	0,0186	0,0184	0,0115	0,0100	0,0141
+	Egenkapitalbeta	1,0200	1,0200	1,0200	1,0200	1,0200	
*	Markedets risikopremie	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	
=	Egenkapitalkrav etter skatt	0,0661	0,0696	0,0694	0,0625	0,0610	0,0651

Tabell 38: Egenkapitalkrav etter skatt (CAPM)

Som vist i tabell 38 er det tidsvektede avkastningskravet til egenkapitalen etter skatt 6,51 %. Dette er basert på en tidsvektet risikofri rente på 1,41 %, egenkapitalbeta på 1,02 og markedets risikopremie på 5 %.

7.3 Avkastningskrav til finansiell gjeld

Avkastningskravet til finansiell gjeld er bedriftens lånekostnad. Det finansielle gjeldskravet beregnes ved å summere risikofri rente og kredittrisikopremie, begge etter skatt. Kredittrisiko er for långiver den ”forventede, systematiske kostnaden som må legges på lånerenten for å få kostnadsdekning” (Knivsfå, 2017f, s. 24). På denne måten krever långiver en ekstra premie som avhenger av risikoen for og tapsprosenten ved konkurs, samt skattesatsen (Knivsfå, 2017f, s. 24). Formelen er som følger:

$$\text{Finansielt gjeldskrav} = r_f(1 - s) + krp$$

Hvor:

$r_f(1 - s)$ = risikofri rente etter skatt

krp = kredittrisikopremie etter skatt

Finansielt gjeldskrav	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Syntetisk rating	BB+	BB+	BBB+	A	A-	BBB+
Risikofri rente etter skatt	0,0151	0,0186	0,0184	0,0115	0,0100	0,0141
+ Kredittrisikopremie	0,0310	0,0310	0,0140	0,0100	0,0100	0,0171
= Finansielt gjeldskrav (etter skatt)	0,0461	0,0496	0,0324	0,0215	0,0200	0,0312

Tabell 39: Finansielt gjeldskrav

Det tidsvektede avkastningskravet til finansiell gjeld etter skatt er beregnet til å være 3,12 % som vist i tabell 39.

7.4 Avkastningskrav til netto driftskapital

WACC er selskapets vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnad, og benyttes for å estimere selskapets avkastningskrav til totalkapitalen (Kaldestad & Møller, 2011, s. 105). Totalavkastningskravet defineres som følger:

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

Hvor:

E = markedsverdi av egenkapital

D = markedsverdi av gjeld

k_e = selskapets egenkapitalkostnad

k_d = selskapets lånekostnad

s = nominell selskapsskatt

Markedsverdien av egenkapitalen finnes som *market cap* per 31.12.16, som vil si aksjeprisen på 98 NOK multiplisert med antall utestående aksjer på 138,51 millioner. Markedsverdien av egenkapitalen blir dermed 13,57 milliarder NOK. Videre antar vi at markedsverdien av gjeld tilsvarer bokført verdi av netto rentebærende gjeld per 31.12.16, da denne ifølge Kaldestad & Møller (2011, s. 138) er et godt estimat på markedsverdien. Dette gir en totalkapital på 14,63 milliarder, og en egenkapitalandel og gjeldsandel på henholdsvis 0,93 og 0,07.

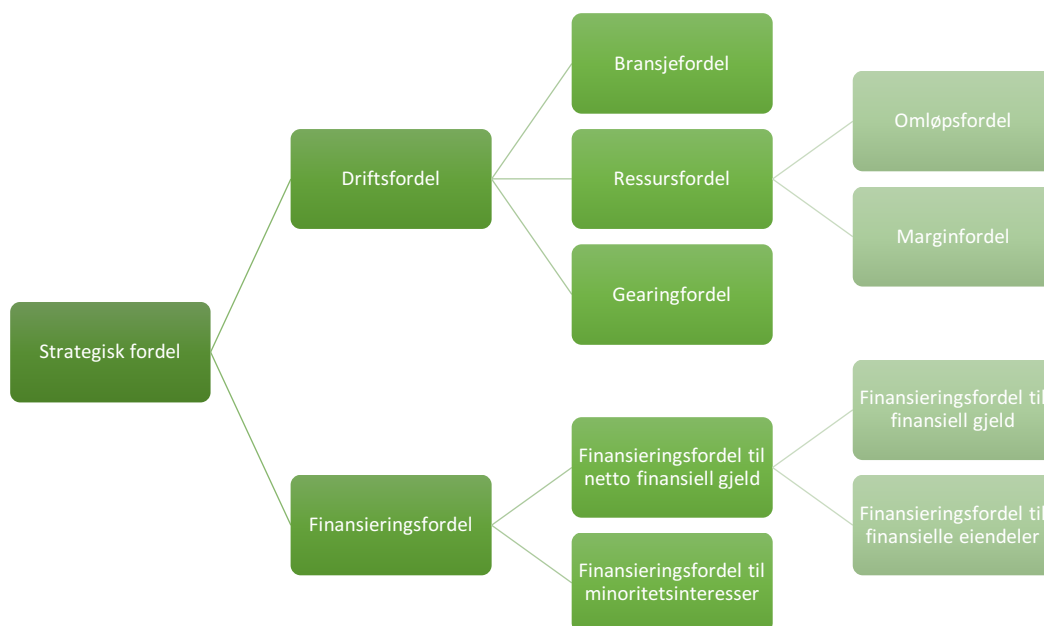
WACC	2016
Egenkapitalandel	0,9281
Egenkapitalkrav	0,0651
Gjeldsandel	0,0719
Gjeldskrav	0,0312
WACC	0,0627

Tabell 40: Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)

Vi får en WACC på 6,27 % som benyttes videre til estimering av fremtidige kontantstrømmer.

8. ANALYSE AV LØNNSOMHET OG STRATEGISK FORDEL

Rentabilitet måler lønnsomhet og sier noe om virksomhetens evne til å skape avkastning på kapitalen. I dette kapitlet gjennomføres en strategisk rentabilitetsanalyse hvor ulike forholdstall sammenlignes “relativt til en målestokk” (Knivsflå, 2017n, s. 4). Målestokken vår er de ulike avkastningskravene som ble estimert i kapittel 7. Hensikten med denne analysen er å beregne den strategiske fordelen til XXL, som vil bli dekomponert for å få en bedre forståelse av hvordan den har oppstått.



Figur 32: Dekomponering av strategisk fordel (Knivsflå, 2017o)

Siden vi mangler regnskapstall for bransjen i 2016, vil alle tabeller og figurer i dette kapitlet kun vise regnskapstall i perioden 2012 til 2015 for bransjen. Når vi senere dekomponerer driftsfordelen til XXL, vil dette derfor påvirke estimatene våre for 2016, i tillegg til å påvirke det tidsvektede snittet for analyseperioden. Det tidsvektede snittet for både XXL og bransjen er vektet i henhold til vektene i kapittel 5.5.2. Vi viser til vedlegg 10 for mer utfyllende informasjon rundt beregningene.

Negative tall tilsvarer en *ulempe*, mens positive tall tilsvarer en *fordel*.

8.1 Superrentabilitet

Superrentabilitet er et mål på den strategiske fordel for eierne, altså en rentabilitet utover kravet (Knivsflå, 2017n, s. 5). Den beregnes på følgende måte:

$$\text{Superrentabilitet til egenkapitalen} = \text{Egenkapitalrentabilitet} - \text{Egenkapitalkrav}$$

Egenkapitalrentabiliteten måler hvor stor avkastning som oppnås på den investerte kapitalen. Etter Berk & DeMarzo (2013, s. 42) beregnes egenkapitalrentabiliteten slik:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Nettoresultat til egenkapitalen}}{\text{Bokført egenkapital}}$$

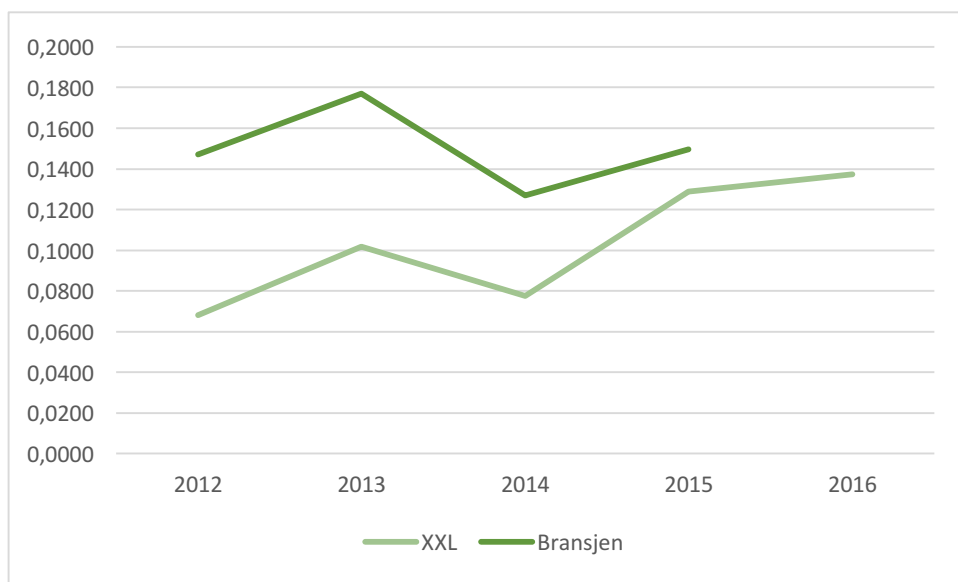
Det optimale er ifølge Knivsflå (2017o, s. 6) å basere analysen på det normaliserte nettoresultatet til kapitalen i telleren, ettersom normalisert rentabilitet er mer ”fremtidsrettet” og dermed mest relevant ved budsjettering og estimering av fremtidige kontantstrømmer. Videre anbefaler han å bruke gjennomsnittlig kapital i nevneren, da denne tar hensyn til endringer i løpet av året. Grunnet tid til rådighet har vi valgt å benytte oss av det *fullstendige* nettoresultatet, siden dette likevel har en viss relevans ved kreditt- og verdivurdering. Tabell 41 og 42 viser egenkapitalrentabiliteten til XXL og bransjen.

Egenkapitalrentabilitet XXL	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Nettoresultat til egenkapitalen	71 180	119 442	249 919	433 527	495 612	
/ Egenkapital	1 047 501	1 173 481	3 219 000	3 366 000	3 608 000	
= Egenkapitalrentabilitet	0,0680	0,1018	0,0776	0,1288	0,1374	0,1075

Tabell 41: Egenkapitalrentabilitet for XXL i perioden 2012 til 2016

Egenkapitalrentabilitet bransjen	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Nettoresultat til egenkapitalen	1 082 706	1 606 520	1 979 352	3 135 517	
/ Egenkapital	7 364 896	9 069 494	15 612 724	20 939 842	
= Egenkapitalrentabilitet	0,1470	0,1771	0,1268	0,1497	0,1478

Tabell 42: Egenkapitalrentabilitet for bransjen i perioden 2012 til 2015



Figur 33: Utvikling i egenkapitalrentabilitet for XXL og bransjen i perioden 2012 til 2016

Vi observerer en positiv og økende egenkapitalrentabilitet for XXL, med unntak av 2014. Det tidsvektede snittet er på 10,75 %. Tallene er noe lavere enn for bransjen, som har et tidsvektet snitt på 14,78 %.

Videre beregnes superrentabilitet til egenkapitalen som vist i tabell 43:

Superrentabilitet	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Egenkapitalrentabilitet	0,0680	0,1018	0,0776	0,1288	0,1374	
- Egenkapitalkravet	0,0661	0,0696	0,0694	0,0625	0,0610	
= Superrentabilitet til EK	0,0019	0,0322	0,0082	0,0663	0,0764	0,0424

Tabell 43: Superrentabilitet for XXL i perioden 2012 til 2016

XXL har oppnådd en superrentabilitet til egenkapitalen gjennom hele perioden, noe som betyr at eierne har fått en meravkastning utover kravene sine. Det vil også si at XXL har klart å generere en strategisk fordel, hvilket korresponderer med konklusjonene våre fra den strategiske analysen om at XXL er i stand til å oppnå dette.

8.2 Finansieringsfordel

Finansieringsfordelen kan deles inn i en finansieringsfordel til netto finansiell gjeld, og en finansieringsfordel til minoritetsinteresser (Knivsflå, 2017o, s. 50). Ettersom XXL ikke har noen minoritetsinteresser, vil vi naturligvis se bort ifra dette. Formelen for finansieringsfordel blir derfor:

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

Hvor:

FFNFG = finansieringsfordel til netto finansiell gjeld

nfgk = netto finansielt gjeldskrav

nfgr = netto finansiell gjeldsrente

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

Finansieringsfordel		2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
	(Netto finansielt gjeldskrav	0,0412	0,0452	0,0154	0,0059	-0,0002	
-	Netto finansiell gjeldsrente)	0,0637	0,0672	0,1544	0,0340	0,0208	
*	Netto finansiell gjeldsgrad	2,5240	2,2435	0,2718	0,3057	0,2589	
=	Finansieringsfordel	-0,0568	-0,0493	-0,0378	-0,0086	-0,0054	-0,0270

Tabell 44: Finansieringsfordel for XXL i perioden 2012 til 2016

Som vi ser av tabell 44 har XXL hatt en finansieringsulempe i hele analyseperioden, med et tidsvektet snitt på -2,70 %. Dette vil si at virksomheten enten betaler en rente på den netto finansielle gjelden som overstiger gjeldskravet, eller at eiendelskravet overstiger avkastningen på de finansielle eiendelene (Knivsflå, 2017o, s. 60).

Det er vanlig å forvente at finansieringsfordelen er liten, eller tilnærmet lik null. Dette skyldes at konkurransen i finansmarkedet er stor, og at man derfor ikke kan forvente å oppnå en rente og/eller rentabilitet som overstiger kravet (Knivsflå, 2017o, s. 54). Vi observerer også dette i XXL sitt tilfelle, hvor finansieringsfordelen er negativ, men med en positiv trend som gjør at

den går mot 0. Siden finans normalt sett ikke er en viktig kilde til strategisk fordel, vil den ikke dekomponeres videre (Knivsflå, 20170, s. 75).

8.3 Driftsfordel

Driftsfordelen kan dekomponeres i en bransjefordel, en ressursfordel og en gearingfordel (Knivsflå, 2017n, s. 3). Bransjefordel og ressursfordel utgjør samlet den strategiske fordelen til drift (Knivsflå, 2017n, s. 9). Formelen til driftsfordel er som følger:

$$\text{Driftsfordel} = (\text{NDR} - \text{NDK}) * (1 + \text{NFGG})$$

Hvor:

NDR = Netto driftsrentabilitet

NDK = Netto driftskrav

NFGG = Netto finansiell gjeldsgrad

Før vi beregner driftsfordel må vi finne den manglende komponenten netto finansiell gjeldsgrad. Den beregnes på følgende måte:

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

	Netto finansiell gjeldsgrad	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
	Netto finansiell gjeld	2 643 899	2 632 685	875 000	1 029 000	934 000	
/	Egenkapital	1 047 501	1 173 481	3 219 000	3 366 000	3 608 000	
=	Netto finansiell gjeldsgrad	2,5240	2,2435	0,2718	0,3057	0,2589	0,9106

Tabell 45: Netto finansiell gjeldsgrad for XXL i perioden 2012 til 2016

Netto finansiell gjeldsgrad falt betydelig fra 2013 til 2014, et resultat av økt egenkapital og nedbetaling av gjeld i forbindelse med børsnoteringen. Den tidsvektede netto finansielle gjeldsgraden er på 0,91.

	Driftsfordel	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
	(Netto driftsrentabilitet	0,0649	0,0778	0,0940	0,1066	0,1134	
-	Netto driftskrav)	0,0483	0,0527	0,0579	0,0493	0,0484	
*	1 + Netto finansiell gjeldsgrad	3,5240	3,2435	1,2718	1,3057	1,2589	
=	Driftsfordel	0,0586	0,0815	0,0460	0,0749	0,0818	0,0694

Tabell 46: Driftsfordel for XXL i perioden 2012 til 2016

Som vi ser av tabell 46 har XXL hatt en driftsfordel i hele analyseperioden, noe som skyldes en kombinasjon av årlig økende netto driftsrentabilitet, og avtakende netto finansiell gjeldsgrad i alle år unntatt 2015. Det tidsvektede gjennomsnittet er på 6,94 %.

8.3.1 Bransjefordel (drift)

Bransjefordelen kan relateres til de strategiske analysene i kapittel 4.1, det vil si de eksterne analysene PESTEL og Porters fem krefter (Knivsflå, 2017n, s. 16). Bransjefordelen beregnes som avviket mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav, begge til bransjen:

$$\text{Bransjefordel drift} = \text{Netto driftsrentabilitet}_{\text{Bransje}} - \text{Netto driftskrav}_{\text{Bransje}}$$

Som en forenkling gjøres det antagelser om at netto driftskrav til bransjen er tilnærmet likt netto driftskrav til XXL. Dette er i samsvar med Miller & Modiglianis første teorem om at verdien av et selskap er upåvirket av kapitalstruktur (Knivsflå, 2017n, s. 13).

Bransjefordel drift	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet sportsbransjen	0,1223	0,1522	0,1583	0,1569	-	
- Netto driftskrav	0,0483	0,0527	0,0579	0,0493	0,0484	
= Bransjefordel drift	0,0740	0,0995	0,1004	0,1076	-0,0484	0,0609

Tabell 47: Bransjefordel drift for sportsbransjen i perioden 2012 til 2016

Som tabell 47 viser har bransjen hatt en bransjefordel i alle år, med unntak av 2016. Det negative tallet i 2016 er som tidligere nevnt et resultat av manglende regnskapstall for dette året og er av den grunn ikke representativt. Det tidsvektede snittet er på 6,09 %. Vi observerer en positiv og økende trend, noe som indikerer at bransjefordelen også vil eksistere i årene fremover. Denne analysen av bransjefordelen underbygger derfor funnene våre i den kvalitative analysen i kapittel 4, hvor vi fant at sportsbransjen er en lønnsom bransje.

8.3.2 Ressursfordel (drift)

Ressursfordelen kan relateres til den interne analysen, VRIO, som ble gjennomgått i kapittel 4.2.1. Her ble det kartlagt om og i så tilfelle hvilke interne ressurser selskapet har som kan gi dem varige konkurransefortrinn. Et varig konkurransefortrinn vil som tidligere nevnt si at selskapet er i stand til å utnytte ressursene sine, og på denne måten generere høyere lønnsomhet enn resten av bransjen. Ressursfordelen beregnes som følger:

$$\text{Ressursfordel drift} = \text{Netto driftsrentabilitet}_{\text{XXL}} - \text{Netto driftsrentabilitet}_{\text{Bransje}}$$

	Ressursfordel drift	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
	Netto driftsrentabilitet XXL	0,0649	0,0778	0,0940	0,1066	0,1134	
-	Netto driftsrentabilitet bransje	0,1223	0,1522	0,1583	0,1569	-	
=	Ressursfordel drift	-0,0574	-0,0744	-0,0643	-0,0503	0,1134	-0,0168

Tabell 48: Ressursfordel for XXL i perioden 2012 til 2016

Fra tabell 48 ser vi at XXL har hatt en ressursulempen i hele analyseperioden. Den tidsvektede ressursfordelen er på -1,68 %. Dette indikerer at selskapet ikke har like lønnsom drift som det alminnelige selskapet i bransjen. År 2016 er av samme grunn som tidligere også her lite representativt.

Ressursulempen avviker fra VRIO analysen, hvilket er noe ubeleilig ettersom det bør være konsistens mellom analysene som omfatter strategi og regnskap. Til tross for dette, er vi av den oppfatning at de interne ressursene til XXL bidrar til konkurransefordel i dag, og i fremtiden. Selskapet har hatt en eksepsjonell vekst og har fått større markedsandeler i alle land de opererer i. Dette indikerer at merkenavnet stadig blir mer utbredt og at ledelsen klarer å implementere virksomhetens strategi med suksess.

For å finne ut hva ulempen skyldes, deler vi ressursulempen videre inn i en marginfordel og en omløpsfordel.

	Ressursfordel	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
	Marginfordel	0,0236	0,0067	0,0217	0,0111	0,1134	
+	Omløpsulempen	-0,0809	-0,0810	-0,0860	-0,0615	-	
=	Ressursfordel	-0,0573	-0,0743	-0,0643	-0,0503	0,1134	-0,0168

Tabell 49: Ressursfordel dekomponert for XXL i perioden 2012 til 2016

Tabell 49 viser en ressursulempen i hele analyseperioden, men med en positiv trend da ulempen de siste årene er avtakende. XXL har et tidsvektet ressursfordel på -1,68 %. År 2016 er som tidligere forklart ikke representativt.

8.3.2.1 Marginfordel

Marginfordel skapes av “ressurser” som gir kostnadsfordeler per omsatt krone (Knivsflå, 2017n, s. 29). Marginfordel beregnes som følger:

$$\text{Marginfordel} = (\text{ndm} - \text{ndm}_B) * \text{onde}$$

Hvor:

ndm = Netto driftsmargin

ndm_B = Netto driftsmargin bransje

onde = omløpshastigheten til netto driftseiendeler

Marginfordel	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Netto driftsmargin	0,0771	0,0739	0,0738	0,0722	0,0659	
- Netto driftsmargin bransje	0,0491	0,0675	0,0568	0,0647	0,0000	
* onde XXL	0,8417	1,0536	1,2738	1,4760	1,7205	
= Marginfordel	0,0236	0,0067	0,0217	0,0111	0,1134	0,0400

Tabell 50: Marginfordel for XXL i perioden 2012 til 2016

Som vist i tabell 50 har XXL hatt en marginfordel i hele analyseperioden, med et tidsvektet snitt på 4,00 %. Det er viktig å bemerke seg at den manglende regnskapsinformasjonen for bransjen i 2016 påvirker den tidsvektede marginfordelen i stor grad.

Marginfordelen indikerer at XXL er mer lønnsom enn det gjennomsnittlige selskapet i bransjen, da de tjener mer per omsatte krone. Vi vil dekomponere den marginale fordelene ytterligere i en “common size” analyse.

Common size	Tidssnitt XXL	Tidssnitt bransjen	Differanse
Driftsinntekter	100,00 %	100,00 %	0,00 %
- Varekostnader	59,97 %	57,46 %	2,51 %
- Lønnskostnader	15,29 %	27,39 %	-12,10 %
- Andre driftskostnader	13,49 %	3,58 %	9,91 %
- Avskrivninger	1,51 %	0,29 %	1,22 %
- Tap på fordringer	0,00 %	0,02 %	-0,02 %
- Konsernbidrag	0,00 %	0,14 %	-0,14 %
= Driftsresultat i egen virksomhet	9,74 %	11,11 %	-1,37 %
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	2,54 %	2,06 %	0,48 %
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	7,20 %	9,05 %	-1,85 %
+ Netto resultat fra driftstilknyttede virksomheter	0,00 %	0,00 %	0,00 %
= Netto driftsresultat (= netto driftsmargin)	7,20 %	9,05 %	-1,85 %

Tabell 51: Common size-analyse for XXL og sportsbransjen i perioden 2012 til 2016

Common size-analysen gir en oversikt over postene i netto driftsresultatet i prosentandel av driftsinntektene (Knivsflå, 2017n, s. 35). En sammenligning av XXL og bransjen viser at det ikke er betydningsfulle forskjeller, og at den største differansen er å finne i posten ”lønnskostnader”, med et avvik på 12,10 %. Avviket er derimot til fordel for XXL. Det er også verdt å merke seg at XXL under posten ”andre driftskostnader”, har omtrent 9,91 % høyere kostnader enn bransjen. XXL har lavere driftsresultat og dermed lavere netto driftsresultat enn bransjen.

8.3.2.2 Omløpsfordel

Omløpsfordelen måler selskapets evne til å skape driftsinntekter i forhold til bransjen, og er justert for netto driftsmargin til bransjen (Knivsflå, 2017n, s. 41). Formelen er som følger:

$$\text{Omløpsfordel} = (\text{onde} - \text{onde}_{\text{Bransje}}) * \text{ndm}_{\text{Bransje}}$$

Hvor:

onde = omløpshastigheten til netto driftseiendeler

$\text{onde}_{\text{Bransje}}$ = Omløpshastigheten til netto driftseiendeler bransje

$\text{ndm}_{\text{Bransje}}$ = netto driftsmargin bransje

Omløpsfordel	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
onde XXL	0,8417	1,0536	1,2738	1,4760	1,7205	
- onde bransjen	2,4883	2,2534	2,7897	2,4262	-	
* ndm bransjen	0,0491	0,0675	0,0568	0,0647	-	
= Omløpsfordel	-0,0809	-0,0810	-0,0860	-0,0615	0,0000	-0,0568

Tabell 52: Omløpsulempe for XXL i perioden 2012 til 2016

Som vi ser av tabell 52 har XXL hatt en omløpsulempe i alle år, med et tidsvektet snitt på -5,68 %. Dette indikerer at XXL ikke er i stand til å skape stor fortjeneste på netto driftseiendeler sammenlignet med bransjen. XXL har investert mer i varer og materiell, hvilket henger sammen med selskapets vekststrategi. Til tross for at bransjen har en omløpshastighet som er omtrent dobbelt så stor som XXL, har omløpshastigheten til selskapet vært stigende i hele analyseperioden. Den positive utviklingen er et resultat av at investeringer som oftest ikke blir lønnsomme før det har gått noen år.

8.3.3 Gearingfordel (drift)

Gearingfordel demonstrerer hvilke goder som kan oppnås gjennom å finansiere driften med gjeld (Knivsflå, 2017n, s. 62). Den beregnes ved å finne differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav, og deretter multiplisere med *gearing* (Knivsflå, 2017n, s. 62). Gearing tilsvarer summen av netto finansiell gjeldsgrad og minoritetsgrad. Ettersom det ikke eksisterer noen minoritetsinteresser i XXL sitt tilfelle, blir formelen for gearingfordel som følger:

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

Hvor:

ndr = netto driftsrentabilitet

ndk = netto driftskrav

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

Geraringfordel drift	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet	0,0649	0,0778	0,0940	0,1066	0,1134	
- Netto driftskrav	0,0483	0,0527	0,0579	0,0493	0,0484	
* Gearingfaktor	2,5240	2,2435	0,2718	0,3057	0,2589	
= Gearingfordel drift	0,0420	0,0564	0,0098	0,0175	0,0168	0,0253

Tabell 53: Gearingfordel drift for XXL i perioden 2012 til 2016

Tabell 53 viser at XXL har en gearingfordel i hele analyseperioden. Den store nedgangen i gearingfordel i år 2014 skyldes forandringer i kapitalstruktur, som følge av økt egenkapital og refinansiering av gjeld ved børsnotering. Den tidsvektede gearingfordelen til drift er 2,53 %.

8.3.4 Oppsummering av driftsfordel

De ovennevnte analysene viser at XXL har en driftsfordel som i stor grad er et resultat av en bransjefordel. Til tross for at bransjen er lønnsom å operere i, har XXL en ressursulempe som bidrar til å svekke driftsfordelen. Selskapet har en marginfordel da de tjener mer per omsatte krone enn resten av bransjen, men klarer ikke å skape like høy avkastning på netto driftseiendeler, noe som er med på å øke ressursulempen. Gearingfordelen, derimot, bidrar til å bedre driftsfordelen.

8.4 Strategisk fordel

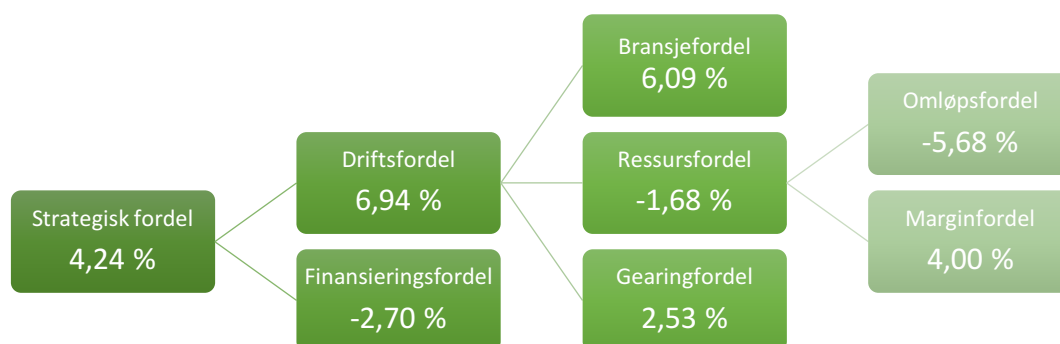
Strategisk fordel		2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
	Finansieringsfordel	-0,0568	-0,0493	-0,0378	-0,0086	-0,0054	
+	Driftsfordel	0,0586	0,0815	0,0460	0,0749	0,0818	
=	Strategisk fordel	0,0019	0,0322	0,0082	0,0663	0,0764	0,0424

Tabell 54: Strategisk fordel for XXL i perioden 2012 til 2016

Summen av finansieringsfordel og driftsfordel utgjør den strategiske fordelen til XXL på 4,24 %. Selskapet har hatt en strategisk fordel gjennom hele analyseperioden, hvilket tyder på at XXL er et lønnsomt selskap.

8.5 Oppsummering av lønnsomhetsanalyse

Lønnsomhetsanalysen oppsummeres i figur 34 som gir en oversikt over den strategiske fordelten og hvordan denne har blitt dekomponert. Vi fant at XXL har en tidsvektet strategisk fordel på 4,24 %, hvilket betyr at de har klart å generere en rentabilitet utover kravet og dermed skapt meravkastning for eierne.



Figur 34: Oppsummering av lønnsomhetsanalyse for XXL i perioden 2012 til 2016

Driftsfordelen til selskapet er hovedsakelig et resultat av en bransjefordel, og videre en gearingfordel fra drift. Ressursulempen påvirker driftsfordelen i negativ retning, men er avtakende i analyseperioden, noe som kan bidra til å øke driftsfordelen i fremtiden. For at XXL skal kunne gjøre det *bedre* enn sportsbransjen i fremtiden, må de anvende ressursene sine på en bedre måte.

Selskapet har videre en omløpsulempe som skyldes at de ikke klarer å skape like høy avkastning på netto driftseiendeler som resten av bransjen. Denne ulempen er også avtakende, som følge av en positiv utvikling i omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Marginfordelen viser at XXL er mer lønnsomme enn det gjennomsnittlige selskapet i bransjen, men grunnet mistanke om økt konkurranse i sportsbransjen i fremtiden, kan det tenkes at marginene til de ulike selskapene på sikt vil være tilnærmet like.

Finansieringsfordelen er negativ, men med en positiv trend som gjør at den går mot 0. Siden finansieringsfordelen på sikt forsvinner, vil den strategiske fordelten i fremtiden kun avhenge av driftsfordelen.

Basert på dette ser det ut som XXL har en positiv fremtid i møte, i og med at ulempene reduseres og bransjefordelen forventes å øke.

9. FREMTIDSREGNSKAP

Vi vil i dette kapitlet utarbeide et fremtidsregnskap for XXL, med utgangspunkt i den forståelsen vi har opparbeidet oss gjennom den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Dette regnskapet danner grunnlaget for å finne verdien av egenkapitalen til XXL, samt den tilhørende aksjeprisen.

Selve verdsettelsen gjennomføres som tidligere nevnt etter selskapskapitalmetoden. De frie kontantstrømmene til selskapet blir neddiskontert med WACC, som ble estimert i kapittel 7.4, for å beregne selskapsverdien. Til slutt finner vi nåverdien av egenkapitalen ved å trekke netto rentebærende gjeld fra selskapsverdien. Aksjeprisen beregnes ved å dividere egenkapitalverdien på antall utestående aksjer.

9.1 Valg av budsjettthorisont

Budsjettthorisonen omfatter år T hvor man regner med at alle budsjettdriverne er konstante (Knivsflå, 2017p, s. 8). Tiden det tar for å nå dette stadiet avhenger av om selskapet er i en bransje med vekst, eller om selskapet er i *steady state*. Jo nærmere selskapet er konstant vekst, desto kortere trenger T å være (Knivsflå, 2017p, s. 9). Som diskutert i kapittel 3.4 anser vi XXL for å være i en livssyklus preget av *high growth*, og vi tror derfor at det gjenstår en del år før selskapet når *steady state*. Vi har av den grunn valgt å utarbeide en fremtidsprognose på 10 år, hvor perioden strekker seg fra 2017 til 2026. År 2026 representerer året hvor virksomheten når *steady state*, også kjent som år T.

I neste avsnitt presenterer vi forventningene våre til fremtiden, og deretter prognoser for driftsinntekter og kostnader, før vi til slutt viser det endelige fremtidsregnskapet. Vi ønsker å påminne om at prognosene våre er basert på subjektive vurderinger.

9.2 Forventninger til fremtiden

Ved utarbeidelse av en fremtidsprognose må vi ta utgangspunkt i analyser relatert til både strategi og regnskap. Gjennom disse analysene har vi opparbeidet oss kunnskap og forståelse som danner grunnlaget for den forventede utviklingen til selskapet og bransjen.

I den strategiske analysen i kapittel 4 viste det seg at sportsbransjen har en moderat lønnsomhet, og at det eksisterer gode vekstmuligheter for XXL. I tillegg så vi i Porters fem krefter at selskapet står overfor sterk konkurranse på flere områder. Den største konkurransekraften kommer fra et høyt antall substitutter, og det er ventet at dette vil vedvare også i fremtiden. Den moderate konkurransen fra nye inntrengere, eksisterende kunder og konkurrenter er også forventet å være tilstede i tiden fremover. De ulike konkurransekraftene vil antagelig bidra til at selskapet etter hvert beveger seg mot bransjesnittet.

Det er rimelig å anta at muligheter og trusler fra SWOT-analysen vil være blant faktorene som vil berøre fremtidsregnskapet i størst grad. Blant mulighetene som ble kartlagt i SWOT-analysen, er selskapets videre ekspansjon utenfor Europa og teknologisk utvikling, svært sentrale. XXL er godt på vei med sine planer om å ekspandere til Østerrike, Tyskland og Sveits, og har i tillegg satt et mål om å ha totalt 85 butikker i de eksisterende markedene innen de førstkommende årene.

Både Østerrike, Tyskland og Sveits er større enn Norge målt etter befolkning, og med tanke på selskapets historiske bakgrunn, har selskapet gode muligheter til å gjøre stor suksess også her. Samtidig vil de nye markedene både være større og omfatte flere selskaper som XXL ikke har hatt som rivaler før. Marginfordelen som kjeden har opparbeidet seg vil antagelig bli berørt ved økt konkurranse, og vil derfor gjerne reduseres i fremtiden. De varige konkurransefortrinnene ledelse og merkevare vil være en fordel for selskapet ved ekspandering til nye land, og kan bidra til å generere superrentabilitet også i fremtiden.

Fremtidsregnskapet er utarbeidet med tro på fremtidig vekst i både nye og eksisterende markeder. Selskapets ekspansjonsplaner er allerede godt i gang, og vi forutsetter at målet om 85 butikker er oppnådd allerede i 2019. Dette danner grunnlaget for en forventning om økt vekst i denne perioden. Ettersom markedet i Norden snart er “mettet” og det kun er plass til 30

butikker til, tror vi det er begrenset hvor mye selskapet kan vokse videre her. Det forventes derfor at store deler av selskapets fremtidige vekst vil komme fra ekspandering utenfor Norden.

Den strategiske regnskapsanalysen viser at bransjen fremstår som en attraktiv og lønnsom bransje å operere i. Forholdene ligger til rette for at XXL skal kunne fortsette å vokse også i fremtiden, men i noe lavere grad enn før. Vi tror at bransjens vekst etter hvert vil opphøre, og at den sterke konkurransen vil føre aktørene tettere sammen. Som et resultat av dette vil ikke XXL lenger klarer å skille seg ut i mengden, og således ende opp med å operere som et ”gjennomsnittlig” selskap. Det er vanlig at regnskapstallene til et selskap vender tilbake til gjennomsnittet, såkalt *mean-reversion* (McDonald, 2014, s. 622). Dette vil vi ta med i vår betraktning.

9.3 Driftsinntekter

Fremtidige driftsinntekter beregnes på bakgrunn av selskapets historiske vekst og fremtidige strategi, samt sportsbransjens utvikling (Penman, 2013, s. 520-521). Det geometriske gjennomsnittet for de fem foregående årene er beregnet til å være 25,92 %.

Historisk vekst	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Driftsinntekter	3 107 165	4 010 227	5 215 000	6 487 000	7 813 000	25,92 %

Tabell 55: Historisk vekst i driftsinntekter for XXL i perioden 2012 til 2016

Dersom vi hadde tatt utgangspunkt i det geometriske gjennomsnittet ville vi fått driftsinntekter på 78 331 milliarder i år T. Dette er en svært urealistisk utvikling og eksemplet gjenkjennes som Damodarans *Callaway Golf*. Etter hvert som bedrifter blir større, vil både inntekt og fortjeneste vokse på lavere nivåer enn tidligere. Dette skyldes først og fremst at det blir vanskeligere å levere høy vekst, jo høyere inntekten blir. For det andre så vil suksess tiltrekke seg konkurranse, og det viser seg at store bedrifter som er vellykkede tiltrekker seg mer konkurranse enn mindre bedrifter (Damodaran, 2008, 01.06). Vi vil av den grunn ikke ta utgangspunkt i den historiske gjennomsnittlige veksten til driftsinntektene ved estimering av de fremtidige driftsinntektene.

Basert på selskapets nåværende posisjon i markedet antar vi at XXL vil fortsette å vokse i årene fremover. Det er planlagt åpning av nye butikker og e-commerce i Østerrike ved utgangen av 2017, noe vi antar vil bidra til økt vekst. Videre har selskapet planer om ytterligere ekspansjon til Sør-Tyskland og Sveits, noe vi ser for oss vil skje i årene 2018-2019. Ettersom XXL allerede opererer med varehus i flere storbyer i Norge og Sverige, og markedet i Norge anses som snart “mettet”, tror vi etablering av nye varehus og e-commerce i eksisterende markeder vil føre til vekst, men på et lavere nivå enn tidligere.

Til tross for at selskapets gjennomsnittlige vekst de siste årene har vært 25,92 %, anser vi en vekstrate på 14 % i 2017, 15 % i 2018, og 16 % i 2019 som rimelig. Dette begrunnes videre med at sportsbransjen er en middels attraktiv bransje, hvor sterk konkurranse vil bidra til prispress og dermed også lavere driftsinntekter. Med en forutsetning om at selskapet når målet om å operere med 85 butikker innen 2019, antas det at veksten i driftsinntekter vil avta fra og med år 2020, og vil gradvis bevege seg mot snittet i steady state på 2,5 %. Dette er den evige vekst-faktoren selskapet forventes å opprettholde i fremtiden.

9.4 Kostnader

9.4.1 Varekostnader

Den fremtidige varekostnaden vil bli påvirket av flere ulike faktorer. I VRIO-analysen i kapittel 4.2.1.2 kom det frem at XXL sine to sentrallagre i Norge og Sverige bidrar til å effektivisere logistikken og kostnadene. Når selskapet i de kommende år ekspanderer til land utenfor Norden, kan denne plasseringen føre til økte varekostnader som følge av større avstander til sentrallagre. I forbindelse med etablering av nye butikker, opererer selskapet stadig med åpningstilbud, noe som også bidrar til økte varekostnader.

På den annen side vil videre ekspansjon føre til større innkjøp, noe som kan bidra til høyere kvantumsrabatter og forsterker stordriftsfordelene selskapet allerede besitter, samtidig som varekostnadene reduseres. Oppsummert tror vi at disse faktorene vil utjevne hverandre, og vi har derfor valgt å benytte en gjennomsnittlig varekostnad på 60 % av driftsinntektene, som ble estimert i kapittel 8.3.2.1.

9.4.2 Lønnskostnader

Posten lønnskostnader har økt i takt med driftsinntektene i hele analyseperioden, med et tidsvektet snitt på 15,29 %. Selskapets planer om ekspansjon og åpning av nye butikker vil trolig bidra til høyere lønnskostnader, og vi anser derfor en fremtidig lønnskostnad på 16 % som rimelig.

9.4.3 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader har et tidsvektet snitt på 13,49 %. Det antas at åpningstilbud ved nye butikker vil øke denne posten til en viss grad, og det fremtidige snittet er derfor satt til 13,70 %.

9.4.4 Arbeidskapital

Vi observerer ingen klar trend ved arbeidskapitalen i analyseperioden. Vi benytter oss derfor av det tidsvektede snittet på 15 % av driftsinntektene, med en forutsetning om at den vil holde seg stabil i fremtiden.

9.4.5 Avskrivninger og nedskrivninger

Avskrivninger og nedskrivninger har et tidsvektet snitt på 1,5 % av driftsinntektene. Vi forutsetter at denne posten vil være stabil også i fremtiden.

9.4.6 Skattesats

Som fremlagt i kapittel 4.1.1.1 ble det i statsbudsjettet for 2017 vedtatt å senke bedriftsskattesatsen til 24 %, og ytterligere til 23 % i 2018. Regjeringen foreslo allerede i 2013 at den burde settes helt ned til 20 %, men ettersom det enda ikke har blitt redegjort for når denne endringen vil tre i kraft, velger vi å se bort ifra dette i våre prognoser. Vi setter derfor skattesatsen lik 22 % fra og med år 2019 og ut perioden.

Skattekostnaden estimeres med utgangspunkt i ordinært resultat før skatt. Ordinært resultat før skatt finnes ved å trekke *netto finansposter* fra *driftsresultatet*. Ved å ta utgangspunkt i de

historiske tallene i analyseperioden er gjennomsnittet for netto finansposter beregnet til å være -3,5 %. Vi antar at denne posten vil være stabil i fremtiden.

9.4.7 Capital expenditure (CAPEX)

Vi ser at XXL historisk har hatt variasjoner i CAPEX. Dette er normalt da selskaper kan gå gjennom perioder hvor denne er veldig høy, som for eksempel i forbindelse med at et nytt produkt blir introdusert eller nye anlegg blir bygget, etterfulgt av perioder med relativt lave CAPEX (Damodaran, 2012, s. 259). På bakgrunn av selskapets planer om å ha 85 butikker innen de førstkommende årene, vurderer vi investeringsbehovet til XXL å være noe høyere enn tidligere, og setter derfor CAPEX til 4 % frem til 2019. Deretter antar vi at investeringsbehovet reduseres og setter derfor denne posten lik 3,3 % ut perioden. Dette tilsvarer den gjennomsnittlige historiske CAPEX i prosent av driftsinntekter.

9.4 Vekst etter horisont

Som tidligere diskutert i kapittel 3.1 kan terminalverdien beregnes ved hjelp av Gordons vekstformel. I denne formelen er den evige vekst-faktoren et viktig ledd, og viser den evigvarende vekstraten til selskapet. Vi tror at selskapet vil fortsette å vokse, samtidig som den økte konkurransen i bransjen vil drive aktørene mot hverandre. Vi antar at XXL vil nå *steady state* i år 2027, og ifølge Damodaran (2012, s. 304) bør veksten være mindre eller lik vekstraten til økonomien selskapet opererer i. Basert på dette benyttes en langsiktig vekstrate på 2,5 % som samsvarer med Norges Banks inflasjonsmål (Norges Bank, 2017c).

9.5 Presentasjon av fremtidsregnskap

Med utgangspunkt i våre fremtidige prognoser og forventninger rundt selskapets utvikling i inntekter og kostnader har vi utredet en kontantstrømpstilling som vist i tabell 56.

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026T
Drifts- inntekter	8 906 820	10 242 843	11 881 698	13 426 319	14 634 687	15 512 769	16 210 843	16 778 223	17 281 569	17 713 609
Vare- kostnader	5 344 092	6 145 706	7 129 019	8 055 791	8 780 812	9 307 661	9 726 506	10 066 934	10 368 942	10 628 165
Lønns- kostnader	1 425 091	1 638 855	1 901 072	2 148 211	2 341 550	2 482 043	2 593 735	2 684 516	2 765 051	2 834 177
Andre drifts- kostnader	1 220 234	1 403 269	1 627 793	1 839 406	2 004 952	2 125 249	2 220 886	2 298 616	2 367 575	2 426 764
EBITDA	917 402	1 055 013	1 223 815	1 382 911	1 507 373	1 597 815	1 669 717	1 728 157	1 780 002	1 824 502
Av- og ned- skrivninger	133 602	153 643	178 225	201 395	219 520	232 692	243 163	251 673	259 224	265 704
EBIT	783 800	901 370	1 045 589	1 181 516	1 287 852	1 365 124	1 426 554	1 476 484	1 520 778	1 558 798
Skatt	-174 447	-193 757	-216 604	-246 034	-268 938	-285 431	-298 420	-308 861	-318 042	-325 824
CAPEX	-356 273	-409 714	-475 268	-443 124	-483 006	-511 986	-535 025	-553 751	-570 364	-584 623
Endring i arbeids- kapital	-306 438	-201 966	-247 745	-233 499	-182 668	-132 739	-105 527	-85 770	-76 091	-65 311
Av- og ned- skrivninger	133 602	153 643	178 225	201 395	219 520	232 692	243 163	251 673	259 224	265 704
Fri kontant- strøm	80 245	249 576	284 198	460 253	572 760	667 660	730 744	779 775	815 505	848 744
Diskon- terings- faktor	1,0627	1,1293	1,2000	1,2752	1,3551	1,4400	1,5303	1,6262	1,7281	1,8363
Nåverdi av kontant- strøm	75 513	221 010	236 829	360 923	422 665	463 642	477 527	479 519	471 920	462 192

Tabell 56: Fremtidsregnskap for XXL i perioden 2017E til 2026T

9.6 Aksjepris

Den totale nåverdien av kontantstrømmen gitt en WACC på 6,27 % er 3 671 740 NOK, og nåverdien av terminalverdien er 12 578 717 NOK. Netto nåverdi av hele virksomheten er estimert til å være 16 250 457 NOK. Trekker vi fra netto rentebærende gjeld på 934 000 NOK, får vi en egenkapitalverdi på 15 316 457 NOK. Dividerer vi egenkapitalverdien på antall utestående aksjer får vi en aksjepris per 31.12.16 på 111 NOK. Resultatene er som vist i tabell 57.

Verdi per aksje	
Sum nåverdi fra 2017 til 2016	3 671 740
Nåverdi av terminalverdi	12 578 717
Verdi av selskap	16 250 457
Netto finansiell gjeld	934 000
Verdi av egenkapital	15 316 457
Antall utestående aksjer	138 512
Aksjepris	111

Tabell 57: Verdi per aksje 31.12.16 for XXL

10. USIKKERHET I VERDIESTIMATET

Det er knyttet mye usikkerhet til verdsettelsen, ettersom den er basert på historiske tall og egne prognoser for fremtiden. Verdiestimatet vi fikk i kapittel 9.6 er et ”punkttestimat”, og kan omtales som en *forventet verdi* beregnet på bakgrunn av den forventede utviklingen til alle budsjett- og verdidriverne (Knivsflå, 2017c, s. 20). Grunnet usikkerhet rundt driverne vil verdiestimatet ha en fordeling i nærheten av forventningsverdien. I praksis er ofte fremtidsregnskapet og dermed verdiestimatet *for* positive (Knivsflå, 2017c, s. 24). Vi vil derfor utføre en sensitivitetsanalyse og en Monte Carlo-simulering for å avdekke denne usikkerheten.

10.1 Sensitivitetsanalyse

Gjennom en sensitivitetsanalyse kan vi avdekke følsomheten til verdiestimatet ved å justere de mest kritiske budsjett- og verdidriverne, og dermed illustrere hvordan dette slår ut på verdiestimatet (Knivsflå, 2017c, s. 27). Driverne vi anser som mest kritiske er

driftsinntektsveksten, risikofri rente, markedets risikopremie og beta. Den enkelte driver justeres med et intervall på +/- 40 %.

Som vist i kapittel 9.6 ble verdien av egenkapitalen beregnet til å være 15 316 457 TNOK. Da vi dividerte egenkapitalverdien på antall utestående aksjer fikk vi en aksjepris på 111 NOK. Dette estimatet er utgangspunktet ved de ulike justeringene som utføres i sensitivitetsanalysen.

10.1.1 Driftsinntektsvekst

Veksten i driftsinntektene ble i kapittel 9.3 estimert til å være som vist i tabell 58.

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026T
Vekst i driftsinntekter	14,0 %	15,0 %	16,0 %	13,0 %	9,0 %	6,0 %	4,5 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %

Tabell 58: Vekst i driftsinntekter i perioden 2017E til 2026T

Ved å endre denne veksten med et intervall på +/- 40 % som presentert innledningsvis, får vi endring i verdiestimatet som vist i tabell 59.

	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %
Verdiestimat	85,22	91,02	97,17	103,69	110,58	117,87	125,57	133,71	142,30
Avvik	-22,93 %	-17,69 %	-12,13 %	-6,23 %	0,00 %	6,59 %	13,56 %	20,92 %	28,69 %

Tabell 59: Sensitivitetsanalyse av driftsinntektsvekst

Dersom vi reduserer vekstratene med 40 % årlig, får vi en aksjepris på 85,22 kroner og en egenkapitalverdi på 11 803 654 TNOK. Dette tilsvarer en nedgang på 22,93 %. Med en økt vekstrate på 40 % får vi en aksjepris på 142,30 NOK og en egenkapitalverdi på 19 710 512 TNOK, noe som tilsvarer et avvik på 28,69 % fra opprinnelig verdiestimat. Verdiestimatet er med andre ord sensitivt overfor endringer i driftsinntektsveksten.

10.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie ble som diskutert i kapittel 7.2.2 satt til å være 5 % gjennom hele analyseperioden. Vi ønsker av den grunn å finne ut hvordan denne driveren påvirkes av justeringer innenfor det gitte intervallet.

	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %
Verdi, driver	0,03	0,035	0,04	0,045	0,05	0,055	0,06	0,065	0,07
Verdiestimat	241,62	188,94	154,00	129,15	110,58	96,19	84,71	75,36	67,59
Avvik	118,50 %	70,86 %	39,27 %	16,79 %	0,00 %	-13,01 %	-23,39 %	-31,85 %	-38,88 %

Tabell 60: Sensitivitetsanalyse av markedets risikopremie

Tabell 60 viser at dersom markedets risikopremie reduseres med 40 % vil dette gi et verdiestimat på 241,62 NOK, noe som tilsvarer en økning på hele 118,50 %. Dermed er verdiestimatet svært følsomt overfor endringer i denne driveren.

10.1.3 Beta

For å kunne se på usikkerheten knyttet til beta, går vi ut ifra den konstante betaverdien vi fant i kapittel 7.2.3.3. Ettersom beta inngår i avkastningskravet til egenkapitalen, vil justeringer i denne koeffisienten følgelig påvirke verdiestimatet vårt.

	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %
Verdi, driver	0,612	0,714	0,816	0,918	1,02	1,122	1,224	1,326	1,428
Verdiestimat	241,62	188,94	154,00	129,15	110,58	96,19	84,71	75,36	67,59
Avvik	118,50 %	70,86 %	39,27 %	16,79 %	0,00 %	-13,01 %	-23,39 %	-31,85 %	-38,88 %

Tabell 61: Sensitivitetsanalyse av beta

Som vi ser i tabell 61, vil en reduksjon i beta på 40 % resultere i et verdiestimat på 241,62 NOK, noe som tilsvarer et avvik fra opprinnelig verdiestimat på 118,50 %. En økning på 40 % tilsvarer et verdiestimat på 67,59 NOK, og gir et avvik på -38,88 %. Dette illustrerer at en endring i beta i stor grad vil påvirke verdiestimatet, særlig ved negative endringer.

10.1.4 Risikofri rente

Ved å ta utgangspunkt i 10-årige statsobligasjoner, beregnet vi den tidsvektede risikofrie renten til å være 1,41 %. Endring i denne driveren vil påvirke verdiestimatet, ettersom den risikofrie renten inngår i avkastningskravet til både finansiell gjeld og egenkapital.

	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %
Verdi, driver	0,0085	0,0099	0,0113	0,0127	0,0141	0,0155	0,0169	0,0183	0,0197
Verdiestimat	131,26	125,49	120,15	115,19	110,58	106,28	102,25	98,49	94,95
Avvik	18,70 %	13,48 %	8,65 %	4,17 %	0,00 %	-3,89 %	-7,53 %	-10,93 %	-14,13 %

Tabell 62: Sensitivitetsanalyse av risikofri rente

Vi ser fra tabell 62 at dersom den risikofrie renten reduseres med 40 %, resulterer dette i et verdiestimat på 131,26 NOK. Reduksjonen medfører et avvik på 18,70 % fra det opprinnelige verdiestimatet. Motsatt vil en økning i den risikofrie renten på 40 % gi en aksjepris på 94,95 kroner, noe som tilsvarer en reduksjon på 14,13 % i verdiestimatet. Endringer i denne driveren har med andre ord relativt liten påvirkning på verdiestimatet, sammenlignet med de andre budsjett- og verdidriverne.

10.1.5 Oppsummering av sensitivitetsanalysen

Det kom frem av sensitivitetsanalysen at verdiestimatet er sensitivt overfor justeringer i alle driverne, men at følsomheten er størst ved endringer i markedets risikopremie og beta. Analysen illustrerer at forutsetningene vi tar ved estimeringen av avkastningskravet påvirker aksjeverdien til XXL i betydelig grad.

10.2 Monte Carlo-simulering

I dette avsnittet gjennomføres en Monte Carlo-simulering for å synliggjøre usikkerhet ved å gjøre om budsjett- og verdidriverne til stokastiske variabler (Knivsflå, 2017c, s. 27). På denne måten får vi en fordeling av verdiestimatet, fremfor et punkttestimat. Simuleringen gjennomføres ved hjelp av tilleggsprogrammet @RISK i Excel. Denne analysen skiller seg fra den forrige analysen ved at man her endrer alle driverne i samme simulering, fremfor å se på kun én og én driver.

10.2.1 Forutsetninger for simuleringen

Før vi begynner på Monte Carlo-simuleringen må vi gjøre noen eksplisitte forutsetninger (Kaldestad & Møller, 2011, s. 84). Dette innebærer valg av stokastiske drivere, sannsynlighetsfordeling og utfallsrom. Sistnevnte kan gjøres enten ved å fastslå en øvre og nedre grense eller ved å ta utgangspunkt i et standardavvik. Vi velger også her å se på hvordan endringene påvirker aksjeprisen. Driverne vi velger å gjøre om til stokastiske variabler er de samme som i forrige avsnitt.

10.2.1.1 Driftsinntektsveksten

Vi bruker en normalfordelt sannsynlighetsfordeling for driftsinntektsveksten. Standardavviket er basert på driftsinntektsveksten i prognoseperioden, og settes derfor lik 5 %. Det geometriske gjennomsnittet er beregnet med utgangspunkt i fremtidige driftsinntekter og settes til 7,12 %.

10.2.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er som tidligere nevnt satt lik 5 % basert på markedsverdier fra PwC og NFF, og utgjør dermed en usikker størrelse. Den kan på sikt gå både opp og ned, og vi velger derfor en triangulær sannsynlighetsfordeling med et intervall på 4 til 6 %.

10.2.1.3 Beta

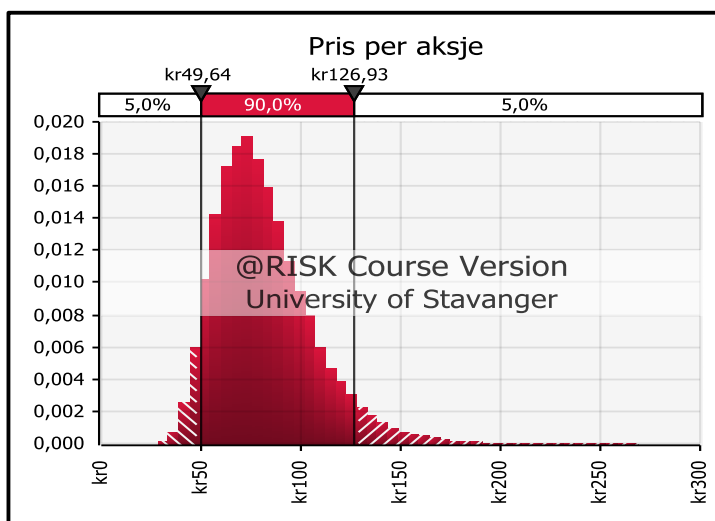
I sensitivitetsanalysen så vi at justeringer av beta har betydelig påvirkning på verdiestimatet. Det er derfor interessant å se hvordan en endring i denne verdien slår ut på verdiestimatet også ved simulering. I simuleringen foretar vi en triangulær sannsynlighetsfordeling med et intervall basert på skjønn. Intervallet går fra 0,7 til 1,1.

10.2.1.4 Risikofri rente

Risikofri rente ble satt til 1,41 % basert på årsstatistikken fra Norges Bank. Den 10-årige statsobligasjonsrenten har de siste årene ligget på historisk lave nivåer, og vi antar derfor at den i fremtiden vil øke. Vi velger en triangulær sannsynlighetsfordeling, med et intervall på 1 % til 4 %.

10.2.2 Resultatet fra simuleringen

Vi gjennomførte 50 000 simuleringer basert på de ulike forutsetningene som ble tatt innledningsvis, og fikk dermed en sannsynlighetsfordeling som presentert i figur 35. Simuleringen ga oss en noenlunde normalfordelt kurve, med ulike sannsynligheter og aksjepriser. For nærmere detaljer rundt simuleringen viser vi til vedlegg 12.



Figur 35: Resultat fra Monte Carlo-simuleringen

Resultatet viser at vi med 90 % sannsynlighet kan fastslå at verdien per aksje ligger innenfor intervallet 49,64 NOK og 126,93 NOK. Ytterpunktene viser de mest ekstreme tilfellene og betraktes derfor som urealistiske. Gjennomsnittsverdien utgjør 82 NOK per aksje. Dette gir et avvik på 29 NOK fra vårt fundamentale verdiestimat. Standardavviket utgjør 24 NOK.

Utfallet av simuleringene beror på hvilke drivere som velges, samt hvilke eksplisitte forutsetninger som blir tatt før analysen. Det kan derfor tenkes at vi har beregnet et intervall for de bestemte driverne som enten er for høyt eller lavt, hvilket igjen påvirker verdiestimatet vi får.

11. KOMPARATIV VERDSETTELSE

I dette kapittelet gjennomfører vi en komparativ verdsettelse i form av multiplikatormodellen som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Dette er for å undersøke om estimatet vi fikk i kapittel 9.6 ligger på et rimelig nivå. Aksjeprisen til XXL finnes ved å benytte både egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Vi har da valgt å ta i bruk P/B og P/E under *egenkapitalmetoden*, og EV/EBIT og EV/Sales under *selskapskapitalmetoden*.

Vi vil her ta utgangspunkt i de samme komparative selskapene som ble introdusert i kapittel 7.1. Grunnet tid til rådighet har vi besluttet å ikke utføre omgruppering og/eller normalisering av regnskapet til de respektive selskapene, noe som vil senke troverdigheten til estimatene våre. Estimaten er basert på tall for 2016 hentet fra årsrapportene til selskapene, samt Eikon. Verdsettelsen er gjort per 31.12.2016, og alle tall er her oppgitt i faktiske størrelser.

11.1 Pris/Bok (P/B)

Pris-til-bok viser forholdet mellom en aksjes markedsverdi og bokført verdi av egenkapitalen. Forholdstallet kan gi en indikasjon på selskapets evne til verdiskapning (Kaldestad & Møller, 2011, s. 161). En høy P/B-multiplikator vil si at markedet forventer at selskapet skal skape høy avkastning på sine eiendeler, mens en lav multiplikator indikerer det motsatte.

P/B	XXL	Sports Direct	JD Sports Fashion	Dick's Sporting Goods	Foot Locker
Bokført egenkapital	3 608 000 000	1 386 400 000	552 300 000	1 929 500 000	2 710 000 000
Antall utestående aksjer	138 512 123	561 291 835	973 233 160	113 910 203	131 233 011
Bokført egenkapital per aksje	26,05	2,47	0,57	16,94	20,65
Markedspris per aksje	98,00	2,79	3,18	53,10	70,89
Pris/Bok	3,76	1,13	5,60	3,13	3,43
Gjennomsnitt	3,32				
Verdiestimat	86,59				

Tabell 63: Verdiestimat på XXL-aksjen per 31.12.16 ved bruk av gjennomsnittlig P/B-multiplikator

Tabell 63 viser P/B multiplikator til de komparative selskapene og XXL. Sports Direct skiller seg ut med det laveste forholdstallet på 1,13, noe som forteller at dette selskapet har dårligst evne til verdiskapning. XXL sin multiplikator er estimert til å være 3,76, og indikerer dermed at børskursen til aksjen på verdsettelsestidspunktet er 3,76 ganger større enn bokført verdi. XXL er også høyere priset enn bransjesnittet som er på 3,32. Dette indikerer at aksjonærene har tro på at XXL besitter en større evne til å skape verdi, enn de sammenlignbare selskapene. Med utgangspunkt i den gjennomsnittlige P/B-raten for bransjen og den bokførte egenkapitalen per aksje til selskapet, beregner vi verdiestimatet til å være 86,59 NOK.

11.2 Pris/Fortjeneste (P/E)

Pris-til-fortjeneste multiplikatoren gir uttrykk for selskapets forhold mellom markedsverdien til egenkapitalen og resultat etter skatt (Kaldestad & Møller, 2011, s. 157). Multiplikatoren viser hvor mye investorene er villige til å betale per krone av fortjeneste. Generelt vil en høy P/E si at investorene forventer høyere vekst i fremtiden, mens en lav P/E indikerer en forventning om lavere vekst i fremtiden.

P/E	XXL	Sports Direct	JD Sports Fashion	Dick's Sporting Goods	Foot Locker
Markedspris per aksje	98,00	2,79	3,18	53,10	70,89
Resultat etter skatt	516 000 000	277 400 000	178 900 000	287 400 000	664 000 000
Antall utestående aksjer	138 512 123	561 291 835	973 233 160	113 910 203	131 233 011
Fortjeneste per aksje	3,73	0,49	0,18	2,52	5,06
Pris/Fortjeneste	26,31	5,64	17,29	21,05	14,01
Gjennomsnitt	14,50				
Verdiestimat	54,01				

Tabell 64: Verdiestimat på XXL-aksjen per 31.12.16 ved bruk av gjennomsnittlig P/E-multiplikator

Som vist i tabell 64 har XXL det høyeste forholdstallet av alle de komparative selskapene. Dette kan indikere at selskapet enten er priset for høyt på børs, eller at aksjonærer har større tro på fortjeneste hos XXL i fremtiden sammenlignet med de komparative selskapene. Multiplikatoren viser at investorene er tilbøyelige til å betale 26,31 for hver krone selskapet genererer i fortjeneste. Med utgangspunkt i den gjennomsnittlige P/E-raten for bransjen og fortjeneste per aksje for XXL, beregner vi verdiestimatet til å være 54,01 NOK.

11.3 EV/Sales

EV/Sales viser forholdet mellom selskapsverdien og salgsinntektene. Multiplikatoren tallfester hvor mye det koster å kjøpe selskapets salgsinntekter, og blir ofte brukt av analytikere da salgsinntekter er vanskeligere å manipulere.

EV/Sales	XXL	Sports Direct	JD Sports Fashion	Dick's Sporting Goods	Foot Locker
Market Capitalization	12 941 954 257	1 709 276 210	4 329 853 896	5 418 708 356	9 607 568 735
+ Debt	1 764 000 000	259 957 000	33 960 000	5 325 000	127 000 000
+ Preferred shares	-	-	-	-	-
- Cash and cash equivalents	46 000 000	187 976 000	247 560 000	164 777 000	1 046 000 000
+ Minority interest	-	-1 835 000	26 592 000	-	-
= Enterprise Value	14 659 954 257	1 779 422 210	4 142 845 896	5 259 256 356	8 688 568 735
/ Annual Sales	7 843 000 000	3 108 355 000	2 378 694 000	7 921 980 000	7 766 000 000
= EV/SALES	1,87	0,57	1,74	0,66	1,12
Gjennomsnitt	1,02				
Verdiestimat	57,99				

Tabell 65: Verdiestimat på XXL-aksjen per 31.12.16 ved bruk av gjennomsnittlig EV/Sales-multiplikator

Tabell 65 viser at XXL har det høyeste forholdstallet på 1,87 blant de komparative selskapene. Verdiestimatet til XXL aksjen beregnes til å være 57,99 kroner ved bruk av denne multiplikatoren. Dette kan indikere at selskapet er overpriset på børs, i tillegg til at aksjonærene forventer at virksomheten skal gjøre det bedre enn konkurrentene i årene fremover. XXL har i senere tid hatt en relativt høy vekst i driftsinntektene sine. Selskapets ekspansjonsplaner og bransjefordel legger også forholdene til rette for økt vekst i fremtiden.

11.4 EV/EBIT

EV/EBIT-multiplikatoren viser forholdet mellom selskapsverdien og driftsresultatet. Multiplikatoren kan være et nyttig verktøy ved sammenligning av selskaper, da man kan sammenligne virksomheter med ulik belåningsgrad. Et høyt forholdstall indikerer at det er behov for mye kapital for å generere driftsoverskudd, og kan bety at XXL-aksjen er priset for høyt.

EV/EBIT	XXL	Sports Direct	JD Sports Fashion	Dick's Sporting Goods	Foot Locker
Enterprise value	14 659 954 257	1 779 422 210	4 142 845 896	5 259 256 356	8 688 568 735
Driftsresultat	697 000 000	212 491 000	246 212 000	449 853 000	1 012 000 000
EV/EBIT	21,03	8,37	16,83	11,69	8,59
Gjennomsnitt	11,37				
Verdiestimat	57,21				

Tabell 66: Verdiestimat på XXL-aksjen per 31.12.16 ved bruk av gjennomsnittlig EV/EBIT-multiplikator

Tabell 66 viser at XXL har en svært høy EV/EBIT sammenlignet med de komparative selskapene. Det høye forholdstallet indikerer at XXL ikke evner å dra nytte av sin netto driftskapital like godt som de andre bedriftene. Det kan også bety at XXL-aksjen er overpriset.

Verdiestimatet ved bruk av denne multiplikatoren er beregnet til å være 57,21 NOK. Etersom dette estimatet er større enn det vi fikk ved beregning av P/E multiplikatoren, kan dette indikere at selskapets kapitalstruktur har en gunstig påvirkning på aksjeverdien til selskapet.

11.5 Oppsummering av komparativ verdsettelse

Multiplikator	Våre verdiestimat
P/B	86,59
P/E	54,01
EV/Sales	57,99
EV/EBIT	57,21

Tabell 67: Estimert verdi på XXL-aksjen basert på den komparative verdsettelsen

Vi ser i tabell 67 at verdien på XXL-aksjen varierer fra 54,01 NOK til 86,59 NOK. På verdsettelsestidspunktet 31.12.16 var aksjeprisen 98 NOK, noe som indikerer at aksjen omsettes med en vesentlig *premium* sammenlignet med de komparative selskapene. Vi ser også at de fleste multiplikatorene, med unntak av P/B, er høyere for XXL enn for de komparative selskapene. Dette skyldes at verdien til selskapet i stor grad avhenger av den predikerte fremtidige veksten. Aksjeprisen avhenger dermed av at utviklingen og suksessen til selskapet vedvarer. Resultatene samsvarer med vår fundamentale analyse, der størsteparten av selskapets verdi forklares med den predikerte veksten.

12. KONKLUSJON

Formålet med denne masteroppgaven er å besvare problemstillingen “*Hva er verdien av XXL per 31.12.16?*”. Gjennom en fundamental verdsettelse ved hjelp av fri kontantstrøm til selskapskapitalmetoden, har vi beregnet en egenkapitalverdi per 31.12.16 på 15 316 457 TNOK, som tilsvarer en aksjepris på 111 NOK per aksje. Dette verdiestimatet er ca. 13 % høyere enn sluttnoteringskurs per 31.12.16 på 98 NOK. Verdsettelsen indikerer dermed at XXL er noe underpriset.

Den fundamentale verdsettelsen er gjennomført med en forutsetning om at XXL klarer å opprettholde veksten vi estimerte de første 9 årene, for så å vokse med en konstant rate på 2,5 % fra og med steady state. Dersom XXL ikke møter forventningene våre til den fremtidige veksten, kan dette gi store utslag i aksjeprisen.

12.1 Handlingsstrategi

Selv om det finnes usikkerhet knyttet til våre beregninger, ønsker vi avslutningsvis å foreslå en handlingsstrategi. Dette gjøres på bakgrunn av et hold-intervall på +/- 10 % av børskursen, som vil si at vi gir en holdanbefaling dersom verdiestimatet ligger innenfor dette intervallet. Er verdiestimatet lavere (høyere) enn børskursen, kommer vi med en salgsanbefaling (kjøpsanbefaling). Intervallet er som vist i tabell 68.

Anbefaling	Selg	Hold	Kjøp
Verdiestimat	< 88,20	88,20 - 107,80	> 107,80

Tabell 68: Handlingsstrategi for XXL-aksjen

På bakgrunn av dette er anbefalt handlingsstrategi å *kjøre* XXL-aksjen, da verdiestimatet synes å være klart større enn børskursen.

13. LITTERATURLISTE

Bøker

- Berk & DeMarzo (2013). *Corporate Finance*. Harlow, England: Pearson Education M.U.A.
- Boye, Knut. (1998). *Verdsettelse*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Flåten, B. & Knudsen, H. (2015). *Strategisk ledelse*. Oslo: Cappelen Damm.
- Johnson, G., Whittington, R., & Scholes, K. (2011). *Exploring strategy*. 9th edition. Harlow: Pearson Education.
- Kaldestad, Y. & Møller, B. (2011). *Verdivurdering. Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation*. 5th edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- McDonald, R. L. (2014). *Derivatives Markets*. Harlow, England: Pearson Education Limited.
- Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York: McGraw-Hill.
- Porter, M. E. (1992). *Konkurransesfortrinn*. Otta: Engers Boktrykkeri A/S.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy*. New York: Free Press.
- Titman, S. & Martin, J. (2014). *Valuation: The Art and Science of Corporate Investment Decisions*. (2. utg.). Harlow, England: Pearson Education Limited.

Vitenskapelige artikler

- Boye, K. & Dahl, G. A. (2002). Verdsettelsesmodeller. *Praktisk økonomi & finans*, 19(1), ss. 83-102. Hentet fra https://www.idunn.no/file/pdf/33226566/pof_2002_01_pdf.pdf
- Dahl, G.A. (2011). Oversikt over ulike verdsettelsesmodeller. *Praktisk økonomi & finans*, 27(2), ss. 3-14. Hentet fra <https://www.idunn.no/file/pdf/49362315/art03.pdf> Dato: 14.02.17
- Dyrnes, S. (2011). RIV-B og RIV-E – bedre verdsettelsesmodeller. *Praktisk økonomi & finans*, 27(2), ss. 41-56- Hentet fra <https://www.idunn.no/file/pdf/49362347/art10.pdf> Dato: 14.02.17
- Dyrnes, S. (2004). Verdsettelse med bruk av multiplikatorer. *Praktisk økonomi & finans*, 21(1), ss. 43-52. Hentet fra https://www.idunn.no/file/pdf/33226769/verdsettelse_med_bruk_av_multiplikatorer.pdf Dato: 14.02.17
- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering a regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans*, 24(2), ss. 3-17. Hentet fra https://www.idunn.no/file/pdf/33227485/regnskapsanalyse_omgruppering_av_regnskapet_for_eierkontroll_og_verdsettels.pdf Dato: 28.03.17
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), ss. 13–37. Hentet fra <http://www.jstor.org/stable/1924119> Dato: 11.04.17
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, 34(4), ss. 768–783. Hentet fra <http://www.jstor.org/stable/1910098> Dato: 11.04.17

- Porter, M. E. (2008). The five competitive forces that shape strategy. *Harvard Business Review*, 86(1), ss. 78-93. Hentet fra <http://web.a.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=8&sid=35505e46-b241-4d00-a249-ae796bd73dee%40sessionmgr4010&hid=4214> Dato: 08.02.17
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), ss. 425-442. Hentet fra <http://www.jstor.org/stable/2977928> Dato: 11.04.17

Avisartikler

- Armstrong, V. (2016, 02.05). Nå har danskene satt verdensrekord med negative renter. *E24*. Hentet fra <http://e24.no/makro-og-politikk/danmark/naa-har-danskene-satt-verdensrekord-med-negative-renter/23673046> Dato: 08.02.17
- Bergseng, A. (2016, 06.04). Stadig flere får diabetes. *VG*. Hentet fra <http://www.vg.no/forbruker/helse/frukt-og-groent/stadig-flere-faar-diabetes/a/23652646/> Dato: 07.02.17
- Bugge, M. (2016, 28.11). Maaseides brannfakkell til bedriftene: - Dropp julebordet. Tenk heller på de ansattes helse. *Aftenposten*. Hentet fra <http://www.aftenposten.no/100Sport/idrettspolitik/Maaseides-brannfakkell-til-bedriftene--Dropp-julebord-Tenk-heller-pa-de-ansattes-helse-226601b.html> Dato: 08.02.17
- Breivik, S. R. (2017, 28.02). Sterk økonomisk vekst i Sverige. *E24*. Hentet fra <http://e24.no/makro-og-politikk/sverige/sterk-oekonomisk-vekst-i-sverige/23936737> Dato: 16.03.17
- E24. (2010, 02.06). Tjener 750 millioner på XXL-salg. Hentet fra <http://e24.no/naeringsliv/tjener-750-mill-paa-xxl-salg/3675604> Dato: 26.01.17
- E24. (2008, 27.08). Fedme koster 38 mrd kroner. Hentet fra <http://e24.no/naeringsliv/fedme-koster-38-mrd-kroner/2619966> Dato: 07.02.17
- E24. (2010, 15.05). Tar opp kampen mot XXL. Hentet fra <http://e24.no/naeringsliv/tar-opp-kampen-mot-xxl/3650979> Dato: 27.02.17
- Eidem, M. (2015, 08.12). Strekker seg langt for å virke billigst. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/privat/2015/12/08/2143/Handel/strekker-seg-langt-for--virke-billigst> Dato: 13.02.17
- Ekeseth, F. C. og Kleppe, M.K. (2015, 09.09). Selger seg ut av XXL. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/nyheter/finans/2015/09/09/0819/Investeringer/selger-seg-ut-av-xxl> Dato: 23.01.17
- Ekeseth, F. C. og Kleppe, M. K. (2016, 19.02). XXL vokser videre. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/nyheter/finans/2016/02/19/0711/Detaljhandel/xxl-vokser-videre> Dato: 25.01.17
- Gjendem, C. S. (2015, 12.03). Finland har eksepsjonelt dårlige økonomiske utsikter. *E24*. Hentet fra <http://e24.no/makro-og-politikk/finland-har-eksepsjonelt-daarlige-oekonomiske-utsikter/23413001> Dato: 16.03.17
- Hartwig. (2016, 22.12). Den svenske kronen på sitt sterkeste mot den norske på tre måneder. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/nyheter/2016/12/22/0842/Makroekonomi/den-svenske-kronen-pa-sitt-sterkeste-mot-den-norske-pa-tre-maneder> Dato: 06.02.17

- Helland, M. (2016, 29.01). Barndomskameratene som realiserte drømmen. *Budstikka*. Hentet fra <http://www.budstikka.no/okonominyheter/okonomi-og-naringsliv/nyheter/barndomskameratene-som-realiserte-drommen/s/5-55-257992> Dato: 25.01.17
- Kleppe, M.K. (2015a, 23.04). Nå er de størst i Norden: XXL gruser svensk sportskjempe. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/nyheter/2015/04/23/1445/XXL/n-er-de-strst-i-norden-xxl-gruser-svensk-sportskjempe> Dato: 23.01.17
- Kleppe, M. K. (2015b, 25.11). Forsøker seg på en juridisk finte. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/nyheter/finans/2015/11/25/2114/Forbrukerombudet/-forsker-seg-p-en-juridisk-finte> Dato: 15.02.17
- Kleppe, M. K. (2015c, 29.01). Flere sportskonkurser. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/01/29/2151/Handel/flere-sportskonkurser> Hentet dato: 13.02.17
- Lie, C. H, Gjendem, C. S og Klingenberg, M. (2015, 25.07). Regn og kulde demper salget av sommervarer. *E24*. Hentet fra <http://e24.no/privat/ditt-liv/regn-og-kulde-demper-salget-av-sommervarer/23493799> Dato: 20.01.17
- Nissen-Meyer, J. (2014, 03.10). XXL-gründeren til E24: -Du må ikke være for glad i pengene dine. *E24*. Hentet fra <http://e24.no/naeringsliv/xxl/xxl-gr-nderen-til-e24-du-maa-ikke-vaere-for-glad-i-pengene-dine/23307678> Dato: 20.01.17
- Sagmoen, I. (2016a, 19.05). Kjøper ut XXL-brøen for 1,1 milliarder kroner. *E24*. Hentet fra <http://e24.no/naeringsliv/xxl/kjoeper-ut-xxl-brøen-for-1-1-milliarder-kroner/23688302> Dato: 23.01.17
- Sagmoen, I. (2016b, 17.03). Derfor har vi rekordlave renter. *E24*. Hentet fra <http://e24.no/makro-og-politikk/rentemoete-norges-bank/derfor-har-vi-rekordlave-renter/23639541> Dato: 16.03.17
- Solem, L. K. (2015, 03.03). Gresvig taper mot XXL. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/03/03/2152/Handel/gresvig-taper-mot-xxl> Dato: 27.01.17
- Solem, L. K. (2016, 26.10). Nå skal XXL ekspandere hit. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/nyheter/2016/10/26/1426/XXL/na-skal-xxl-ekspandere-hit> Dato: 23.01.17
- Støren, B. (2016, 22.07). XXL: Bare plass til fem butikker til i Norge. *E24*. Hentet fra <http://e24.no/naeringsliv/xxl/xxl-bare-plass-til-fem-butikker-til-i-norge/23746705> Dato: 27.02.17
- Sundberg, J. D. (2015, 13.11). Finsk økonomi går dårligere enn den greske. *E24*. Hentet fra <http://e24.no/makro-og-politikk/finsk-oekonomi-gaar-daarligere-enn-den-greske/23560621> Dato: 16.03.17
- Sved, B. (2016, 17.05). Her er fem grunner til at ei svak krone er bra for Norge. *Aftenposten*. Hentet fra <http://www.aftenposten.no/okonomi/Her-er-fem-grunner-til-at-ei-svak-krone-er-bra-for-Norge-29294b.html> Dato: 16.03.17
- Takla, E. (2016a, 07.09). Uendret rente i Sverige. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/nyheter/okonomi/2016/09/07/0933/uendret-rente-i-sverige> Dato: 06.02.17
- Takla, E. (2016b, 14.04). Svensk økonomi går som et tog. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/nyheter/okonomi/2016/04/14/1805/Valuta/-svensk-konomi-gr-som-et-tog> Dato: 16.03.17
- Vedeler, M. (2016, 17.10). Gresvig kutter 60 årsverk. *E24*. Hentet fra <http://e24.no/naeringsliv/nedbemanning/gresvig-kutter-60-aarsverk/23822766> Dato: 22.03.17

- Wig, K. (2016, 26.09). Virke spår inntektsbyks for detaljhandelen i 2017. *E24*. Hentet fra <http://e24.no/makro-og-politikk/virke/virke-spaar-inntektsbyks-for-detaljhandelen-i-2017/23803985> Dato: 22.03.17
- Wold, R. (2009, 25.03). Vinner på finanskrisen. *E24*. Hentet fra <http://e24.no/naeringsliv/vinner-paa-finanskrisen/2996829> Dato: 26.01.17

Rapporter

- DIBS (2015, 28.09). Endelig er den her- Norsk E-handel 2015!. Hentet fra https://www.norgesdesign.no/files/PDF/NEH_NO_2015_web.pdf Dato: 10.02.17
- European Commission. (2014). *Sport and physical activity*. (412). Hentet fra http://ec.europa.eu/commfrontoffice/publicopinion/archives/ebs/ebs_412_en.pdf Dato: 10.02.17
- Norsk Sportsbransjeforening. (2016). Bransjeoppdatering 2015. Hentet fra <http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/76/pdf/Sportbransjen%202015%20oppsummert%20.pdf> Dato: 26.01.17
- Norsk Sportsbransjeforening. (2015). Bransjeoppdatering 2014. Hentet fra <http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/72/pdf/Sportbransjen-2014-oppsummert.pdf> Dato: 26.01.17
- Norsk Sportsbransjeforening. (2014). Bransjeoppdatering 2013. Hentet fra <http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/63/pdf/sportbransjen-2013-oppsummert.pdf> Dato: 22.03.17
- Norsk Sportsbransjeforening. (2013). Bransjeoppdatering 2012. Hentet fra <http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/64/pdf/sportbransjen-2012-oppsummert.pdf> Dato: 22.03.17
- Norsk Sportsbransjeforening. (2012). Bransjeoppdatering 2011. Hentet fra <http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/65/pdf/sport-2011-oppsummert.pdf> Dato: 22.03.17
- Norsk Sportsbransjeforening. (2011). Bransjeoppdatering 2010. Hentet fra <http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/66/pdf/083820sport-2010-oppsummert.pdf> Dato: 22.03.17
- Norsk Sportsbransjeforening. (2010). Bransjeoppdatering 2009. Hentet fra <http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/67/pdf/sportsbransjen-2009.pdf> Dato: 22.03.17
- Norsk Sportsbransjeforening. (2009). Bransjeoppdatering 2008. Hentet fra <http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/68/pdf/sb2008.pdf> Dato: 22.03.17
- Norsk Sportsbransjeforening. (2008). Bransjeoppdatering 2007. Hentet fra Dato: 22.03.17
- Postnord. (2016). *Netthandel i Norden 2016*. Hentet fra https://www.nettpilot.no/wp-content/uploads/2016/09/postnord_netthandel_i_norden_2016.pdf Dato: 08.02.17
- Postnord. (2017). *Netthandel i Norden 2017*. Hentet fra <http://www.postnord.no/globalassets/norge/rapporter/netthandel-i-norden-2017.pdf> Dato: 08.02.17
- PwC. (2016). *Risikopremien i det norske markedet 2016*. Hentet fra <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/verdivurdering/risikopremien-2016.pdf> Dato: 20.04.17
- Sports Direct. (2016). *Investing for the future Annual Report & Accounts 2016*. Hentet fra http://www.sportsdirectplc.com/~/_media/Files/S/Sports-Direct/annual-report/2016-annual-report-accounts.pdf Dato: 22.03.17

- Stadium. (2015). *Årsredovisning och Koncernredovisning för räkenskapsåret 1 september 2014- 31 augusti 2015*. Hentet fra <https://www.hitta.se/foretagsinformation/stadium+sweden+ab/5562364397> Dato: 17.03.17
- Virke Handel. (2015a). *Netthandel blant norske butikkjeder*. Hentet fra <https://www.virke.no/tjenester/rapporter-analyse/> Dato: 09.02.17
- Virke Handel. (2015b). *Utsikter for norsk handel 2016*. Hentet fra <https://www.virke.no/tjenester/rapporter-analyse/rapporter/utsikter-for-norsk-handel-2016/> Dato: 09.02.17
- XXL. (2013). *XXL ASA Annual Report 2012*. Hentet fra innlogging hos Brønnøysundregistrene
- XXL. (2014). *XXL ASA Annual Report 2013*. Hentet fra innlogging hos Brønnøysundregistrene
- XXL. (2015). *XXL ASA Annual Report 2014*. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/XXL-ASA-Annual-report-2014.pdf> Dato: 20.01.17
- XXL. (2016a). *XXL ASA Annual Report 2015*. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/XXL-ASA-Annual-Report-20151.pdf> Dato: 20.01.17
- XXL. (2016b). *XXL Sustainability Report 2015*. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2016/04/XXL-ASA-Sustainability-Report-2015.pdf> Dato: 23.01.17
- XXL. (2016c). *XXL ASA Third quarter 2016 results- Strong Norwegian performance*. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/XXL-ASA-Interim-report-Q3-2016.pdf> Dato: 24.01.17
- XXL. (2017a). *XXL ASA Annual Report 2016*. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/XXL-ASA-Annual-Report-2016.pdf> Dato: 26.04.17
- XXL. (2017b). *XXL Sustainability Report 2016*. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2014/08/XXL-ASA-Sustainability-Report-2016-.pdf> Dato: 26.04.17
- XXL. (2017c). *Interim report Q4 2016*. Hentet fra <http://mb.cision.com/Public/10802/2189232/b7f76078767b2a42.pdf> Dato: 27.02.17

Elektroniske kilder

- Arbeidstilsynet. (2015, 24.04). Endringer i arbeidsmiljøloven og allmenngjøringsloven fra 1. juli. Hentet fra <http://www.arbeidstilsynet.no/nyhet.html?tid=252097> Dato: 08.02.17
- BI (2016). Norsk kundebarometer. Hentet fra <https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/bransjerresultater-2016/> Dato: 13.02.17
- Brækhus, L. A. (2016, 15.11). XXL måtte fjerne løfte om ”prisgaranti” fra nettside. Hentet fra <http://www.abcnyheter.no/penger/naeringsliv/2016/11/15/195256792/xxl-matte-fjerne-lofte-om-prisgaranti-fra-nettside> Dato: 08.02.17
- Dahl, M. (2015, 15.06). XXL tar store jafs også i Finland. Hentet fra <http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/xxl-tar-store-jafs-ogsaa-i-finland> Dato: 23.01.16
- Dahl, M. (2015, 13.11). Fortsatt kraftig vekst for sportsbransjen. Hentet fra <http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/fortsatt-kraftig-vekst-for-sportsbransjen> Dato: 26.01.17
- Dahl, M. (2016, 03.11). XXL vokser fortsatt mest i verden. Hentet fra <http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/xxl-vokser-fortsatt-mest-i-verden> Dato: 26.04.17
- Dahl, M. (2017, 09.02). Forventer 4 % vekst i år. Hentet fra <http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/forventer-4-vekst-i-ar> Dato: 14.02.17

- Damodaran, A. (2017). Total Betas by Sector. Hentet fra http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html Dato: 27.04.17
- Damodaran, A. (udatert). Ten Questions about Bottom-up Betas. Hentet fra http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/TenQs/TenQsBottomupBetas.htm Dato: 04.05.17
- Damodaran, A. (2008, 01.06). Growth and Value: Past growth, predicted growth and fundamental growth. Hentet fra <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/growthorigins.pdf> Dato: 26.04.17
- Dick's Sporting Goods. (udatert). About us. Hentet fra <http://www.dickssportinggoods.com/s/about-us> Dato: 20.04.17
- Eurostat (2017). Unemployment by sex and age - annual average. Hentet fra <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do> Dato: 22.03.17
- EQT (udatert). XXL - XIN Holding Guernsey Limited sells its remaining 19,465,041 shares in XXL ASA. Hentet fra <https://www.eqt.se/globalassets/newsroom/sale-of-remaining-shares-in-xxl-asa.pdf> Dato: 22.03.17
- Finansdepartementet. (2014, 22.12). Regelendringer fra 1. januar 2015. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regelendringer-fra-1.-januar-2015/id2356751/> Dato: 07.02.17
- Finansleksikon. (udatert). Rentedekningsgrad. Hentet fra <http://www.finansleksikon.no/Formelsamling/R/Rentedekningsgrad.html> Dato: 14.03.17
- Fjørtoft, T. O. (2017). Befolkningens bruk av netthandel: Tre av fire har handlet på nett det siste året. *Statistisk Sentralbyrå*. Hentet fra <http://www.ssb.no/teknologi-og-innovasjon/artikler-og-publikasjoner/tre-av-fire-har-handlet-pa-nett-det-siste-aret> Dato: 08.02.17
- Foot Locker Inc. (udatert). About us. Hentet fra <http://www.footlocker-inc.com/company.cfm?page=about> Dato: 20.04.17
- Forskrift om årsregnskap og årsberetning. (2001). *Forskrift om årsregnskap og årsberetning (for kommuner og fylkeskommuner)*. Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2000-12-15-1424?q=omløpsmidler> Dato: 30.03.17
- Gresvig. (udatert). Om oss. Hentet fra <https://www.gresvig.no/om-oss> Dato: 22.03.17
- Helsedirektoratet. (2016). *Nøkkeltall for helsesektoren*. Hentet fra <https://helsedirektoratet.no/Lists/Publikasjoner/Attachments/1177/Nøkkeltall%202016%20IS-2464.pdf> Dato: 22.03.17
- Helsedirektoratet. (2016, 14.06). Nøkkeltall: Befolkningens helsetilstand og levevaner. Hentet fra <https://helsedirektoratet.no/statistikk-og-analyse/nokkeltall/nokkeltall-befolkningens-helsetilstand-og-levewaner#tilrettelegging-for-sunne-valg> Dato: 07.02.17
- Helsedirektoratet. (2016, 17.06). Statistikk om fysisk aktivitetsnivå og stillesitting. Hentet fra <https://helsedirektoratet.no/folkehelse/fysisk-aktivitet/statistikk-om-fysisk-aktivitetsniva-og-stillesitting> Dato: 08.02.17
- Helsenorge. (2014, 06.06). Diabetes type 2. Hentet fra <https://helsenorge.no/sykdom/hormoner/diabetes/diabetes-type-2> Dato: 21.03.17
- Intersport. (udatert). Det här är intersport. Hentet fra <https://www.intersport.se/om-intersport/> Dato: 23.03.17
- JD Sports Fashion Plc. (udatert). History. Hentet fra <http://www.jdplc.com/company-information/history.aspx> Dato: 20.04.17

- Jensen, T. (2015, 26.02). Dette er den nye skinnyjeansen. *Klikk*. Hentet fra <http://www.klikk.no/mote/detnye/shopping/article930864.ece> Dato: 10.02.17
- Jenssen, G. K., Syed, R. & Mikalsen, K. S. (2016, 06.10). Farlig stoff i sportshansker for barn. *NRK*. Hentet fra <https://www.nrk.no/ostlandssendingen/farlig-stoff-i-sportshansker-for-barn-1.13163251> Dato: 10.02.17
- Kaurel, F. & Vikøren, B. M. (2014, 21.07). Markedsføringsloven. Hentet fra <https://snl.no/markedsforingsloven> Dato: 09.02.17
- KPMG. (udatert). Tax rates online. Hentet fra <https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online.html> Dato: 06.02.17
- Lederkilden. (udatert, a). Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer. Hentet fra <https://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/verdsettelse-ved-bruk-av-multiplikatorer> Dato: 31.01.17
- Lederkilden. (udatert, b). EV/EBITDA. Hentet fra <https://www.lederkilden.no/ordliste/ev-ebitda> Dato: 31.01.17
- Lederkilden. (udatert, c). Avkastningskrav/diskonteringsrente. Hentet fra <https://www.lederkilden.no/ordliste/avkastningskrav-diskonteringsrate> Dato: 02.02.17
- Meyer, H., Torgersen, L. & Vollrath, M.E.M. (2015, 09.04). Overvekt og fedme. Hentet fra <https://www.fhi.no/nettpub/hin/risiko--og-beskyttelsesfaktorer/overvekt-og-fedme/#om-overvekt-og-fedme> Dato: 08.02.17
- Miljødirektoratet. (2016, 24.06). Kjemikalier i tekstiler og klær. Hentet fra <http://www.miljostatus.no/Tema/KjemKlikkikalier/Produkter/Tekstiler/> Dato: 09.02.17
- Nordbø, B. (2009, 15.02). Substitutt. Hentet fra <https://snl.no/substitutt> Dato: 21.03.17
- Nordisk Ministerråd. (2015). *Norden - Velklædt i et rent miljø*. Hentet fra <http://norden.diva-portal.org/smash/get/diva2:813272/FULLTEXT01.pdf> Dato: 08.02.17
- Norges Bank. (2004, 07.09). Hvordan renten virker på inflasjonen. Hentet fra http://www.norges-bank.no/Upload/import/pengepolitikk/rentevirkninger/animasjon_11.pdf Dato: 06.02.17
- Norges Bank. (2017a). Valutakurser. Hentet fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/> Dato: 11.04.17
- Norges Bank. (2017b). Statsobligasjoner årsgjennomsnitt. Hentet fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> Dato: 20.04.17
- Norges Bank. (2017c). Inflasjon. Hentet fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/> Dato: 11.05.17
- NOU 2014:55. (2014). Utredning om selskapsskatten overlevert finansministeren. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/Utredning-om-selskapsskatten-overlevert-finansministeren/id2342715/> Dato: 06.02.17
- NOU 2016:46. (2016). Bedre skatteordninger for næringslivet. Hentet fra <http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2017/Satsinger/?pid=73003> Dato: 07.02.16
- NRK. (udatert). Arbeidsledighet i Norge. Hentet fra <https://www.nrk.no/nyheter/arbeidsledighet-i-norge-1.12013333> Dato: 06.02.17
- Ny teknikk. (2009, 15.03). XXL sport- med fokus på effektiv logistikk. Hentet fra <http://www.nyteknikk.no/?articleid=3633> Dato: 10.02.17

- OECD Data (2017). Gross Domestic Product (GBP) (indicator). Hentet fra <https://data.oecd.org/gdp/gross-domestic-product-gdp.htm#indicator-chart> Dato: 15.03.17
- OECD. (November 2016a). *Developments in individual OECD and selected non-member economies. Sweden.* (2/2016). Hentet fra <http://www.oecd.org/eco/outlook/economic-forecast-summary-sweden-oecd-economic-outlook-november-2016.pdf> Dato: 16.03.17
- OECD. (November 2016b). *Developments in individual OECD and selected non-member economies. Denmark.* (2/2016). Hentet fra <http://www.oecd.org/eco/outlook/economic-forecast-summary-denmark-oecd-economic-outlook-november-2016.pdf> Dato: 16.03.17
- OECD. (November 2016c). *Developments in individual OECD and selected non-member economies. Finland.* (2/2016). Hentet fra <http://www.oecd.org/eco/outlook/economic-forecast-summary-finland-oecd-economic-outlook-november-2016.pdf> Dato: 16.03.17
- Oslo Børs (udatert). Listestruktur og likviditetsinndeling. Hentet fra <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer/Oslo-Boers-og-Oslo-Axess/Listestruktur-og-likviditetsinndeling> Dato: 27.04.17
- Prop. 1 LS (2016-2017). (2016). *Skatter, avgifter og toll.* [Oslo]: Det kongelige finansdepartementet.
- Regjeringen (2016, 08.06). Arbeidsmiljøloven. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/arbeidsliv/arbeidsmiljo-og-sikkerhet/innsikt/arbeidsmiljoloen/id447107/> Dato: 09.02.17
- Regnskapsloven. (1999). *Lov om årsregnskap m.v.* Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56?q=regnskapsloven> Dato: 29.03.17
- Reithner, M. (2014, 14.04). Stadium fortsatt i topp blant kedjorna. *Sportfack.* Hentet fra <http://www.sportfack.se/artiklar/artiklar/20140414/stadium-fortsatt-i-topp> Dato: 23.01.17
- Ryvarden, E. & Evensmo, O. M. N. (2015, 28.12). De 25 viktigste handelstrendene i 2016. Hentet fra <https://netthandel.no/handelstrender-2016/> Dato: 08.02.17
- Ræstad, S. (udatert). Pest-analyse. *Lederkilden.* Hentet fra https://www.lederkilden.no/tema/strategi_virksomhetsutvikling/strategi/pest-analyse Dato: 10.02.17
- Sander, K. (2015, 10.04). SVIMA/VRIO – analyse (ressursanalyse). Hentet fra <https://estudie.no/vrio-analyse-ressursanalyse/> Dato: 26.04.17
- SKAT. (udatert). Internethandel. Hentet fra <http://www.skat.dk/skat.aspx?oId=1615423&vId=0> Dato: 07.02.17
- Skatteetaten. (udatert). Utsatt skatt. Hentet fra <http://www.skatteetaten.no/no/Bedrift-og-organisasjon/frister-attester-og-regnskap/Bokforing-og-regnskap/Arsregnskap/Gjeld/Utsatt-skatt/> Dato: 17.04.17
- S&P Global. (udatert). Understating ratings. Hentet fra http://www.spratings.com/en_US/understanding-ratings#secondPage Dato: 20.04.17
- Sportfack. (2017, 15.02). XXL vokste med 20 prosent 2016. Hentet fra <http://www.sportfack.se/artiklar/nyheter/20170215/xxl-vaxte-med-20-procent-2016/> Dato: 27.02.17
- Sportfack. (2016, 01.04). Naturkompaniet och XXL växte mest. Hentet fra <http://www.sportfack.se/artiklar/e-tidning/20160415/sportfack-04-2016/> Dato: 22.03.17
- SSB. (2017). *Arbeidskraftundersøkinga, sesongjusterte tal, november 2016.* Hentet fra <https://www.ssb.no/akumnd> Dato: 10.02.17

- SSB (2017). Økonomisk utsyn over året 2016. I *Økonomiske analyser 1/2017*. Oslo: Statistisk Sentralbyrå
- SSB. (2016a). Idrett og friluftsliv, levekårsundersøkelsen, 2016. Hentet fra <https://www.ssb.no/kultur-og-fritid/statistikker/fritid/hvert-3-aar/2016-11-23> Dato: 06.02.17
- SSB. (2016b). Økonomiske analyser. Hentet fra <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/oa/attachment/286197?ts=158ba0dcf28> Dato: 06.02.17
- SSB (2015). Delen av befolkninga som er 65 år eller eldre. Utvalde land. Hentet fra <http://www.ssb.no/238273/delen-av-befolkninga-som-er-65-ar-eller-eldre.utvalde-land-sa-107> Dato: 17.03.17
- Strøm, S. (2015, 13.01). Scheel-utvalget. Hentet fra <https://snl.no/Scheel-utvalget> Dato: 07.02.17
- Valseth, S. (2003). Renteforventninger og betydningen av løpetidspremier. *Penger og Kreditt*. Hentet fra http://www.norges-bank.no/globalassets/upload/import/publikasjoner/penger_og_kreditt/2003-01/valseth.pdf Dato: 27.04.17
- Virke. (2016, 28.10). Treningssenterbransjen 2016. Hentet fra <https://www.virke.no/bransjer/bransjeartikler/treningssenterbransjen-2016/> Dato: 07.02.17
- WHO. (2016, 01.06). Obesity and overweight. Hentet fra <http://www.who.int/mediacentre/factsheets/fs311/en/> Dato: 07.02.17
- Willners, M. (2015, 13.05). Stadium tar andelar i Finland. Hentet fra <http://www.sportfack.se/artiklar/nyheter/20150513/stadium-tar-andelar-i-finland/> Dato: 15.02.17
- XXL. (udatert, a). XXLs kundefordeler- for din trygghet. Hentet fra <https://www.xxl.no/XXL-garantier;jsessionid=E7FFC0AF5E2C18FCD347F4A35E793D2F.xlapp11> Dato: 23.01.17
- XXL. (udatert, b). Our business. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/corporate/about/our-business/> Dato: 24.01.17
- XXL. (udatert, c). Dette er XXL. Hentet fra <https://www.xxl.no/dette-er-XXL> Dato: 24.01.17
- XXL. (udatert, d). Miljøet. Hentet fra <https://www.xxl.no/miljoet> Dato: 08.02.17
- XXL. (udatert, e). Strategy. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/corporate/about/strategy/> Dato: 09.02.17
- XXL. (udatert, f). Garantier. Hentet fra <https://www.xxl.no/xxl-garantier;jsessionid=9F93CC74A713E0B3202A8EC66AF67C59.xlapp11> Dato: 13.02.17
- XXL. (udatert, g). Management. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/management-2/> Dato: 21.02.17
- XXL. (udatert, h). Career. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/career/> Dato: 21.02.17
- Yildirim, S. Ø. (2016, 01.04). Stor prisduell: Denne sportskjeden er billigst. Hentet fra <http://www.tv2.no/a/8177741/> Dato: 21.02.17

Forelesningsnotater

- Damodaran, A. (2006). Estimating Growth. (Forelesning 27.06). [Lysarkpresentasjon]. Hentet fra <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/dcfgrowt.pdf> Dato: 26.04.17

- Gilje, J. H. (2004). Ekstern analyse – Presentasjon på BI. (Forelesning 30.08).
[Lysarkpresentasjon]. Hentet fra home.bi.no/fg199012/strategiskledelse/EksternAccenture.ppt Dato: 23.03.17
- Knivsflå, K.H. (2017a). Finansregnskap = utarbeiding, revisjon og analyse. (Forelesning 01).
[Lysarkpresentasjon]. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%20001%20-%202017.pdf> Dato: 23.03.17
- Knivsflå, K.H. (2017b). Fundamental verdivurdering Egenkapitalmetoden. (Forelesning 16).
[Lysarkpresentasjon]. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%20016%20-%202017.pdf> Dato: 23.03.17
- Knivsflå, K.H. (2017c). Uvisse i verdierestimatet og “some topics in valuation”. (Forelesning 18). [Lysarkpresentasjon]. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%20018%20-%202017.pdf> Dato: 23.03.17
- Knivsflå, K.H. (2017d). SK-metoden og verdikonvergens. (Forelesning 17).
[Lysarkpresentasjon]. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%20017%20-%202017.pdf> Dato: 23.03.17
- Knivsflå, K.H. (2017e). Komparativ verdivurdering. (Forelesning 21). [Lysarkpresentasjon].
Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%20021%20-%202017.pdf> Dato: 23.03.17
- Knivsflå, K.H. (2017f). Avkastningskrav = målestokk for rentabilitet. (Forelesning 9).
[Lysarkpresentasjon]. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%20009%20-%202017.pdf> Dato: 23.03.17
- Knivsflå, K.H. (2017g). Opsjonsbasert = supplement til fundamental verdivurdering. (Forelesning 22). [Lysarkpresentasjon]. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%20022%20-%202017.pdf> Dato: 23.03.17
- Knivsflå, K.H. (2017h). Strategi, regnskap og verdi. (Forelesning 02.) [Lysarkpresentasjon].
Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%20002%20-%202017p.pdf> Dato: 23.03.17
- Knivsflå, K. H. (2017i). Omgruppering for analyse. (Forelesning 04) [Lysarkpresentasjon].
Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%20004%20-%202017.pdf> Dato: 23.03.17
- Knivsflå, K. H. (2017j). Omgruppering balanse og kontantstrøm. (Forelesning 05)
[Lysarkpresentasjon]. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%20005%20-%202017.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2017k). Omgruppering for analyse. (Forelesning 03)
[Lysarkpresentasjon]. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%20003%20-%202017.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2017l). Justering av målefeil. (Forelesning 07) [Lysarkpresentasjon]. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%20007%20-%202017.pdf>
- Knivsflå, K.H. (2017m). Kredittvurdering syntetisk rating. (Forelesning 08)
[Lysarkpresentasjon]. Hentet fra

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%2008%20-%202017.pdf>

Knivsfå, K.H. (2017n). Strategisk driftsanalyse. (Forelesning 11) [Lysarkpresentasjon]. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%2011%20-%202017.pdf>

Knivsfå, K.H. (2017o). Strategisk rentabilitetsanalyse. (Forelesning 10) [Lysarkpresentasjon]. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%2010%20-%202017.pdf>

Knivsfå, K.H. (2017p). Framtidsregnskap. (Forelesning 13) [Lysarkpresentasjon]. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%2013%20-%202017.pdf>

14. TABELLOVERSIKT

Tabell 1: Oversikt over et utvalg multiplikatorer	23
Tabell 2: Oppsummering av PESTEL	42
Tabell 3: Oppsummering av Porters fem krefter	50
Tabell 4: VRIO-analyse av Big box-konseptet	52
Tabell 5: VRIO-analyse av innkjøp og logistikk	53
Tabell 6: VRIO-analyse av merkevare	55
Tabell 7: VRIO-analyse av ansatte	56
Tabell 8: VRIO-analyse av ledelse	57
Tabell 9: Oppsummering av VRIO	57
Tabell 10: Rapportert resultatregnskap for XXL i perioden 2012 til 2016	64
Tabell 11: Rapportert balanse (eiendeler) for XXL i perioden 2012 til 2016	65
Tabell 12: Rapportert balanse (egenkapital og gjeld) for XXL i perioden 2012 til 2016	66
Tabell 13: Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen i perioden 2012 til 2016	67
Tabell 14: Fordeling av fullstendig nettoresultat til egenkapitalen på drift i perioden 2012 til 2016	68
Tabell 15: Fordeling av fullstendig nettoresultat til egenkapitalen på finans i perioden 2012 til 2016	68
Tabell 16: Normale og unormale poster i drift i perioden 2012 til 2016	70
Tabell 17: Normale og unormale poster i finans i perioden 2012 til 2016	70
Tabell 18: Netto finansinntekt, netto finanskostnad og unormalt netto finansresultat	71
Tabell 19: Driftsskattesatser for XXL i perioden 2012 til 2016	72
Tabell 20: Unormalt netto driftsresultat for XXL i perioden 2012 til 2016	73
Tabell 21: Fordeling av skattekostnad for XXL i perioden 2012 til 2016	73
Tabell 22: Omgruppert resultatregnskap for XXL i perioden 2012 til 2016	74
Tabell 23: Omgruppert balanseregnskap fordelt på drift og finans for XXL i perioden 2012 til 2016	78
Tabell 24: Omgruppert balanseregnskap med fokus på sysselsatt kapital for XXL i perioden 2012 til 2016	79
Tabell 25: Omgruppert balanseregnskap med fokus på netto driftskapital for XXL i perioden 2012 til 2016	80
Tabell 26: Valutakurser	82
Tabell 27: Tidsvekting for XXL i perioden 2012 til 2016	82
Tabell 28: Tidsvekting for bransjen i perioden 2012 til 2015	82
Tabell 29: Likviditetsgrad 1 for XXL og sportsbransjen i perioden 2012 til 2016	84
Tabell 30: Likviditetsgrad 2 for XXL og sportsbransjen i perioden 2012 til 2016	85
Tabell 31: Rentedekningsgrad for XXL og sportsbransjen i perioden 2012 til 2016	86
Tabell 32: Egenkapitalandel for XXL og sportsbransjen i perioden 2012 til 2016	88
Tabell 33: Netto driftsrentabilitet for XXL og bransjen i perioden 2012 til 2016	89
Tabell 34: Syntetisk rating for XXL i perioden 2012 til 2016	90
Tabell 35: Syntetisk rating for sportsbransjen i perioden 2012 til 2015	91
Tabell 36: Risikofri rente etter skatt	94
Tabell 37: Damodarans globale industribeta for industrien "Retail (Special Lines)"	99
Tabell 38: Egenkapitalkrav etter skatt (CAPM)	100
Tabell 39: Finansielt gjeldskrav	101
Tabell 40: Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)	102
Tabell 41: Egenkapitalrentabilitet for XXL i perioden 2012 til 2016	104
Tabell 42: Egenkapitalrentabilitet for bransjen i perioden 2012 til 2015	104

Tabell 43: Superrentabilitet for XXL i perioden 2012 til 2016	104
Tabell 44: Finansieringsfordel for XXL i perioden 2012 til 2016.....	105
Tabell 45: Netto finansiell gjeldsgrad for XXL i perioden 2012 til 2016	106
Tabell 46: Driftsfordel for XXL i perioden 2012 til 2016	106
Tabell 47: Bransjefordel drift for sportsbransjen i perioden 2012 til 2016	107
Tabell 48: Ressursfordel for XXL i perioden 2012 til 2016.....	108
Tabell 49: Ressursfordel dekomponert for XXL i perioden 2012 til 2016.....	108
Tabell 50: Marginfordel for XXL i perioden 2012 til 2016.....	109
Tabell 51: Common size-analyse for XXL og sportsbransjen i perioden 2012 til 2016	110
Tabell 52: Omløpsulempe for XXL i perioden 2012 til 2016	111
Tabell 53: Gearingfordel drift for XXL i perioden 2012 til 2016.....	111
Tabell 54: Strategisk fordel for XXL i perioden 2012 til 2016	112
Tabell 55: Historisk vekst i driftsinntekter for XXL i perioden 2012 til 2016	116
Tabell 56: Fremtidsregnskap for XXL i perioden 2017E til 2026T	120
Tabell 57: Verdi per aksje 31.12.16 for XXL.....	121
Tabell 58: Vekst i driftsinntekter i perioden 2017E til 2026T.....	122
Tabell 59: Sensitivitetsanalyse av driftsinntektsvekst	122
Tabell 60: Sensitivitetsanalyse av markedets risikopremie	123
Tabell 61: Sensitivitetsanalyse av beta	123
Tabell 62: Sensitivitetsanalyse av risikofri rente	124
Tabell 63: Verdiestimert på XXL-aksjen per 31.12.16 ved bruk av gjennomsnittlig P/B- multiplikator.....	127
Tabell 64: Verdiestimert på XXL-aksjen per 31.12.16 ved bruk av gjennomsnittlig P/E- multiplikator.....	128
Tabell 65: Verdiestimert på XXL-aksjen per 31.12.16 ved bruk av gjennomsnittlig EV/Sales- multiplikator.....	129
Tabell 66: Verdiestimert på XXL-aksjen per 31.12.16 ved bruk av gjennomsnittlig EV/EBIT- multiplikator.....	130
Tabell 67: Estimert verdi på XXL-aksjen basert på den komparative verdsettelsen.....	130
Tabell 68: Handlingsstrategi for XXL-aksjen.....	131

15. FIGUROVERSIKT

Figur 1: Omsetning i sportsbransjen	5
Figur 2: Vekst i ulike bransjer i 2015	6
Figur 3: Markedsandel per kjede	6
Figur 4: Gresvig taper markedsandeler til XXL	7
Figur 5: Utvikling i markedsandel i Norsk sportsbransje fra 2007 til 2015	8
Figur 6: Sportsbransjens omsetning i milliarder SEK inkl. moms	9
Figur 7: Markedsandeler i Sverige 2015.....	10
Figur 8: Utvikling i markedsandeler i Sverige fra 2011 til 2015	11
Figur 9: Markedsandeler i Finland 2015.....	12
Figur 10: Kursutvikling XXL og OSEBX	16
Figur 11: Inndeling av varehus	17
Figur 12: Produktkategorier.....	18
Figur 13: Bedrifters livssyklus.....	25
Figur 14: Bedriftsskattesats i Norge, Sverige, Danmark og Finland, samt gjennomsnittet i EU.	28
Figur 15: Utvikling i BNP per innbygger i Norge, Sverige, Danmark, Finland og EU fra år 2000 til 2015. Figuren viser tall i USD. Tallene er faktiske størrelser	31
Figur 16: Arbeidsledighet i Norge, Sverige, Danmark, Finland og EU	32
Figur 17: Andel av befolkningen over 16 år som trener eller mosjonører.....	35
Figur 18: Andel av befolkningen som er 65 år eller eldre i utvalgte land	36
Figur 19: Utvikling i antall treningsentre i Norge.....	37
Figur 20: Antall som handler på nett hver måned.....	38
Figur 21: Handlet med mobilen.	39
Figur 22: Porters fem krefter.....	43
Figur 23: Nedgang i antall sportsbutikker	49
Figur 24: SWOT-analyse	58
Figur 25: Rammeverk for regnskapsanalyse.....	60
Figur 26: Utvikling i likviditetsgrad 1 for XXL og sportsbransjen i perioden 2012 til 2016...84	
Figur 27: Utvikling i likviditetsgrad 2 for XXL og sportsbransjen i perioden 2012 til 2016...85	
Figur 28: Utvikling i rentedekningsgrad for XXL og sportsbransjen i perioden 2012 til 2016	87
Figur 29: Utvikling i egenkapitalandel for XXL og sportsbransjen i perioden 2012 til 2016..88	
Figur 30: Utvikling i netto driftsrentabilitet for XXL og sportsbransjen i perioden 2012 til 2016.....	89
Figur 31: Regresjonsanalyse mellom XXL og S&P 500	97
Figur 32: Dekomponering av strategisk fordel	102
Figur 33: Utvikling i egenkapitalrentabilitet for XXL og bransjen i perioden 2012 til 2016.104	
Figur 34: Oppsummering av lønnsomhetsanalyse for XXL i perioden 2012 til 2016.....113	
Figur 35: Resultat fra Monte Carlo-simuleringen.....	126

VEDLEGG 1

Figur 5: Utvikling i markedsandel i norsk sportsbransje fra 2007 til 2015

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
G-Sport/G-Max	25,7 %	25,3 %	23,1 %	24,0 %	25,0 %	24,0 %	23,3 %	22,7 %	22,8 %
Intersport	14,8 %	13,8 %	12,7 %	14,0 %	13,0 %	11,0 %	10,0 %	7,9 %	7,3 %
Stadion	6,3 %	6,2 %	6,2 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	6,6 %	6,7 %	6,8 %
Sport 1	14,5 %	14,7 %	17,0 %	17,0 %	16,0 %	17,0 %	16,1 %	15,6 %	16,3 %
Coop	4,8 %	4,6 %	4,5 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	4,2 %	6,3 %	6,1 %
XXL	8,0 %	9,7 %	14,5 %	16,0 %	18,0 %	20,0 %	23,7 %	25,4 %	25,7 %
MX-sport	8,0 %	8,8 %	8,6 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	7,1 %	6,4 %	5,9 %
Andre	11,0 %	11,0 %	11,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,1 %	9,1 %	9,1 %

VEDLEGG 2

Figur 8: Utvikling i markedsandeler i Sverige fra 2011 til 2015

	2011	2012	2013	2014	2015
Stadium AB	39,28	37,72	30,10	30,54	28,58
Intersport	35,39	34,11	25,17	25,18	23,32
XXL	5,06	8,06	9,99	12,90	14,25
Team Sportia	0,00	0,00	16,66	15,68	13,71
Sportringen	3,92	4,03	4,06	4,43	9,11
Just4Sport	4,88	4,68	3,61	0,00	0,00
Naturkompaniet	4,30	4,44	3,32	3,43	3,50
Dormy	2,46	2,58	2,28	2,85	2,86
Golf Store Group	3,29	3,07	2,19	2,31	2,24
Sportson	0,00	0,00	1,68	1,82	1,72
Löplabbet	1,42	1,31	0,94	0,86	0,70
TOTALT	100	100	100	100	100

VEDLEGG 3

Figur 10: Kursutvikling XXL og OSEBX

Dato	XXL	Endring		Dato	OSEBX	Endring		Dato	XXL	OSEBX
03.10.14	62,00			01.10.14	602,8408			03.10.14	100	100
03.11.14	65,50	0,0564516		03.11.14	585,1984	-0,029265		03.11.14	105,64516	97,073456
01.12.14	78,25	0,1946565		01.12.14	564,1734	-0,035928		01.12.14	126,20968	93,585802
02.01.15	74,75	-0,044728		02.01.15	579,3566	0,0269123		02.01.15	120,56452	96,104411
02.02.15	74,75	0		02.02.15	601,8044	0,0387461		02.02.15	120,56452	99,828081
02.03.15	75,50	0,0100334		02.03.15	613,2548	0,0190268		02.03.15	121,77419	101,72749
01.04.15	71,00	-0,059603		01.04.15	622,1616	0,0145238		01.04.15	114,51613	103,20496
04.05.15	80,50	0,1338028		04.05.15	647,9168	0,0413963		04.05.15	129,83871	107,47726
01.06.15	85,50	0,0621118		01.06.15	645,1383	-0,004288		01.06.15	137,90323	107,01636
01.07.15	86,00	0,005848		01.07.15	629,8162	-0,02375		01.07.15	138,70968	104,47471
03.08.15	91,75	0,0668605		03.08.15	639,7341	0,0157473		03.08.15	147,98387	106,11991
01.09.15	85,25	-0,070845		01.09.15	582,5927	-0,089321		01.09.15	137,5	96,641219
01.10.15	84,00	-0,014663		01.10.15	586,1101	0,0060375		01.10.15	135,48387	97,22469
02.11.15	90,25	0,0744048		02.11.15	617,9233	0,0542785		02.11.15	145,56452	102,5019
01.12.15	99,50	0,1024931		01.12.15	632,4639	0,0235314		01.12.15	160,48387	104,91392
04.01.16	101,00	0,0150754		04.01.16	600,6138	-0,050359		04.01.16	162,90323	99,630582
01.02.16	92,00	-0,089109		01.02.16	556,6996	-0,073116		01.02.16	148,3871	92,346039
01.03.16	97,25	0,0570652		01.03.16	574,9222	0,0327333		01.03.16	156,85484	95,368827
01.04.16	102,00	0,0488432		01.04.16	569,7878	-0,008931		01.04.16	164,51613	94,517126
02.05.16	97,00	-0,04902		02.05.16	601,41	0,0554982		02.05.16	156,45161	99,762657
01.06.16	101,00	0,0412371		01.06.16	611,63	0,0169934		01.06.16	162,90323	101,45796
01.07.16	95,75	-0,05198		01.07.16	611,57	-9,81E-05		01.07.16	154,43548	101,44801
01.08.16	102,50	0,0704961		01.08.16	610,55	-0,001668		01.08.16	165,32258	101,27881
01.09.16	105,00	0,0243902		01.09.16	616,28	0,009385		01.09.16	169,35484	102,22931
03.10.16	110,50	0,052381		03.10.16	622,64	0,01032		03.10.16	178,22581	103,28432
01.11.16	103,50	-0,063348		01.11.16	639,60	0,0272389		01.11.16	166,93548	106,09766
01.12.16	100,00	-0,033816		01.12.16	662,79	0,036257		01.12.16	161,29032	109,94445

VEDLEGG 4

Figur 15: Utvikling i BNP per innbygger i Norge, Sverige, Danmark, Finland og EU fra år 2000-2015

	Norge	Sverige	Danmark	Finland	EU
2000	36928	29258	28649	26732	22595
2001	37871	29702	29527	27834	23769
2002	37961	30588	30640	28567	24791
2003	38530	31471	30788	28983	25386
2004	42516	33552	32941	31140	26641
2005	47775	33967	34153	31993	27567
2006	54107	37440	37319	34383	29838
2007	55849	40564	38963	37689	31580
2008	61679	41854	41283	39969	33001
2009	55457	39693	40382	37869	32234
2010	57999	41668	43088	38812	33333
2011	62062	43755	44408	40683	34560
2012	65375	44725	44809	40620	35180
2013	66954	45673	46743	41293	36415
2014	65658	46405	47810	41504	37529
2015	62025	47823	48994	42268	38667

VEDLEGG 5

Rapportert kontantstrømoppstilling XXL

	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Kontantstrømmer fra operasjonelle aktiviteter</i>					
Resultat før inntektsskatt	83 893	176 093	339 000	606 000	642 000
Periodens betalte skatt	-17 489	-25 283	-48 000	-73 000	-182 000
Avskrivninger	46 201	58 967	74 000	91 000	127 000
Nedskrivninger	959	1 323	6 000	-	-
Endring i varelager	-145 452	-294 561	-324 000	-531 000	-777 000
Endring i kundefordringer	-25 678	55 106	60 000	-11 000	14 000
Endring i leverandørgjeld	-29 765	146 946	40 000	124 000	73 000
Rentekostnader	82 540	80 376	53 000	42 000	19 000
Renteutgift på lån til aksjonærer	137 924	151 680	125 000	-	-
Amortisering av balanseførte transaksjonskostnader	7 500	7 500	8 000	8 000	7 000
Virkelig-verdi bevegelse av finansielle derivater	-235	-7 972	-4 000	-1 000	1 000
Forskudd av finansielle leieavtaler	-1 719	39 938	-7 000	-11 000	-8 000
Endring i andre eiendeler og gjeld	10 572	16 712	4 000	108 000	115 000
Netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter	149 252	406 825	325 000	352 000	31 000
<i>Kontantstrømmer fra investeringsaktiviteter</i>					
Utbetalinger ved kjøp av varige driftsmidler	-134 229	-152 187	-147 000	-162 000	-239 000
Innbetaling ved salg av finansielle eiendeler	-	-	5 000	1 000	-
Egenkapitaltransaksjoner	-	-	-10 000	-8 000	-
Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	-134 229	-152 187	-152 000	-169 000	-239 000
<i>Kontantstrømmer fra finansieringsaktiviteter</i>					
Utbetaling ved lån til tilknyttet selskap	-	-	-	-	-
Innbetaling ved opptak av ny langsiktig gjeld	51 178	-	-	787 000	549 000
Utbetaling ved nedbetaling av gjeld	-55 000	-59 900	-68 000	-787 000	-
Rentekostnader	-82 540	-80 376	-53 000	-42 000	-19 000
Utbetaling ved nedbetaling av lån til aksjonærer	-	-	-1 794 000	-	-
Innbetaling ved utstedelse av aksjer	-	-	1 794 000	-	-
Gave til stiftelse	-	-	-10 000	-	-
Kjøp av egne aksjer/andre egenkapitaltransaksjoner	-	-	-	-	-9 000
Dividende	-	-	-	-277 000	-277 000
Netto kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter	-86 362	-140 276	-131 000	-319 000	243 000
Netto endring i kontanter og kontanter og kontantekvivalenter	-71 339	114 362	52 000	-135 000	36 000

Beholdning av kontanter og kontantekvivalenter ved periodens begynnelse	128 272	56 932	170 000	222 000	87 000
Effekt av valutakursendringer på kontanter og kontantekvivalenter	-	-1 502	1 000	-	-8 000
Beholdning av kontanter og kontantekvivalenter ved periodens slutt	56 932	169 792	222 000	87 000	115 000

VEDLEGG 6

Rapporterte regnskap – komparative selskaper

Rapportert resultatregnskap for Gresvig AS

RESULTATREGNSKAP	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter				
Sum salgsinntekter	1 994 409	2 044 365	2 053 710	2 106 936
Andre driftsinntekter	278 776	282 651	283 277	307 109
Sum driftsinntekter	2 273 185	2 327 016	2 336 987	2 414 045
Driftskostnader				
Varekostnader	1 810 949	1 791 505	1 845 487	1 899 957
Lønnskostnader	191 730	167 356	182 751	223 686
Avskrivning varige driftsmidler	31 628	30 027	29 689	28 337
Nedskrivning av driftsmidler	365	337	-	-
Tap på fordringer	5	17 548	9 444	1 993
Andre driftskostnader	354 597	282 239	305 147	289 157
Sum driftskostnader	2 389 274	2 289 012	2 372 518	2 443 130
DRIFTSRESULTAT	-116 089	38 004	-35 531	-29 085
Finansinntekter				
Renteinntekter	614	1 150	2 805	951
Andre renteinntekter	8 784	4 907	6 323	2 691
Andre finansinntekter	1 301	3 561	14 692	48 307
Sum finansinntekter	10 699	9 618	23 820	51 949
Finanskostnader				
Renter til konsern	30 807	32 857	32 223	33 879
Andre rentekostnader	42 569	21 510	13 273	17 944
Andre finanskostnader	21 759	11 082	3 100	47 271
Sum finanskostnader	95 135	65 449	48 596	99 094
Netto finansposter	-84 436	-55 831	-24 776	-47 145
ORDINÆRT RESULTAT FØR SKATT	-200 525	-17 827	-60 307	-76 230
Skattekostnad på ordinært resultat	-55 238	-1 654	-15 858	-16 789
ÅRSRESULTAT	-145 287	-16 173	-44 449	-59 441
Ekstraordinære poster	-	-	-	-
FULLSTENDIG NETTORESULTAT FOR PERIODEN	-145 287	-16 173	-44 449	-59 441

Rapportert balanseregnskap for Gresvig AS

BALANSEREGNSKAP	2012	2013	2014	2015
EIENDELER				
ANLEGGSMIDLER				
<i>Immaterielle eiendeler</i>				
Konsesjoner, patenter, lisenser	26 774	19 714	13 624	10 976
Utsatt skattefordel	18 622	16 362	29 635	41 701
Goodwill	-	-	-	-
Sum immaterielle eiendeler	45 396	36 076	43 259	52 677
<i>Varige driftsmidler</i>				
Driftsløsøre/inventar/verktøy/biler	56 350	56 388	45 900	30 988
Sum varige driftsmidler	56 350	56 388	45 900	30 988
<i>Finansielle anleggsmidler</i>				
Aksjer/Investeringer i datterselskap	468 693	561 513	562 535	562 535
Lån til foretak i samme konsern	176 954	57 207	56 647	116 831
Investeringer i tilknytte selskap	54 696	1 535	1 535	1 535
Lån tilknyttet selsk. og felles kontrollert virk.	1 109	1 000	1 000	1 000
Investeringer i aksjer og andeler	7 746	7 152	6 377	5 977
Andre fordringer	8 020	5 182	6 938	3 583
Sum finansielle anleggsmidler	717 218	633 589	635 032	691 461
Sum anleggsmidler	818 964	726 053	724 191	775 126
OMLØPSMIDLER				
Varer	332 776	260 124	338 534	361 365
Sum varer	332 776	260 124	338 534	361 365
<i>Fordringer</i>				
Kundefordringer	313 806	473 846	272 067	189 358
Andre fordringer	10 437	19 044	48 095	90 812
Sum fordringer	324 243	492 890	320 162	280 170
Andre finansielle instrumenter	-	243	-	-
Sum investeringer	-	243	-	-
<i>Bankinnskudd, kontanter og lignende</i>				
Bankinnskudd, kontanter og lignende	36	13	26	35 382
Sum bankinnskudd, kontanter og lignende	36	13	26	35 382
Sum omløpsmidler	657 055	753 270	658 722	676 917
SUM EIENDELER	1 476 019	1 479 323	1 382 913	1 452 043
EGENKAPITAL OG GJELD				
EGENKAPITAL				
<i>Innskutt egenkapital</i>				
Aksjekapital	111 938	111 938	111 938	111 938
Overkursfond	2 564	2 476	-	-
Annen innskutt egenkapital	6 020	-	-	18 345
Sum innskutt egenkapital	120 522	114 414	111 938	130 283
<i>Opptjent egenkapital</i>				

Annen egenkapital	-	-	-34 985	-
Sum opptjent egenkapital	-	-	-34 985	-
SUM EGENKAPITAL	120 522	114 414	76 953	130 283
GJELD				
Pensjonsforpliktelser	3 079	2 494	1 749	1 127
Utsatt skatt				
Andre avsetninger for forpliktelser	700	700	700	700
Sum avsetninger til forpliktelser	3 779	3 194	2 449	1 827
Pantegjeld/gjeld til kredittinstitusjoner	18 512	17 110	8 834	3 463
Annen langsiktig gjeld				
Annen langsiktig gjeld	611 177	552 360	586 889	686 809
Sum annen langsiktig gjeld	611 177	552 360	586 889	686 809
Sum langsiktig gjeld	633 468	572 664	598 172	692 099
Gjeld til kredittinstitusjoner	198 859	186 939	40 702	-
Leverandørgjeld	198 379	269 682	309 261	241 751
Betalbar skatt	-	-	-	-
Skyldige offentlige utgifter	37 590	55 117	43 185	44 288
Kortsiktig konserngjeld	283	270	-	-
Annen kortsiktig gjeld	286 919	280 237	314 640	343 622
Sum kortsiktig gjeld	722 030	792 245	707 788	629 661
SUM GJELD	1 355 498	1 364 909	1 305 960	1 321 760
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	1 476 020	1 479 323	1 382 913	1 452 043

Rapportert resultatregnskap for Sport 1 Gruppen AS

RESULTATREGNSKAP	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter				
Salgsinntekter	830 274	890 588	924 094	1 181 575
Andre driftsinntekter	60 248	63 535	62 190	62 778
Sum driftsinntekter	890 522	954 123	986 284	1 244 353
Driftskostnader				
Varekostnader	675 513	736 698	750 618	905 043
Lønnskostnader	60 711	53 964	57 892	101 707
Avskrivning varige driftsmidler/im. eiend.	5 268	5 749	6 002	13 925
Andre driftskostnader	137 036	141 412	150 834	184 627
Sum driftskostnader	878 528	937 822	965 345	1 205 302
DRIFTSRESULTAT	11 995	16 301	20 939	39 051
Renteinntekter	1 745	2 085	937	3 445
Andre finansinntekter	747	2 763	1 765	1 388
Sum finansinntekter	2 492	4 849	2 702	4 834
Finanskostnader				
Rentekostnader	8 997	9 077	8 233	10 852
Andre finanskostnader	4 710	4 065	5 368	5 469
Sum finanskostnader	13 707	13 142	13 601	16 321
Netto finansposter	-11 215	-8 294	-10 899	-11 487

ORDINÆRT RESULTAT FØR SKATT	780	8 007	10 040	27 563
Skattekostnad på ordinært resultat	775	3 255	3 358	8 852
ÅRSRESULTAT	5	4 752	6 682	18 711
Ekstraordinære poster	-	-	-	-
TOTALRESULTAT FOR PERIODEN	5	4 752	6 682	18 711

Rapportert balanseregnskap for Sport 1 Gruppen AS

BALANSEREGNSKAP	2012	2013	2014	2015
EIENDELER				
ANLEGGSMIDLER				
<i>Immaterielle eiendeler</i>				
Forskning og utvikling	-	-	-	3 815
Utsatt skattefordel	13 194	9 149	6 054	7 693
Goodwill	1 427	871	316	44 409
Andre immaterielle eiendeler	-	-	-	-
Sum immaterielle eiendel	14 621	10 021	6 370	55 917
<i>Varige driftsmidler</i>				
Driftsløsøre/inventar/verktøy/biler	17 664	19 383	25 369	54 912
Sum varige driftsmidler	17 664	19 383	25 369	54 912
<i>Finansielle anleggsmidler</i>				
Lån til foretak i samme konsern	-	425	-	-
Investeringer i tilknytte selskap	410	410	239	-
Investeringer i aksjer og andeler	44	44	44	30
Obligasjoner	-	904	1 871	436
Andre fordringer	854	-	-	-
Sum finansielle anleggsmidler	1 307	1 783	2 154	466
Sum anleggsmidler	33 592	31 186	33 893	111 295
OMLØPSMIDLER				
Varer	140 956	129 072	142 248	222 967
Sum varer	140 956	129 072	142 248	222 967
<i>Fordringer</i>				
Kundefordringer	152 548	162 776	160 888	167 430
Andre fordringer	18 319	18 301	17 760	42 556
Sum fordringer	170 867	181 077	178 647	209 987
<i>Investeringer</i>				
Markedsbaserte aksjer	-	-	-	2
Sum investeringer	-	-	-	2
<i>Bankinnskudd, kontanter og lignende</i>				
Kasse/Bank/Post	12 424	15 388	13 070	34 569
Sum Kasse/Bank/Post	12 424	15 388	13 070	34 569
Sum omløpsmidler	324 248	325 538	333 965	467 524
SUM EIENDELER	357 839	356 724	367 858	578 819
EGENKAPITAL OG GJELD				

EGENKAPITAL				
Innskutt egenkapital				
Aksjekapital/Selskapskapital	7 559	7 559	7 559	9 687
Overkursfond	-	84 568	-	47 872
Annen innskutt egenkapital			90 539	95 874
Sum innskutt egenkapital	7 559	92 128	98 098	153 433
Opptjent egenkapital				
Annen egenkapital	77 681	-	-	12 513
Sum opptjent egenkapital	77 681	-	-	12 513
Minoritetsinteresser etter sum opptjent EK	-	-	-	4 627
SUM EGENKAPITAL	85 240	92 128	98 098	170 573
GJELD				
Utsatt skatt	-	-	-	-
Andre avsetninger for forpliktelser	-	-	-	-
Sum avsetninger til forpliktelser	-	-	-	-
Annen langsiktig gjeld				
Pantegjeld/gjeld til kredittinstitusjoner	1 810	870	-	20 219
Annen langsiktig gjeld	-	-	-	13 802
Sum langsiktig gjeld	1 810	870	-	34 021
Gjeld til kredittinstitusjoner	176 272	136 703	152 228	116 749
Leverandørgjeld	62 497	92 461	73 083	181 458
Betalbar skatt	28	-	-	247
Skyldige offentlige utgifter	11 699	9 634	18 593	31 062
Annen kortsiktig gjeld	20 292	24 928	25 856	44 709
Sum kortsiktig gjeld	270 789	263 726	269 760	374 225
SUM GJELD	272 599	264 596	269 760	408 246
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	357 839	356 724	367 858	578 819

Rapportert resultatregnskap for Stadion AS

RESULTATREGNSKAP	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter				
Salgsinntekter	97 313	104 263	114 347	151 098
Andre driftsinntekter	-	-	-	-
Sum driftsinntekter	97 313	104 263	114 347	151 098
Driftskostnader				
Varekostnad	72 079	80 785	89 441	117 297
Lønnskostnader	10 996	11 232	11 269	12 984
Avskrivning varige driftsmidler/immaterielle eiendeler	164	147	159	343
Andre driftskostnader	10 430	10 340	10 639	16 776
Sum driftskostnader	93 668	102 504	111 508	147 400
DRIFTSRESULTAT	3 645	1 760	2 839	3 698
Finansinntekter				
Renteinntekter	307	309	305	402
Andre finansinntekter	1 092	546	515	826

Sum finansinntekter	1 398	855	820	1 228
<i>Finanskostnader</i>				
Rentekostnader	568	626	500	479
Andre finanskostnader	41	877	426	212
Sum finanskostnader	609	1 503	926	691
Netto finansposter	789	-648	-106	537
ORDINÆRT RESULTAT FØR SKATT	4 433	1 112	2 733	4 235
Skattekostnad på ordinært resultat	962	435	612	1 117
ÅRSRESULTAT	3 471	677	2 121	3 118
Ekstraordinære poster	-	-	-	-
TOTALRESULTAT FOR PERIODEN	3 471	677	2 121	3 118

Balanseregnskap for Stadion AS

BALANSEREGNSKAP	2012	2013	2014	2015
EIENDELER				
<i>ANLEGGSMIDLER</i>				
<i>Immaterielle eiendeler</i>				
Utsatt skattefordel	1 191	1 105	1 014	2 080
Sum immaterielle eiendeler	1 191	1 105	1 014	2 080
<i>Varige driftsmidler</i>				
Driftsløsøre/inventar/verktøy/biler	491	466	1 621	1 682
Sum varige driftsmidler	491	466	1 621	1 682
<i>Finansielle anleggsmidler</i>				
Lån til foretak i samme konsern	-	150	300	250
Investeringer i aksjer og andeler	9 630	9 345	7 845	7 845
Andre fordringer	-	2 475	4 281	2 787
Sum finansielle anleggsmidler	9 630	11 970	12 426	10 882
Sum anleggsmidler	11 312	13 541	15 061	14 644
<i>OMLØPSMIDLER</i>				
Varer	29 004	26 797	27 872	33 340
Sum varer	29 004	26 797	27 872	33 340
<i>Fordringer</i>				
Kundefordringer	12 178	13 594	15 857	13 340
Andre fordringer	978	923	271	668
Konsernfordringer	2 469	4	34	61
Sum fordringer	15 625	14 521	16 162	14 069
<i>Bankinnskudd, kontanter og lignende</i>				
Kasse/Bank/Post	524	467	475	566
Sum Kasse/Bank/Post	524	467	475	566
Sum omløpsmidler	45 153	41 786	44 508	47 975
SUM EIENDELER	56 465	55 327	59 570	62 619
EGENKAPITAL OG GJELD				
<i>EGENKAPITAL</i>				

<i>Innskutt egenkapital</i>				
Aksjekapital/Selskapskapital	13 306	13 350	13 380	14 373
Egne aksjer	-	-966	-744	-224
Sum innskutt egenkapital	13 306	12 384	12 636	14 149
<i>Opptjent egenkapital</i>				
Annen egenkapital	11 796	11 137	11 938	13 030
Sum opptjent egenkapital	11 796	11 137	11 938	13 030
SUM EGENKAPITAL	25 101	23 521	24 574	27 179
<i>GJELD</i>				
Utsatt skatt	-	-	-	-
Sum avsetninger til forpliktelser	-	-	-	-
<i>Annen langsiktig gjeld</i>				
Pantegjeld/gjeld til kredittinstitusjoner	750	250	5 000	4 000
Sum annen langsiktig gjeld	750	250	5 000	4 000
Sum langsiktig gjeld	750	250	5 000	4 000
Leverandørgjeld	9 064	12 326	11 490	9 888
Betalbar skatt	15 191	14 405	12 094	13 829
Skyldige offentlige utgifter	960	349	521	2 183
Skyldig lønn og feriepenger	2 190	1 718	2 623	939
Kortsiktig konserngjeld	1 750	1 335	1 414	2 026
Annen kortsiktig gjeld	1 458	1 422	1 854	2 574
Sum kortsiktig gjeld	30 614	31 556	29 995	31 439
SUM GJELD	31 364	31 806	34 995	35 439
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	56 465	55 327	59 570	62 619

Rapportert resultatregnskap for Stadium Sweden AB

RESULTATREGNSKAP	2 012	2 013	2 014	2 015
<i>Driftsinntekter</i>				
Salgsinntekter	3 351 990	3 637 264	3 856 890	4 100 260
Andre driftsinntekter	13 512	34 637	81 444	70 712
Bevilgninger	8 643	4 211	8 768	19 005
Sum driftsinntekter	3 374 145	3 676 112	3 947 101	4 189 977
<i>Driftskostnader</i>				
Varekostnader	2 042 206	2 236 755	2 419 566	2 701 638
Øvrige eksterne kostnader	762 752	791 314	822 214	848 426
Lønnskostnader	422 096	452 572	475 518	521 976
Avskrivning og nedskrivning	62 406	72 872	67 261	61 595
Andre driftskostnader	-	-	-	-
Gjentakende poster	-	-	-	-
Konsernbidrag	-	-	153 740	46 592
Sum driftskostnader	3 289 460	3 553 514	3 938 299	4 180 227
DRIFTSRESULTAT	84 685	122 598	8 802	9 749
<i>Finansinntekter</i>				

Verdipapirer og fordringer	-	-	-	-
Renteinntekter	1 296	2 578	1 699	3 702
Andre finansinntekter	-	-	-	-
Sum finansinntekter	1 296	2 578	1 699	3 702
<i>Finanskostnader</i>				
Rentekostnader	7 107	9 710	9 685	12 184
Konsernbidrag	-	-	-	-
Andre finanskostnader	-	-	-	-
Verdipapir og fordring	-	-	-	61
Sum finanskostnader	7 107	9 710	9 685	12 245
Netto finansposter	-	-	-	-
ORDINÆRT RESULTAT FØR SKATT	78 873	115 465	816	1 207
Skattekostnad på ordinært resultat	21 580	31 090	529	1 127
ÅRSRESULTAT	57 293	84 376	287	79
Ekstraordinære poster	-	-	-	-
TOTALRESULTAT FOR PERIODEN	57 293	84 376	287	79

Rapportert balanseregnskap for Stadium Sweden AB

BALANSEREGNSKAP	2 012	2 013	2 014	2 015
EIENDELER				
<i>ANLEGGSMIDLER</i>				
<i>Immaterielle eiendeler</i>				
Leie og andre rettigheter	3 760	3 566	3 241	2 973
Konseptutvikling	-	-	-	-
Egenutviklet programvare	-	-	-	-
Programvare	-	-	-	-
Utsatt skattefordel	-	-	-	-
Goodwill	-	-	-	-
Sum immaterielle eiendeler	3 760	3 566	3 241	2 973
<i>Varige driftsmidler</i>				
Anlegg under utførelse	-	-	-	-
Inventar og innredning	167 175	162 955	134 062	121 456
Maskiner og driftsløsøre	-	-	-	-
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	-	-	-	-
Transportmidler	-	-	-	-
Bygningsfast innredning	-	-	-	-
Sum varige driftsmidler	167 175	162 955	134 062	121 456
<i>Finansielle anleggsmidler</i>				
Andel i konsernselskap	23 656	24 837	25 283	26 348
Utsatt skattefordel	-	-	244	172

Andre langsiktige fordringer	1 074	2 278	1 831	1 301
Lån tilknyttet selskap	-	-	-	-
Andre investeringer	-	-	-	-
Sum finansielle anleggsmidler	24 730	27 115	27 358	27 821
Sum anleggsmidler	195 665	193 636	164 661	152 250
OMLØPSMIDLER				
Varer	624 562	683 206	799 513	869 630
Sum varer	624 562	683 206	799 513	869 630
Fordringer				
Kundefordringer	15 305	12 669	17 755	20 857
Fordringer hos konsernselskap	16 580	47 107	55 266	80 729
Skattefordringer	1 230	3 081	2 086	1 351
Andre fordringer	1 661	683	2 063	2 324
Forskuddsbetalte kostander og opptjente inntekter	53 567	54 261	59 852	59 457
Sum fordringer	88 343	117 793	137 022	164 718
Bankinnskudd, kontanter og lignende				
Bankinnskudd, kontanter og lignende	199 083	128 264	165 744	94 982
Sum bankinnskudd, kontanter og lignende	199 083	128 264	165 744	94 982
Sum omløpsmidler	911 989	929 263	1 102 278	1 129 329
SUM EIENDELER	1 107 654	1 122 900	1 266 939	1 281 579
EGENKAPITAL OG GJELD				
EGENKAPITAL				
Innskutt egenkapital				
Aksjekapital	4 297	4 511	4 592	4 786
Overkursfond	859	902	918	957
Sum innskutt egenkapital	5 156	5 413	5 510	5 743
Opptjent egenkapital				
Balanser gevinst eller tap	80 226	57 281	144 200	150 364
Årets resultat	57 293	84 376	287	79
Annen egenkapital	-	-	-	-
Sum opptjent egenkapital	137 519	141 656	144 486	150 444
SUM EGENKAPITAL	142 675	147 069	149 997	156 186
GJELD				
Ubeskattede reserver	71 418	70 773	63 276	46 937
Sum ubeskattede reserver	71 418	70 773	63 276	46 937
Avsetning for pensjon og lignende forpliktelser	461	1 607	1 111	784
Sum avsetninger til forpliktelser	461	1 607	1 111	784
Annen langsiktig gjeld				
Øvrig langsiktig gjeld	-	-	-	-
Øvrig langsiktig gjeld i konsernet	-	-	-	-
Sum annen langsiktig gjeld	-	-	-	-

Sum langsiktig gjeld	71 880	72 380	64 387	47 721
Kassekreditt	-	-	-	-
Leverandørgjeld	319 606	252 633	305 442	300 577
Skyldig til konsernselskap	418 232	467 753	562 133	566 107
Kortsiktig gjeld	-	-	-	-
Derivater	-	-	-	-
Betalbar skatt	-	-	-	-
Skyldige offentlige utgifter	-	-	-	-
Annen kortsiktig gjeld	16 425	31 566	22 290	37 760
Påløpte kostnader og forskuddsbetalte inntekter	138 836	151 498	162 689	173 227
Sum kortsiktig gjeld	893 100	903 450	1 052 555	1 077 672
SUM GJELD	964 979	975 830	1 116 942	1 125 393
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	1 107 654	1 122 900	1 266 939	1 281 579

Rapportert resultatregnskap for Sports Direct International Plc.

RESULTATREGNSKAP	2 012	2 013	2 014	2 015
<i>Driftsinntekter</i>				
Salgsinntekter	20 150 829	24 886 155	29 370 815	35 843 727
Andre driftsinntekter	66 374	78 936	86 529	137 447
Ordinære poster	5 762	-50 868	-31 625	-626 442
Sum driftsinntekter	20 222 966	24 914 223	29 425 718	35 354 732
<i>Driftskostnader</i>				
Varekostnader	11 901 250	14 264 568	16 504 835	19 989 293
Lønnskostnader	6 357 840	8 358 447	9 856 004	12 611 088
Avskrivning og nedskrivning	-	-	-	-
Sum driftskostnader	18 259 090	22 623 015	26 360 839	32 600 381
DRIFTSRESULTAT	1 963 876	2 291 208	3 064 879	2 754 351
<i>Finansinntekter</i>				
Andre investeringsinntekter	13 581	64 534	146 244	1 828 369
Renteinntekter	28 268	8 194	85 949	41 492
Andre finansinntekter	-	-	-	-
Andel av resultat fra tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet	12 170	20 840	30 682	30 224
Sum finansinntekter	54 019	93 568	262 875	1 900 085
<i>Finanskostnader</i>				
Rentekostnader	107 292	182 584	77 633	189 195
Andre finanskostnader	-	-	-	-
Sum finanskostnader	107 292	182 584	77 633	189 195
Netto finansposter	-	-	-	-
ORDINÆRT RESULTAT FØR SKATT	1 910 603	2 202 192	3 250 122	4 465 241
Skattekostnad på ordinært resultat	512 341	550 327	889 736	1 022 197
ÅRSRESULTAT	1 398 262	1 651 865	2 502 589	3 443 044

Ekstraordinære poster	-	-	-	-
TOTALRESULTAT FOR PERIODEN	1 398 262	1 651 865	2 502 589	3 443 044

Rapportert balanseregnskap for Sports Direct International Plc.

BALANSEREGNSKAP	2012	2013	2014	2015
EIENDELER				
ANLEGGSMIDLER				
<i>Immaterielle eiendeler</i>				
Immaterielle eiendeler	2 216 648	2 346 186	2 647 869	2 574 054
Konseptutvikling	-	-	-	-
Egenutviklet programvare	-	-	-	-
Programvare	-	-	-	-
Utsatt skattefordel	442 113	286 296	397 672	542 829
Goodwill	-	-	-	-
Sum immaterielle eiendeler	2 658 761	2 632 483	3 045 541	3 116 883
<i>Varige driftsmidler</i>				
Anlegg under utførelse	-	-	-	-
Eiendom, fabrikk og utstyr	3 061 339	3 792 402	4 383 412	7 230 589
Maskiner og driftsløsøre	-	-	-	-
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	-	-	-	-
Transportmidler	-	-	-	-
Bygningsfast innredning	-	-	-	-
Sum varige driftsmidler	3 061 339	3 792 402	4 383 412	7 230 589
<i>Finansielle anleggsmidler</i>				
Lån tilknyttet selskap	-	-	-	-
Andre investeringer	296 116	384 086	395 401	205 301
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	439 282	1 071 464	1 459 903	2 386 291
Sum finansielle anleggsmidler	735 398	1 455 550	1 855 304	2 591 592
Sum anleggsmidler	6 455 497	7 880 434	9 284 257	12 939 063
OMLØPSMIDLER				
Varer	4 120 945	5 200 597	5 361 333	8 665 683
Sum varer	4 120 945	5 200 597	5 361 333	8 665 683
<i>Fordringer</i>				
Kundefordringer og andre fordringer	886 134	1 131 335	1 977 638	3 610 987
Kundefordringer	-	-	-	-
Andre fordringer	-	-	-	-
Sum fordringer	886 134	1 131 335	1 977 638	3 610 987
Derivative finansielle eiendeler	165 636	40 052	956 011	1 018 507
Sum derivative finansielle eiendeler	165 636	40 052	956 011	1 018 507
<i>Bankinnskudd, kontanter og lignende</i>				
Bankinnskudd, kontanter og lignende	1 358 783	1 388 938	812 079	2 889 923

Sum bankinnskudd, kontanter og lignende	1 358 783	1 388 938	812 079	2 889 923
Sum omløpsmidler	6 531 497	8 750 109	10 839 502	16 185 100
SUM EIENDELER	12 986 994	15 641 356	18 391 319	29 124 163
EGENKAPITAL OG GJELD				
<i>EGENKAPITAL</i>				
<i>Innskutt egenkapital</i>				
Aksjekapital	590 627	589 147	664 238	790 596
Overkursfond	8 060 959	8 040 762	9 065 617	10 790 173
Egne aksjer fond	-518 472	-517 173	-583 090	-694 012
Permanent bidrag til kapital	461	460	518	617
Kapital innløsning reserve	73 805	73 620	83 004	98 794
Valutareserver	354 026	48 559	149 687	331 246
Omvendt kombinasjonsreserve	-9 102 918	-9 080 111	-10 237 438	-12 184 911
Egen andel reserve	-593 531	-121 867	-137 400	-416 229
Sikringsreserve	147 712	-51 732	817 036	99 719
Sum innskutt egenkapital	-987 331	-1 018 334	-177 828	-1 184 006
<i>Opptjent egenkapital</i>				
Opptjent egenkapital	6 933 531	8 569 753	12 251 088	18 294 188
Annen egenkapital	-	-	-	-
Sum opptjent egenkapital	6 933 531	8 569 753	12 251 088	18 294 188
Sum minoritetsinteresser	-2 342	-32 538	-29 137	-20 561
SUM EGENKAPITAL	5 943 857	7 518 881	12 044 122	17 089 621
<i>GJELD</i>				
Utsatt skatt	230 295	221 146	415 672	266 453
Sum avsetninger til forpliktelser	230 295	221 146	415 672	266 453
<i>Annen langsiktig gjeld</i>				
Øvrig langsiktig gjeld	2 264 656	62 207	1 418 987	4 110 497
Øvrig langsiktig gjeld i konsernet	-	-	-	-
Pensjonsforpliktelser	183 845	141 171	154 177	161 242
Andre avsetninger	378 680	347 455	390 963	824 437
Sum annen langsiktig gjeld	2 827 181	550 833	1 964 127	5 096 176
Sum langsiktig gjeld	3 057 476	771 979	2 379 800	5 362 629
Leverandørgjeld og annen gjeld	2 952 774	3 605 320	3 535 165	5 266 624
Kortsiktig gjeld	514 037	3 276 139	12 484	9 491
Derivater	-	171 658	58 367	761 520
Betalbar skatt	518 850	297 379	361 380	634 279
Skyldige offentlige utgifter	-	-	-	-
Annen kortsiktig gjeld	-	-	-	-
Sum kortsiktig gjeld	3 985 661	7 350 496	3 967 397	6 671 914
SUM GJELD	7 043 137	8 122 476	6 347 197	12 034 542
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	12 986 994	15 641 356	18 391 319	29 124 163

VEDLEGG 7

Omgrupperte resultatregnskap – komparative selskaper

Omgruppert resultatregnskap for bransjen

			2012	2013	2014	2015
	Driftsinntekter	DI	26 768 332	27 935 039	40 689 444	49 509 860
-	Driftskostnader	DK	24 995 645	28 705 475	37 588 155	45 204 534
=	Driftsresultat i egen virksomhet	DR	1 772 688	2 538 564	3 101 289	4 305 326
-	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	DSK	457 237	652 049	795 008	1 103 238
=	Netto driftsresultat i egen virksomhet	NDRE	1 315 451	1 886 515	2 309 281	3 202 088
+	Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	RTS	-	-	-	-
=	Netto driftsresultat	NDRE	1 315 451	1 886 515	2 309 281	3 202 088
+	Netto finansinntekt	NFI	65 079	35 524	24 459	98 784
=	Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	1 380 531	1 922 038	2 330 740	3 300 872
-	Netto finanskostnad	NFK	297 823	315 520	351 387	165 354
-	Netto minoritetsresultat	NMR	0	0	0	0
=	Nettoresultat til egenkapital	NRE	1 082 706	1 606 520	1 979 352	3 135 517
+	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-65 225	-34 270	27 401	67 360
+	Unormalt netto finansresultat	UNFR	-68 771	22 131	73 297	166 279
=	Fullstendig nettoresultat til egenkapital	FNR	948 711	1 594 377	2 080 049	3 369 156
-	Netto utbetalt utbytte	NBU	-49 961	87 103	-1 799 208	114 888
=	Endring i egenkapital	ΔEK	82 057	206 835	2 017 137	275 611

Omgruppert resultatregnskap for Gresvig AS

			2012	2013	2014	2015
	Driftsinntekter	DI	890 522	954 123	986 284	1 244 353
-	Driftskostnader	DK	878 528	937 822	965 345	1 205 302
=	Driftsresultat i egen virksomhet	DR	11 995	16 301	20 939	39 051
-	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	DSK	3 681	5 003	6 426	11 984
=	Netto driftsresultat i egen virksomhet	NDRE	8 314	11 298	14 513	27 067
+	Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	RTS	-	-	-	-
=	Netto driftsresultat	NDRE	8 314	11 298	14 513	27 067
+	Netto finansinntekt	NFI	1 419	1 696	768	2 825
=	Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	9 733	12 994	15 281	29 891
-	Netto finanskostnad	NFK	6 478	6 535	6 010	7 922
-	Netto minoritetsresultat	NMR	-	-	-	-
=	Nettoresultat til egenkapital	NRE	3 255	6 459	9 271	21 969

+	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-27	-648	365	88
+	Unormalt netto finansresultat	UNFR	-3 223	-1 059	-2 954	-3 346
=	Fullstendig nettoresultat til egenkapital	FNR	5	4 752	6 682	18 711
-	Netto utbetalt utbytte	NBU	6 929	-2 136	712	-53 764
=	Endring i egenkapital	ΔEK	-6 924	6 888	5 970	72 475

Omgruppert resultatregnskap for Sport 1 Gruppen AS

			2012	2013	2014	2015
	Driftsinntekter	DI	890 522	954 123	986 284	1 244 353
-	Driftskostnader	DK	878 528	937 822	965 345	1 205 302
=	Driftsresultat i egen virksomhet	DR	11 995	16 301	20 939	39 051
-	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	DSK	3 681	5 003	6 426	11 984
=	Netto driftsresultat i egen virksomhet	NDRE	8 314	11 298	14 513	27 067
+	Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	RTS	-	-	-	-
=	Netto driftsresultat	NDRE	8 314	11 298	14 513	27 067
+	Netto finansinntekt	NFI	1 419	1 696	768	2 825
=	Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	9 733	12 994	15 281	29 891
-	Netto finanskostnad	NFK	6 478	6 535	6 010	7 922
-	Netto minoritetsresultat	NMR	-	-	-	-
=	Nettoresultat til egenkapital	NRE	3 255	6 459	9 271	21 969
+	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-27	-648	365	88
+	Unormalt netto finansresultat	UNFR	-3 223	-1 059	-2 954	-3 346
=	Fullstendig nettoresultat til egenkapital	FNR	5	4 752	6 682	18 711
-	Netto utbetalt utbytte	NBU	6 929	-2 136	712	-53 764
=	Endring i egenkapital	ΔEK	-6 924	6 888	5 970	72 475

Omgruppert resultatregnskap for Stadion AS

			2012	2013	2014	2015
	Driftsinntekter	DI	97 313	104 263	114 347	151 098
-	Driftskostnader	DK	93 668	102 504	111 508	147 400
=	Driftsresultat i egen virksomhet	DR	3 645	1 759	2 839	3 698
-	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	DSK	1 012	488	788	1 026
=	Netto driftsresultat i egen virksomhet	NDRE	2 633	1 271	2 051	2 672
+	Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	RTS	-	-	-	-
=	Netto driftsresultat	NDRE	2 633	1 271	2 051	2 672
+	Netto finansinntekt	NFI	250	253	250	335
=	Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	2 883	1 524	2 301	3 007
-	Netto finanskostnad	NFK	409	457	365	359
-	Netto minoritetsresultat	NMR	-	-	-	-
=	Nettoresultat til egenkapital	NRE	2 474	1 067	1 936	2 647

+	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	144	-119	112	-41
+	Unormalt netto finansresultat	UNFR	855	-271	73	512
=	Fullstendig nettoresultat til egenkapital	FNR	3 473	676	2 121	3 118
-	Netto utbetalt utbytte	NBU	683	2 257	1 068	513
=	Endring i egenkapital	ΔEK	2 790	-1 581	1 053	2 605

Omgruppert resultatregnskap for Stadium Sweden AB

			2012	2013	2014	2015
	Driftsinntekter	DI	3 374 145	3 676 112	3 947 101	4 189 977
-	Driftskostnader	DK	3 289 460	3 553 514	3 938 299	4 180 227
=	Driftsresultat i egen virksomhet	DR	84 685	122 598	8 802	9 750
-	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	DSK	23 207	33 596	2 412	2 672
=	Netto driftsresultat i egen virksomhet	NDRE	61 478	89 002	6 390	7 078
+	Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	RTS	-	-	-	-
=	Netto driftsresultat	NDRE	61 478	89 002	6 390	7 078
+	Netto finansinntekt	NFI	1 069	2 200	1 450	3 159
=	Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	62 547	91 201	7 840	10 237
-	Netto finanskostnad	NFK	5 238	7 574	7 554	9 551
-	Netto minoritetsresultat	NMR	-	-	-	-
=	Nettoresultat til egenkapital	NRE	57 309	83 628	285	686
+	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-15	749	2	-584
+	Unormalt netto finansresultat	UNFR	-	-	-	9
=	Fullstendig nettoresultat til egenkapital	FNR	57 294	84 376	287	111
-	Netto utbetalt utbytte	NBU	56 998	87 103	-	-90
=	Endring i egenkapital	ΔEK	296	-2 727	287	201

Omgruppert resultatregnskap for Sports Direct International Plc.

			2012	2013	2014	2015
	Driftsinntekter	DI	17 026 002	20 172 298	28 089 725	35 023 387
-	Driftskostnader	DK	15 561 928	18 213 343	25 506 485	31 375 475
=	Driftsresultat i egen virksomhet	DR	1 464 074	1 958 955	2 583 240	3 647 912
-	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	DSK	372 642	498 601	657 497	928 481
=	Netto driftsresultat i egen virksomhet	NDRE	1 091 432	1 460 354	1 925 743	2 719 431
+	Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	RTS	-	-	-	-
=	Netto driftsresultat	NDRE	1 091 432	1 460 354	1 925 743	2 719 431
+	Netto finansinntekt	NFI	49 767	23 873	7 946	88 659
=	Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	1 141 200	1 484 227	1 933 689	2 808 090
-	Netto finanskostnad	NFK	59 427	82 408	162 626	73 921
-	Netto minoritetsresultat	NMR	-	-	-	-
=	Nettoresultat til egenkapital	NRE	1 081 772	1 401 820	1 771 063	2 734 169

+	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-62 945	-18 530	28 771	93 632
+	Unormalt netto finansresultat	UNFR	-44 919	11 470	62 573	150 856
=	Fullstendig nettoresultat til egenkapital	FNR	973 908	1 394 759	1 862 407	2 978 657
-	Netto utbetalt utbytte	NBU	-194 862	61 949	-1 064 315	688 704
=	Endring i egenkapital	ΔEK	1 168 770	1 332 810	2 926 722	2 289 953

Omgrupperte balanseregnskap – komparative selskaper

Omgruppert balanseregnskap for bransjen

			2012	2013	2014	2015
	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	8 942 850	9 739 749	10 585 392	13 821 940
+	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	1 814 924	2 657 133	4 000 009	6 584 712
=	Netto driftseiendeler	NDE	10 757 774	12 396 882	14 585 401	20 406 652
+	Finansielle eiendeler	FE	3 286 952	3 876 951	4 701 679	7 483 153
=	Sysselsatte eiendeler	SSE	14 044 726	16 273 833	19 287 080	27 925 805
	Egenkapital	EK	7 364 896	9 069 494	15 612 744	20 939 842
+	Minoritetsinteresser	MI	-	-	-	-
+	Finansiell gjeld	FG	6 679 832	7 204 339	3 674 334	6 949 960
=	Sysselsatt kapital	SSK	14 044 728	16 273 833	19 287 078	27 889 802

			2012	2013	2014	2015
	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	8 942 850	9 739 749	10 585 392	13 821 940
+	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	1 814 924	2 657 133	4 000 009	6 584 712
=	Netto driftseiendeler	NDE	10 757 774	12 396 882	14 585 401	20 406 652
	Egenkapital	EK	7 364 896	9 069 494	15 612 744	20 939 842
+	Minoritetsinteresser	MI	-	-	-	-
+	Netto finansiell gjeld	NFG	3 392 880	3 327 388	-1 027 345	-533 193
=	Netto driftskapital	NDK	10 757 776	12 396 882	14 585 399	20 406 649

Omgruppert balanseregnskap for Gresvig AS

			2012	2013	2014	2015
	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	97 967	89 270	86 710	81 838
+	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-64 728	-38 718	-49 092	11 874
=	Netto driftseiendeler	NDE	33 239	50 552	37 618	93 712
+	Finansielle eiendeler	FE	717 254	633 602	635 058	726 843
=	Sysselsatte eiendeler	SSE	750 493	684 154	672 676	820 555
	Egenkapital	EK	120 522	114 414	76 953	130 283
+	Minoritetsinteresser	MI	-	-	-	-
+	Finansiell gjeld	FG	629 972	569 740	595 723	690 272
=	Sysselsatt kapital	SSK	750 494	684 154	672 676	820 555

			2012	2013	2014	2015
	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	97 967	89 270	86 710	81 838
+	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-64 728	-38 718	-49 092	11 874
=	Netto driftseiendeler	NDE	33 239	50 552	37 618	93 712
	Egenkapital	EK	120 522	114 414	76 953	130 283
+	Minoritetsinteresser	MI	-	-	-	-
+	Netto finansiell gjeld	NFG	-87 282	-63 862	-39 335	-36 571
=	Netto driftskapital	NDK	33 240	50 552	37 618	93 712

Omgruppert balanseregnskap for Sport 1 Gruppen AS

			2012	2013	2014	2015
	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	32 285	29 404	31 739	110 829
+	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	41 034	46 423	51 135	58 729
=	Netto driftseiendeler	NDE	73 319	75 827	82 874	169 558
+	Finansielle eiendeler	FE	13 731	17 171	15 224	35 037
=	Sysselsatte eiendeler	SSE	87 050	92 998	98 098	204 595
	Egenkapital	EK	85 240	92 128	98 098	170 573
+	Minoritetsinteresser	MI	-	-	-	-
+	Finansiell gjeld	FG	1 810	870	-	34 021
=	Sysselsatt kapital	SSK	87 050	92 998	98 098	204 594

			2012	2013	2014	2015
	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	32 285	29 404	31 739	110 829
+	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	41 034	46 423	51 135	58 729
=	Netto driftseiendeler	NDE	73 319	75 827	82 874	169 558
	Egenkapital	EK	85 240	92 128	98 098	170 573
+	Minoritetsinteresser	MI	-	-	-	-
+	Netto finansiell gjeld	NFG	-11 921	-16 301	-15 224	-1 016
=	Netto driftskapital	NDK	73 319	75 827	82 874	169 557

Omgruppert balanseregnskap for Stadion AS

			2012	2013	2014	2015
	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	1 682	1 571	2 635	3 762
+	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	14 015	9 762	14 039	15 970
=	Netto driftseiendeler	NDE	15 697	11 333	16 674	19 732
+	Finansielle eiendeler	FE	10 154	12 437	12 901	11 448
=	Sysselsatte eiendeler	SSE	25 851	23 770	29 575	31 180
	Egenkapital	EK	25 101	23 521	24 574	27 179
+	Minoritetsinteresser	MI	-	-	-	-
+	Finansiell gjeld	FG	750	250	5 000	4 000
=	Sysselsatt kapital	SSK	25 851	23 771	29 574	31 179

			2012	2013	2014	2015
	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	1 682	1 571	2 635	3 762
+	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	14 015	9 762	14 039	15 970
=	Netto driftseiendeler	NDE	15 697	11 333	16 674	19 732
	Egenkapital	EK	25 101	23 521	24 574	27 179
+	Minoritetsinteresser	MI	-	-	-	-
+	Netto finansiell gjeld	NFG	-9 404	-12 187	-7 901	-7 448
=	Netto driftskapital	NDK	15 697	11 334	16 673	19 731

Omgruppert balanseregnskap for Stadion Sweden AB

			2012	2013	2014	2015
	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	99 517	95 748	74 027	77 492
+	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-180 656	-104 058	-117 131	-44 108
=	Netto driftseiendeler	NDE	-81 139	-8 310	-43 104	33 384
+	Finansielle eiendeler	FE	223 813	155 379	193 102	122 803
=	Sysselsatte eiendeler	SSE	142 674	147 069	149 998	156 187
	Egenkapital	EK	142 675	147 069	149 997	156 186
+	Minoritetsinteresser	MI	-	-	-	-
+	Finansiell gjeld	FG	-	-	-	-
=	Sysselsatt kapital	SSK	142 675	147 069	149 997	156 186

			2012	2013	2014	2015
	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	99 517	95 748	74 027	77 492
+	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-180 656	-104 058	-117 131	-44 108
=	Netto driftseiendeler	NDE	-81 139	-8 310	-43 104	33 384
	Egenkapital	EK	142 675	147 069	149 997	156 186
+	Minoritetsinteresser	MI	-	-	-	-
+	Netto finansiell gjeld	NFG	-223 813	-155 379	-193 102	-122 803
=	Netto driftskapital	NDK	-81 138	-8 310	-43 105	33 383

Omgruppert balanseregnskap for Sports Direct International Plc.

			2012	2013	2014	2015
	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	5 489 805	6 203 738	7 013 281	10 081 019
+	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	1 535 455	2 257 575	3 384 058	5 614 247
=	Netto driftseiendeler	NDE	7 025 260	8 461 313	10 397 339	15 695 266
+	Finansielle eiendeler	FE	2 259 817	2 884 540	3 623 394	6 500 022
=	Sysselsatte eiendeler	SSE	9 285 077	11 345 853	14 020 733	22 195 288
	Egenkapital	EK	5 943 857	7 518 881	12 044 122	17 089 621
+	Minoritetsinteresser	MI	-	-	-	-
+	Finansiell gjeld	FG	3 341 218	3 826 972	1 976 611	5 105 667
=	Sysselsatt kapital	SSK	9 285 075	11 345 853	14 020 733	22 195 288

			2012	2013	2014	2015
	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	5 489 805	6 203 738	7 013 281	10 081 019
+	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	1 535 455	2 257 575	3 384 058	5 614 247
=	Netto driftseiendeler	NDE	7 025 260	8 461 313	10 397 339	15 695 266
	Egenkapital	EK	5 943 857	7 518 881	12 044 122	17 089 621
+	Minoritetsinteresser	MI	-	-	-	-
+	Netto finansiell gjeld	NFG	1 081 401	942 432	-1 646 783	-1 394 355
=	Netto driftskapital	NDK	7 025 258	8 461 313	10 397 339	15 695 266

VEDLEGG 8

Regresjonsanalyse XXL vs. S&P 500, kapittel 7.2.3

Exchange Date	Close	Avkastning XXL	Exchange Date	Close	Avkastning S&P 500
03.10.2014	62,00		03.10.2014	1967,9	
03.11.2014	65,50	0,04800000	03.11.2014	2017,81	0,026969392
01.12.2014	78,25	0,19465649	01.12.2014	2053,44	0,017657758
02.01.2015	74,75	-0,04472843	02.01.2015	2058,2	0,002318061
02.02.2015	74,75	0,00000000	02.02.2015	2020,85	-0,018146924
02.03.2015	75,50	0,01003344	02.03.2015	2117,39	0,047771977
01.04.2015	71,00	-0,05960265	01.04.2015	2059,69	-0,027250530
04.05.2015	80,50	0,13380282	01.05.2015	2108,29	0,023595784
01.06.2015	85,50	0,06211180	01.06.2015	2111,73	0,001631654
01.07.2015	86,00	0,00584795	01.07.2015	2077,42	-0,016247342
03.08.2015	91,75	0,06686047	03.08.2015	2098,04	0,009925773
01.09.2015	85,25	-0,07084469	01.09.2015	1913,85	-0,087791463
01.10.2015	84,00	-0,01466276	01.10.2015	1923,82	0,005209395
02.11.2015	90,25	0,07440476	02.11.2015	2104,05	0,093683401
01.12.2015	99,50	0,10249307	01.12.2015	2102,63	-0,000674889
04.01.2016	101,00	0,01507538	04.01.2016	2012,66	-0,042789269
01.02.2016	92,00	-0,08910891	01.02.2016	1939,38	-0,036409528
01.03.2016	97,25	0,05706522	01.03.2016	1978,35	0,020094051
01.04.2016	102,00	0,04884319	01.04.2016	2072,78	0,047731696
02.05.2016	97,00	-0,04901961	02.05.2016	2081,43	0,004173139
01.06.2016	101,00	0,04123711	01.06.2016	2099,33	0,008599857
01.07.2016	95,75	-0,05198020	01.07.2016	2102,95	0,001724360
01.08.2016	102,50	0,07049608	01.08.2016	2170,84	0,032283221
01.09.2016	105,00	0,02439024	01.09.2016	2170,86	0,000009213
03.10.2016	110,50	0,05238095	03.10.2016	2161,2	-0,004449849
01.11.2016	103,50	-0,06334842	01.11.2016	2111,72	-0,022894688
01.12.2016	100,00	-0,03381643	01.12.2016	2191,08	0,037580740

Sammendrag (utdata) fra regresjonsanalyse XXL

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multippel R	0,496060011
R-kvadrat	0,246075535
Justert R-kvadrat	0,214662015
Standardfeil	0,060532011
Observasjoner	26

Variansanalyse					
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,028702653	0,028702653	7,83342775	0,009956288
Residualer	24	0,087938984	0,003664124		
Totalt	25	0,116641637			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,015743879	0,011987659	1,313340553	0,201486498	0,008997433	0,040485191	0,008997433	0,040485191
X-variabel 1	0,975391661	0,348500269	2,798826138	0,009956288	0,256122458	1,694660865	0,256122458	1,694660865

Sammendrag (utdata) fra regresjonsanalyse Dick's Sporting Goods

SAMMENDRAG (UTDATA)

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multippel R	0,271643532
R-kvadrat	0,073790209
Justert R-kvadrat	0,057540914
Standardfeil	0,070002992
Observasjoner	59

Variansanalyse					
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,022253454	0,022253454	4,541133042	0,037415584
Residualer	57	0,279323874	0,004900419		
Totalt	58	0,301577328			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,000616584	0,009575915	0,064389045	0,94888574	-0,018558855	0,019792023	-0,018558855	0,019792023
X-variabel 1	0,657406495	0,308497663	2,13099344	0,037415584	0,039650582	1,275162409	0,039650582	1,275162409

Sammendrag (utdata) fra regresjonsanalyse JD Sports Fashion

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multipel R	0,06732664
R-kvadrat	0,004532877
Justert R-kvadrat	-0,012931459
Standardfeil	0,082758787
Observasjoner	59

Variansanalyse					
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,001777666	0,001777666	0,259550471	0,612395972
Residualer	57	0,390393959	0,006849017		
Totalt	58	0,392171625			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,03921085	0,011320818	3,463605797	0,001018434	0,016541303	0,061880397	0,016541303	0,061880397
X-variabel 1	0,185806244	0,364711446	0,509460961	0,612395972	-0,54451583	0,916128318	-0,54451583	0,916128318

Sammendrag (utdata) fra regresjonsanalyse Foot Locker

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multipel R	0,277929857
R-kvadrat	0,077245005
Justert R-kvadrat	0,061056321
Standardfeil	0,059591593
Observasjoner	59

Variansanalyse					
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,016944504	0,016944504	4,771543184	0,033061954
Residualer	57	0,202416005	0,003551158		
Totalt	58	0,219360509			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,013348961	0,008151709	1,637565886	0,107021848	0,002974555	0,029672477	0,002974555	0,029672477
X-variabel 1	0,573653574	0,262615451	2,184386226	0,033061954	0,047775204	1,099531944	0,047775204	1,099531944

Sammendrag (utdata) fra regresjonsanalyse Sports Direct

Regresjonsstatistikk	
Multippel R	0,290314413
R-kvadrat	0,084282459
Justert R-kvadrat	0,068217239
Standardfeil	0,09019037
Observasjoner	59

Variansanalyse					
	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,042674737	0,042674737	5,246268555	0,025713358
Residualer	57	0,463655261	0,008134303		
Totalt	58	0,506329998			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	-0,002050869	0,012337406	-0,1662318	0,868562788	-0,026756098	0,02265436	-0,026756098	0,0226543
X-variabel 1	0,9103758	0,397461846	2,290473435	0,025713358	0,114472182	1,706279418	0,114472182	1,70627941

VEDLEGG 9

Bottom-up beta – *alle* selskap, kapittel 7.2.3.2

Selskap	Regression beta	D/E ratio	Skatt
Dick's Sporting Goods	0,66	0,99	0,35
JD Sports Fashion	0,19	1,07	0,20
Foot Locker	0,57	0,48	0,35
Sports Direct	0,91	0,70	0,20
Gjennomsnitt	0,58	0,81	0,28
XXL		0,86	

Unlevered beta bransje	0,37
Levered beta XXL	0,60

Bottom-up beta – *uten* JD Sports Fashion, kapittel 7.2.3.2

Selskap	Regression beta	D/E ratio	Skatt
Dick's Sporting Goods	0,66	0,99	0,35
JD Sports Fashion			
Foot Locker	0,57	0,48	0,35
Sports Direct	0,91	0,70	0,20
Gjennomsnitt	0,71	0,72	0,30
XXL		0,86	

Unlevered beta bransje	0,47
Levered beta XXL	0,78

VEDLEGG 10

Diverse utregninger til analyse av lønnsomhet og strategisk fordel, kapittel 8

Egenkapitalkrav etter skatt		2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
	Risikofri rente etter skatt	0,0151	0,0186	0,0184	0,0115	0,0100	0,0141
+	Egenkapitalbeta	1,0200	1,0200	1,0200	1,0200	1,0200	
*	Markedets risikopremie	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	
=	Egenkapitalkrav etter skatt	0,0661	0,0696	0,0694	0,0625	0,0610	0,0651

Finansielt gjeldskrav		2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
	Syntetisk rating	BB+	BB+	BBB+	A	A-	BBB+
	Risikofri rente etter skatt	0,0151	0,0186	0,0184	0,0115	0,0100	0,0141
+	Kredittrisikopremie	0,0310	0,0310	0,0140	0,0100	0,0100	0,0171
=	Finansielt gjeldskrav (etter skatt)	0,0461	0,0496	0,0324	0,0215	0,0200	0,0312

Netto finansielt gjeldskrav		2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
	Finansielt gjeldskrav	0,0461	0,0496	0,0324	0,0215	0,0200	
*	Finansiell gjeld/Netto finansiell gjeld	1,0235	1,0660	1,2537	1,0845	1,1253	
-	Finansielt eiendelskrav	0,2524	0,1163	0,0992	0,2056	0,1817	
*	Finansielle eiendeler/Netto finansiell gjeld	0,0235	0,0660	0,2537	0,0845	0,1253	
=	Netto finansielt gjeldskrav	0,0412	0,0452	0,0154	0,0059	-0,0002	0,0175

	2012	2013	2014	2015	2016
Finansiell gjeld	2 706 082	2 806 507	1 097 000	1 116 000	1 051 000
Netto finansiell gjeld	2 643 899	2 632 685	875 000	1 029 000	934 000
Netto finansielle eiendeler	-2 643 899	-2 632 685	-875 000	-1 029 000	-934 000

Netto driftskrav		2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
	Egenkapitalkrav	0,0661	0,0696	0,0694	0,0625	0,0610	0,0651
*	Egenkapital/Netto driftskapital	0,2838	0,3083	0,7863	0,7659	0,7944	0,6361
+	Netto finansielt gjeldskrav	0,0412	0,0452	0,0154	0,0059	-0,0002	0,0175
*	Netto finansiell gjeld/Netto driftskapital	0,7162	0,6917	0,2137	0,2341	0,2056	0,3639
=	Netto driftskrav	0,0483	0,0527	0,0579	0,0493	0,0484	0,0511

	2012	2013	2014	2015	2016
Egenkapital	1 047 501	1 173 481	3 219 000	3 366 000	3 608 000
Netto driftskapital	3 691 400	3 806 166	4 094 000	4 395 000	4 542 000

Kortsiktig driftsrelatert gjeld		2012	2013	2014	2015	2016
	Driftsrelatert gjeld	582 946	854 114	1 017 000	1 356 000	2 014 000
-	Langsiktig driftsrelatert gjeld	37 364	40 784	52 000	61 000	51 000
=	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	545 582	813 330	965 000	1 295 000	1 963 000

Netto finansiell gjeldsgrad		2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
	Netto finansiell gjeld	2 643 899	2 632 685	875 000	1 029 000	934 000	
/	Egenkapital	1 047 501	1 173 481	3 219 000	3 366 000	3 608 000	
=	Netto finansiell gjeldsgrad	2,5240	2,2435	0,2718	0,3057	0,2589	0,9106

Finansiell gjeldsrentabilitet		2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
	Netto finanskostnad	173 440	179 402	141 620	35 770	20 250	
/	Finansiell gjeld	2 706 082	2 806 507	1 097 000	1 116 000	1 051 000	
=	Finansiell gjeldsrentabilitet	0,0641	0,0639	0,1291	0,0321	0,0193	0,0579

Finansiell eiendelsrentabilitet		2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
	Netto finansinntekt	4930	2576	6560	820	833	
/	Finansielle eiendeler	62 183	173 822	222 000	87 000	117 000	
=	Finansiell eiendelsrentabilitet	0,0793	0,0148	0,0295	0,0094	0,0071	0,0242

Netto finansiell gjeldsrente		2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
	Finansiell gjeldsrentabilitet	0,0641	0,0639	0,1291	0,0321	0,0193	
*	Finansiell gjeld/Netto finansiell gjeld	1,0235	1,0660	1,2537	1,0845	1,1253	
-	Finansiell eiendelsrentabilitet	0,0793	0,0148	0,0295	0,0094	0,0071	
*	Finansielle eiendeler/Netto finansiell gjeld	0,0235	0,0660	0,2537	0,0845	0,1253	
=	Netto finansiell gjeldsrente	0,0637	0,0672	0,1544	0,0340	0,0208	0,0642

Netto driftsrentabilitet		2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
	Netto driftsresultat	239 690	296 269	384 979	468 477	515 029	
/	Netto driftseiendeler	3 691 398	3 806 166	4 094 000	4 395 000	4 542 000	
=	Netto driftsrentabilitet	0,0649	0,0778	0,0940	0,1066	0,1134	0,0952

Finansieringsfordel		2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
	(Netto finansielt gjeldskrav	0,0412	0,0452	0,0154	0,0059	-0,0002	
-	Netto finansiell gjeldsrente)	0,0637	0,0672	0,1544	0,0340	0,0208	
*	Netto finansiell gjeldsgrad	2,5240	2,2435	0,2718	0,3057	0,2589	
=	Finansieringsfordel	-0,0568	-0,0493	-0,0378	-0,0086	-0,0054	-0,0270

Driftsfordel		2012	2013	2014	2015	2016	Tids- vektet
	(Netto driftsrentabilitet	0,0649	0,0778	0,0940	0,1066	0,1134	
-	Netto driftskrav)	0,0483	0,0527	0,0579	0,0493	0,0484	
*	1 + Netto finansiell gjeldsgrad	3,5240	3,2435	1,2718	1,3057	1,2589	
=	Driftsfordel	0,0586	0,0815	0,0460	0,0749	0,0818	0,0694

Egenkapitalrentabilitet		2012	2013	2014	2015	2016	Tids- vektet
	Nettoresultat til egenkapitalen	71 180	119 442	249 919	433 527	495 612	
/	Egenkapital	1 047 501	1 173 481	3 219 000	3 366 000	3 608 000	
=	Egenkapitalrentabilitet	0,0680	0,1018	0,0776	0,1288	0,1374	0,1075

Bransjefordel drift		2012	2013	2014	2015	2016	Tids- vektet
	Netto driftsrentabilitet sportsbransjen	0,1223	0,1522	0,1583	0,1569		
-	Netto driftskrav	0,0483	0,0527	0,0579	0,0493	0,0484	
=	Bransjefordel drift	0,0740	0,0995	0,1004	0,1076	-0,0484	0,0609

Ressursfordel		2012	2013	2014	2015	2016	Tids- vektet
	Netto driftsrentabilitet XXL	0,0649	0,0778	0,0940	0,1066	0,1134	
-	Netto driftsrentabilitet bransjen	0,1223	0,1522	0,1583	0,1569		
=	Ressursfordel	-0,0574	-0,0744	-0,0643	-0,0503	0,1134	-0,0168

Ressursfordel		2012	2013	2014	2015	2016	Tids- vektet
	Marginfordel	0,0236	0,0067	0,0217	0,0111	0,1134	
+	Omløpsulempe	-0,0809	-0,0810	-0,0860	-0,0615		
=	Ressursfordel	-0,0573	-0,0743	-0,0643	-0,0503	0,1134	-0,0168

Omløpsfordel		2012	2013	2014	2015	2016	Tids- vektet
	onde XXL	0,8417	1,0536	1,2738	1,4760	1,7205	
-	onde bransjen	2,4883	2,2534	2,7897	2,4262		
*	ndm bransjen	0,0491	0,0675	0,0568	0,0647		
=	Omløpsfordel	-0,0809	-0,0810	-0,0860	-0,0615	0,0000	-0,0568

Omløp til netto driftseiendeler XXL		2012	2013	2014	2015	2016	Tids- vektet
	Driftsinntekter	3 107 165	4 010 227	5 215 000	6 487 000	7 813 000	
/	Netto driftseiendeler	3 691 398	3 806 167	4 094 000	4 395 000	4 541 000	
=	Omløp til netto driftseiendeler XXL (onde)	0,8417	1,0536	1,2738	1,4760	1,7205	1,3382

Omløp til netto driftseiendeler bransjen		2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
	Driftsinntekter	26 768 332	27 935 039	40 689 444	49 509 860	
/	Netto driftseiendeler	10 757 774	12 396 882	14 585 401	20 406 652	
=	Omløp til netto driftseiendeler bransjen	2,4883	2,2534	2,7897	2,4262	2,5131

Marginfordel		2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
	Netto driftsmargin	0,0771	0,0739	0,0738	0,0722	0,0659	
-	Netto driftsmargin bransje	0,0491	0,0675	0,0568	0,0647	0,0000	
*	onde XXL	0,8417	1,0536	1,2738	1,4760	1,7205	
=	Marginfordel	0,0236	0,0067	0,0217	0,0111	0,1134	0,0400

Netto driftsmargin XXL		2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
	Netto driftsresultat	239 690	296 269	384 979	468 477	515 029	
/	Driftsinntekter	3 107 165	4 010 227	5 215 000	6 487 000	7 813 000	
=	Netto driftsmargin XXL (ndm)	0,0771	0,0739	0,0738	0,0722	0,0659	0,0720

Netto driftsmargin bransjen		2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
	Netto driftsresultat	1 315 451	1 886 515	2 309 281	3 202 088	
/	Driftsinntekter	26 768 332	27 935 039	40 689 444	49 509 860	
=	Netto driftsmargin bransjen	0,0491	0,0675	0,0568	0,0647	0,0598

Common size	2012	2013	2014	2015	2016	Tidssnitt XXL	Tidssnitt bransjen	Differanse
	Driftsinntekter	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	0,00 %
-	Varekostnader	60,60 %	59,83 %	59,12 %	60,24 %	60,08 %	59,97 %	2,51 %
-	Lønnskostnader	14,48 %	15,12 %	15,32 %	15,28 %	15,87 %	15,29 %	27,39 %
-	Andre driftskostnader	12,99 %	13,58 %	14,04 %	13,30 %	13,50 %	13,49 %	3,58 %
-	Avskrivninger og nedskrivninger	1,49 %	1,47 %	1,53 %	1,40 %	1,63 %	1,51 %	0,29 %
-	Tap på fordringer						0,00 %	0,02 %
-	Konsernbidrag						0,00 %	0,14 %
=	Driftsresultat i egen virksomhet	10,44 %	10,00 %	9,99 %	9,77 %	8,92 %	9,74 %	11,11 %
-	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	2,73 %	2,61 %	2,61 %	2,55 %	2,33 %	2,54 %	2,06 %
=	Netto driftsresultat fra egen virksomhet	7,71 %	7,39 %	7,38 %	7,22 %	6,59 %	7,20 %	9,05 %
+	Netto resultat fra driftstilknyttede virksomheter	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
=	Netto driftsresultat (=netto driftsmargin)	7,71 %	7,39 %	7,38 %	7,22 %	6,59 %	7,20 %	-1,85 %

Geraringfordel drift		2012	2013	2014	2015	2016	Tids- vektet
	Netto driftsrentabilitet	0,0649	0,0778	0,0940	0,1066	0,1134	
-	Netto driftskrav	0,0483	0,0527	0,0579	0,0493	0,0484	
*	Gearingfaktor	2,5240	2,2435	0,2718	0,3057	0,2589	
=	Gearingfordel drift	0,0420	0,0564	0,0098	0,0175	0,0168	0,0253

Strategisk fordel		2012	2013	2014	2015	2016	Tids- vektet
	Finansieringsfordel	-0,0568	-0,0493	-0,0391	-0,0086	-0,0054	
+	Driftsfordel	0,0586	0,0815	0,0474	0,0749	0,0818	
=	Strategisk fordel	0,0019	0,0322	0,0082	0,0663	0,0764	0,0424

Superrentabilitet		2012	2013	2014	2015	2016	Tids- vektet
	Egenkapitalrentabilitet	0,0680	0,1018	0,0776	0,1288	0,1374	
-	Egenkapitalkravet	0,0661	0,0696	0,0694	0,0625	0,0610	
=	Superrentabilitet til EK	0,0019	0,0322	0,0082	0,0663	0,0764	0,0424

Driftsfordel		2012	2013	2014	2015	2016	Tids- vektet
	Bransjefordel drift	0,0740	0,0995	0,1004	0,1076	-0,0484	
+	Ressursfordel drift	-0,0573	-0,0743	-0,0643	-0,0503	0,1134	
=	Strategisk fordel drift	0,0167	0,0251	0,0361	0,0573	0,0650	
+	Gearingforel drift	0,0420	0,0564	0,0098	0,0175	0,0168	
=	Driftsfordel	0,0586	0,0815	0,0460	0,0749	0,0818	0,0694

VEDLEGG 11

Fri kontantstrøm til selskapskapitalmetoden

	2 016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026T	2027 (T+1)
Fri kontantstrøm fra drift		80 245	249 576	284 198	460 253	572 760	667 660	730 744	779 775	815 505	848 744	869 962
Diskonteringsfaktor		1,0627	1,1293	1,2000	1,2752	1,3551	1,4400	1,5303	1,6262	1,7281	1,8363	1,9514
Nåverdi av kontantstrøm		75 513	221 010	236 829	360 923	422 665	463 642	477 527	479 519	471 920	462 192	445 811
Sum nåverdi fra 1 til T	3 671 740											
Nåverdi av terminalverdi	12 578 717										23 098 845	
Verdi av selskap (EV)	16 250 457											
Gjeld	934 000											
Verdi av egenkapital	15 316 457											
Antall utestående aksjer	138 512											
Verdi per aksje	111											

VEDLEGG 12

Resultat fra Monte Carlo-simulering

Summary Statistics for Pris per aksje			
Statistics		Percentile	
Minimum	kr 29	1,0%	kr 42
Maximum	kr 269	2,5%	kr 46
Mean	kr 82	5,0%	kr 50
Std Dev	kr 24	10,0%	kr 55
Variance	582,6077182	20,0%	kr 61
Skewness	1,007556803	25,0%	kr 64
Kurtosis	4,591123453	50,0%	kr 78
Median	kr 78	75,0%	kr 95
Mode	kr 70	80,0%	kr 100
Left X	kr 50	90,0%	kr 114
Left P	5 %	95,0%	kr 127
Right X	kr 127	97,5%	kr 139
Right P	95 %	99,0%	kr 155
#Errors	0		

