

Handelshøgskolen

Fundamental verdivurdering av XXL ASA

En finansiell og strategisk analyse

Stian Johansen

Masteroppgave i økonomi og administrasjon - mai 2016

Forord

Denne oppgaven er skrevet som et avsluttende ledd i masterstudiet i økonomi og administrasjon ved UiT Norges Arktiske Universitet - Harstad. Oppgaven er skrevet som en del av spesialisering innenfor økonomisk analyse og utgjør 30 studiepoeng.

Etter å ha gjennomført kurset BED-3007 ”Verdsettelse av foretak”, var det ganske enkelt å velge tema for masteroppgaven. Jeg har alltid hatt interesse for tall og finans, og liker måten verdsettelsesfaget kombinerer ulike fagkunnskaper. Jeg føler jeg har fått vist fagkunnskaper innenfor flere fagfelt i oppgaven min, deriblant regnskapsanalyse, strategi og verdsetting.

Valg av selskap var ganske enkelt. Jeg er vokst opp med en far som har drevet egen sportsbutikk, og har selv hatt deltidsjobb i bransjen tidligere. Valget falt derfor på XXL ASA. Det er et meget spennende selskap de fleste har et forhold til. De har hatt en fantastisk vekst siden oppstarten i 2001, og ble børsnotert høsten 2014. I det denne masteroppgaven leveres har de akkurat åpnet sin nyeste butikk i min hjemby Harstad.

Jeg ønsker å takke min veileder Odd-Birger Hansen for verdifulle innspill i prosessen med masteroppgaven. Jeg ønsker også å takke min familie for all støtte gjennom hele studietiden. En takk rettes også til alle studiekamerater gjennom fem år med studier. Det har vært en veldig spennende tid. Til slutt vil jeg takke min samboer Marte for å ha støttet meg de siste månedene i den travle prosessen med masteroppgaven.

Harstad, 31.mai 2016

Stian Johansen

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven er å beregne markedsverdien på egenkapitalen i XXL ASA.

XXL ble opprettet i 2001 da de åpnet sin første butikk i Oslo i Norge. Siden den gang har XXL etablert til sammen 53 varehus i Norge, Sverige og Finland. Selskapet ble børsnotert i 2014. Selskapet har hatt en vekst i omsetningen på over 20% hvert av de siste fem årene. Det er derfor interessant å gjøre en verdivurdering av selskapet for å undersøke hvor mye vekst som er priset inn i aksjen.

Problemstillingen for oppgaven er derfor følgende:

Hva er verdien av egenkapitalen i XXL ASA, per 10.mai 2016?

Denne forsøkes besvart ved å gjøre en fundamental verdsettelse av XXL.

Datainnsamlingen til oppgaven består av dokumentstudier av årsrapporter, regnskap, selskapspresentasjoner og annen offentlig informasjon. Alle regnskap og annet tallmateriale er bearbeidet i Microsoft Excel. Det gjennomføres en regnskapsanalyse og en strategisk analyse, som danner grunnlaget for fremtidsprognosene. Verdien beregnes ved en ”fri kontantstrøm til total kapitalen”-modell.

Jeg har beregnet verdien av egenkapitalen i XXL til å være ca. 15,3 mrd. NOK som tilsvarer en aksjepris på 111 NOK. Dette tilsvarer en pris som er ca. 15% høyere enn aksjekursen på verdsettingstidspunktet. Aksjen verdsettes også i en modell uten vekst fra 2017. Da verdsettes XXL til ca. 55 NOK pr. aksje, noe som viser at en stor del av prisingen i aksjemarkedet består av forventninger til fremtidig vekst. Det gjennomføres også en sensitivitetsanalyse for å estimere hvor sensitiv verdien er med tanke på avkastningskravet. Den viser at små endringer i avkastningskravet gir store utslag på verdien, som er normalt da XXL er et vekstselskap.

Nøkkelord:

XXL ASA, verdivurdering, verdsettelse, regnskapsanalyse, sportsbransjen

Innholdsfortegnelse

Forord	ii
Sammendrag	iii
Innholdsfortegnelse	iv
Figuroversikt	viii
Tabelloversikt	ix
1 Innledning.....	1
1.1 Bakgrunn for oppgaven	1
1.2 Formål og Problemstilling	1
1.3 Avgrensning.....	2
1.4 Oppgavens struktur	3
2 Selskap- og bransjebeskrivelse	5
2.1 Sportsbransjen	5
2.1.1 Norge	6
2.1.2 Sverige.....	7
2.1.3 Finland	8
2.2 XXL ASA	9
2.2.1 Historie	9
2.2.2 Forretningskonsept og verdikjede	11
2.2.3 Konkurrenter	12
3 Teoretisk fundament.....	15
3.1 Verdsettelsesmodeller.....	15
3.1.1 Valg av verdsettelsesmodell	17
3.2 Fri kontantstrøm til totalkapitalen	18
3.2.1 Reorganisering av regnskapene.....	19
3.2.2 Analyse av historiske resultater	20
3.2.3 Prognostisering av vekst i omsetning, avkastning og fri kontantstrøm.....	21
3.2.4 Beregning av restverdi.....	21
3.2.5 Identifisering og verdsetting av ikke-operasjonelle eiendeler.....	22
3.2.6 Verdsetting av rentebærende gjeld	22
3.3 Avkastningskrav	23
3.3.1 Estimering av egenkapitalkostnad	23

3.3.2	Estimering av gjeldskostnad	26
3.4	Bransjeanalyse - Porters fem krefter.....	26
3.4.1	Trussel fra inntrengere.....	27
3.4.2	Trussel fra substitutter.....	27
3.4.3	Kunders forhandlingsmakt.....	28
3.4.4	Leverandørers forhandlingsmakt.....	28
3.4.5	Rivalisering i bransjen	28
3.5	Makroanalyse – PESTEL.....	29
3.6	Ressursanalyse – VRIO.....	30
3.7	Sammenhengen mellom strategi og verdivurdering.....	32
4	Metode.....	35
4.1	Vitenskapelig ståsted	35
4.2	Valg av forskningsdesign	36
4.3	Innsamling og analyse av data	36
4.4	Validitet (gyldighet).....	37
4.5	Reliabilitet (pålitelighet)	38
5	Strategisk analyse	41
5.1	Porters Five Forces.....	41
5.1.1	Trussel fra inntrengere.....	42
5.1.2	Trussel fra substitutter.....	42
5.1.3	Kunders forhandlingsmakt.....	43
5.1.4	Leverandørers forhandlingsmakt.....	43
5.1.5	Rivalisering i bransjen	44
5.1.6	Oppsummering.....	45
5.2	PESTEL.....	45
5.2.1	Politiske forhold.....	45
5.2.2	Økonomiske forhold.....	46
5.2.3	Sosiokulturelle forhold	48
5.2.4	Teknologiske forhold.....	48
5.2.5	Samfunnsmessige forhold	48
5.2.6	Legale forhold	49
5.3	VRIO.....	49
5.3.1	Sentrallager.....	49
5.3.2	Butikkonsept.....	50
5.3.3	Produkter.....	51

5.3.4	Ansatte/organisasjonskultur	52
5.3.5	Oppsummering VRIO	52
6	Regnskapsanalyse	53
6.1	Omgruppering av balansen	53
6.1.1	Immaterielle eiendeler.....	53
6.1.2	Varige driftsmidler	54
6.1.3	Finansielle anleggsmidler.....	54
6.1.4	Omløpsmidler	54
6.1.5	Kortsiktig gjeld	55
6.1.6	Langsiktig gjeld	55
6.2	Normalisering av resultatposter	55
6.2.1	Driftsinntekter.....	56
6.2.2	Driftskostnader	56
6.2.3	Valuta.....	56
6.2.4	Skatt	57
6.3	Nøkkeltall	57
6.3.1	Soliditet.....	58
6.3.2	Likviditet.....	59
6.3.3	Lønnsomhet.....	59
7	Beregning av avkastningskrav.....	61
7.1	Egenkapitalkostnad	61
7.1.1	Risikofri rente	61
7.1.2	Beta.....	62
7.1.3	Markedets risikopremie	63
7.2	Gjeldskostnad	63
7.3	Beregning av WACC.....	64
8	Prognoser for fremtiden	65
8.1	Salg.....	65
8.1.1	Nye varehus	65
8.1.2	Vekst i eksisterende varehus	66
8.1.3	Total salgsinntekt.....	67
8.2	Kostnader	68
8.2.1	Varekostnader	68
8.2.2	Lønnskostnader	69
8.2.3	Andre driftskostnader.....	69

8.3	Investeringer	69
8.4	Skattesats	71
8.5	Prognostiserte kontantstrømmer	71
8.6	Terminalverdi	72
8.7	Verdivurdering	73
9	Sensitivitetsanalyse	75
9.1	Scenario 1 - Ingen vekst	75
9.2	Scenario 2 - Høy vekst	76
9.3	Verdi ved ulike avkastningskrav	78
10	Konklusjon	79
	Referanseliste:	81
	Vedlegg	85

Figuroversikt

Figur 1 CAGR for sportsbransjen i Norge, Sverige og Finland (XXL ASA, 2014b).....	5
Figur 2 Omsetning 2007-2015	6
Figur 3 Vekst i ulike sektorer 2015 (Virke, 2016)	7
Figur 4 Utvikling i markedsandeler 2007-2015 (Sportsbransjen, 2015).....	7
Figur 5 Omsetning Sverige	8
Figur 6 Markedsandel Sverige (XXL ASA, 2014b).....	8
Figur 7 Markedsandel Finland	9
Figur 8 Aksjekursutvikling XXL ASA	10
Figur 9 Butikkonsept.....	11
Figur 10 Fri kontantstrøm til totalkapitalen	19
Figur 11 Porters fem krefter (Porter, 1980).....	26
Figur 12 Rammeverk Strategisk analyse.....	41
Figur 13 Historisk selskapsskatt.....	46
Figur 14 BNP pr. innbygger 2015	47
Figur 15 Historisk arbeidsledighet	47
Figur 16 Omgruppering av balanse	53
Figur 17 Gjeldsgrad XXL, Gresvig, Stadium og Intersport.....	58
Figur 18 Egenkapitalprosent XXL, Gresvig, Stadium og Intersport.....	59
Figur 19 Likviditetsgrad 1 XXL, Gresvig, Stadium og Intersport.....	59
Figur 20 Totalkapitalrentabilitet XXL, Gresvig, Stadium og Intersport.....	60
Figur 21 Rentebane Styringsrente i Norge (Norges Bank, 2016a).....	62

Tabelloversikt

Tabell 1 Oppsummering Porters Five Forces.....	45
Tabell 2 Oppsummering PESTEL.....	49
Tabell 3 Oppsummering VRIO	52
Tabell 4 Omgruppert balanse	55
Tabell 5 Historiske resultater	57
Tabell 6 Prognose antall nye varehus.....	66
Tabell 7 Prognose vekst i eksisterende varehus	67
Tabell 8 Gjennomsnittlig omsetning pr. nye varehus.....	67
Tabell 9 Prognose totale salgsinntekter.....	68
Tabell 10 Prognose bruttomargin	68
Tabell 11 Prognose varekostnad.....	68
Tabell 12 Prognose lønnskostnader.....	69
Tabell 13 Prognose andre driftskostnader	69
Tabell 14 Balanseposter i % av salgsinntekter	70
Tabell 15 Prognose Investert Kapital og investeringer	71
Tabell 16 Prognose effektiv skattesats	71
Tabell 17 Prognoser 2016-2023	72
Tabell 18 Input Terminalverdi	73
Tabell 19 Verdivurdering	74
Tabell 20 Prognose Scenario 1 - null vekst.....	75
Tabell 21 Verdivurdering - Ingen vekst	76
Tabell 22 Prognose Scenario 2 - Høy vekst	77
Tabell 23 Verdivurdering - Høy vekst	77
Tabell 24 Verdi ved ulike WACC.....	78

1 Innledning

1.1 Bakgrunn for oppgaven

XXL ASA (heretter bare XXL) åpnet opp sin første sportsbutikk i NAF-huset i Oslo i 2001. Siden den gang har selskapet hatt en enorm vekst. Ifølge den internasjonale bransjeorganisasjonen Sporting Goods Intelligence var XXL den sportskjeden som hadde størst vekst i hele verden i 2013, med en vekst på 29,3 % (Finansavisen, 2014). Ved utgangen av 2015 har XXL etablert til sammen 52 butikker. De har ekspandert sin virksomhet fra Norge, videre til Sverige og senest også Finland. I 2014 ble de den største sportskjeden i Norden, målt i omsetning. XXL har også langsiktige planer om etablering av butikker i Sveits, Østerrike og Sør-Tyskland. Dette er markeder som på mange måter er sammenlignbare med de nordiske markedene, og de representerer muligheter for videre vekst. De nordiske markedene virker heller ikke helt mettet enda. Da XXL åpnet sin 53. butikk i Harstad 6. mai 2016 estimerte de at over 20 000 stk. var innom butikken på åpningsdagen (Olsen, 2016). Det virker derfor å være muligheter for videre vekst også her.

XXL har klart å skape et konsept som gir en stor konkurransefordel sammenlignet med sine konkurrenter. XXL omsetter i snitt for ca. 135 millioner NOK pr. butikk i Norge. Snittet for deres konkurrenter ligger et sted mellom 10-15 millioner NOK (XXL ASA, 2014b). Dette sier noe om hvorfor de har fått den posisjonen de har i dag.

I oktober 2014 ble selskapet notert på Oslo Børs. Aksjekursen har i løpet av den tiden hatt en betydelig meravkastning sammenlignet med børsindeksen. Aksjen blir ofte omtalt som en folkeaksje, grunnet at ca. 7 av 10 investorer er småsparere (Kleppe, 2014). Det er derfor interessant å verdsette selskapet for å analysere om markedet har priset selskapet for høyt, og for å se hvor mye vekst som er priset inn i aksjen.

1.2 Formål og Problemstilling

Oppgavens formål er å beregne den fundamentale markedsverdien av egenkapitalen i XXL ASA. Den beregnes med å estimere fri kontantstrøm til totalkapitalen, med bakgrunn i regnskapsanalyser og en strategisk analyse av interne og eksterne forhold. Problemstillingen for oppgaven blir derfor som følger:

Hva er verdien av egenkapitalen i XXL ASA, per 10.mai 2016?

XXL har som nevnt opplevd en enorm vekst siden oppstarten. De har også store planer om videre vekst, både i Norden og i Mellom-Europa. Vekst er en viktig faktor i verdivurderingen av et selskap. Det vil derfor være interessant å se hvordan ulike vekstscenarier påvirker verdsettelsen av selskapet. Derfor utledes det i tillegg til problemstillingen, to forskningsspørsmål som oppgaven ønsker å svare på.

Forskningsspørsmålene er som følger:

1. Hvilke vekstforutsetninger ligger til grunn for verdsettelsen av selskapet i aksjemarkedet?
2. Hvor sensitiv er verdien for endringer i vekstforutsetningene?

Disse vil forsøkes svart på ved å verdsette selskapet i en modell uten vekst i salgsinntekter fra 2017. Denne verdien sammenlignes så med verdsettelsen av selskapet i aksjemarkedet. En slik verdivurdering vil kunne gi svar på hvor stor del av aksjeprisen som stammer fra vekstforventninger. Det vil også estimeres et scenario der vekstforutsetningene settes høyere enn prognostisert, for å se hvordan vekst påvirker verdien i positiv retning, og for å se hvor sensitiv verdivurderingen vil være med tanke på endringer i vekstvariabelen.

1.3 Avgrensning

Formålet med denne oppgaven er som nevnt å estimere verdien av XXLs egenkapital, og sammenligne denne opp mot børsverdien på selskapet. Oppgaven vil derfor begrenses til et investorperspektiv. Analysen vil være relevant for potensielle nye kjøpere av selskapets aksjer og nåværende investorer. Oppgaven baserer seg på data innhentet gjennom sekundærkilder som er tilgjengelig for allmenheten. Dette omfatter blant annet årsrapporter, regnskaper og selskapspresentasjoner. All informasjon er samlet inn før 10.mai 2016, og informasjon etter denne dato er derfor ikke tatt høyde for. Oppgaven begrenses derfor til denne datoen, og det vil dermed bli verdsettelsestidspunktet.

1.4 Oppgavens struktur

Oppgaven starter med et innledningskapittel, der bakgrunnen for oppgaven forklares og problemstilling utredes. Deretter presenteres XXL som selskap i kapittel 2. Det vil også bli gitt et kort beskrivelse av sportsbransjen på generelt grunnlag i de markedene XXL opererer i, samt XXLs nærmeste konkurrenter. I kapittel 3 vil det gjøres rede for det teoretiske fundamentet for oppgaven. Her presenteres ulike verdsettelsesmetodikker, før modellen valgt for denne oppgaven utredes mer i dybden. Teorikapittelet vil også inneholde teori rundt den strategiske analysen. Kapittel 4 vil omhandle metoden for datainnsamlingen. I og med at dette er en oppgave som baserer seg på sekundærdata, vil dette kapittelet være forholdsvis kort.

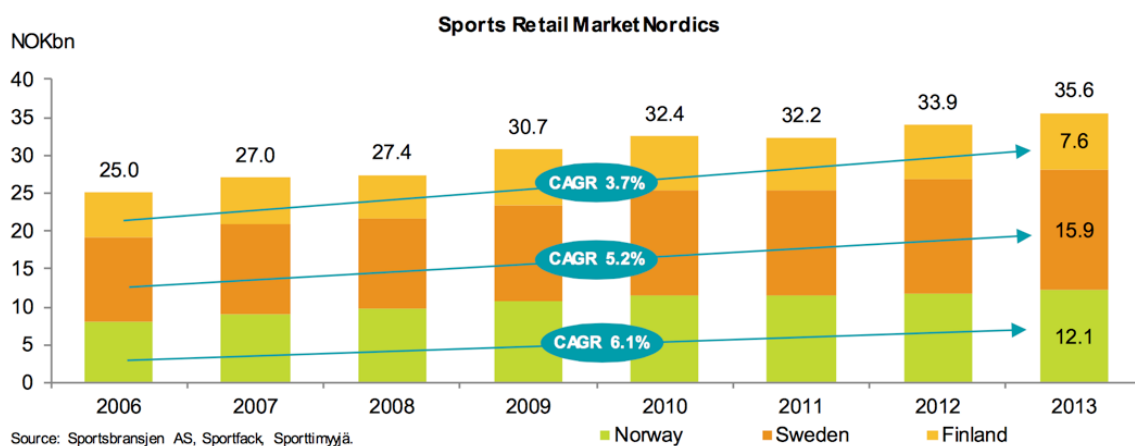
I kapittel 5 vil det gjennomføres en intern og en ekstern strategisk analyse. Disse vil danne et utgangspunkt for å kunne si noe om XXLs konkurranseposisjon og profittmulighetene i sportsbransjen på lengre sikt. Det vil igjen ha betydning for forutsetningene som velges i fremtidsprognosene. Den strategiske analysen vil ha en kvalitativ tilnærming. Deretter vil det i kapittel 6 gjennomføres en kvantitativ regnskapsanalyse av innhentet data. Regnskapene blir omgruppert og reorganisert for å tilpasses et investorperspektiv. Historiske regnskap renses for engangshendelser, før historiske nøkkeltall analyseres. Tallene herfra vil også danne utgangspunkt for verddivurderingen av selskapet. I kapittel 7 bergenes avkastningskravet for selskapet. Deretter presenteres forutsetningen for prognosene i kapittel 8. Disse vil være basert på regnskapsanalysen og den strategiske analysen gjennomført tidligere i oppgaven. Prognosene danner utgangspunkt for verddivurderingen av egenkapitalen som gjøre i slutten av kapittel 8. Til slutt vil det gjennomføres en sensitivitetsanalyse i kapittel 9 for å se hvor sensitiv verdiberegningen er for endringer i ulike variabler. Til slutt konkluderes oppgaven i kapittel 10.

2 Selskap- og bransjebeskrivelse

XXL er et handelsforetak som selger sports- og fritidsutstyr. I dette kapittelet vil det først gis en kort presentasjon av sportsbransjen i de tre markedene XXL driver virksomhet i dag. Deretter vil det gis en presentasjon av XXL, deres historie, deres forretningsvirksomhet og deres konkurrenter.

2.1 Sportsbransjen

Sportsbransjen er i motsetning til mange andre bransjer ikke veldig konjunkturavhengig, som blant annet vises ved veksten bransjen har hatt de siste 10 årene. Selv under finanskrisen opplevde bransjen god vekst. Figuren under viser samlet omsetning pr. år i de tre markedene XXL driver virksomhet i (XXL ASA, 2014b). Figuren viser CAGR (Compound Annual Growth Rate) for sportsbransjene i Norge, Sverige og Finland. CAGR viser en gjennomsnittlig årlig vekstrate. Figuren viser at det har vært en sammenhengende vekst i samlet omsetning i de tre landene siden 2006. Norge hatt den sterkeste veksten i perioden, etterfulgt av Sverige, men også Finland har opplevd en gjennomsnittlig årlig vekst hele perioden.

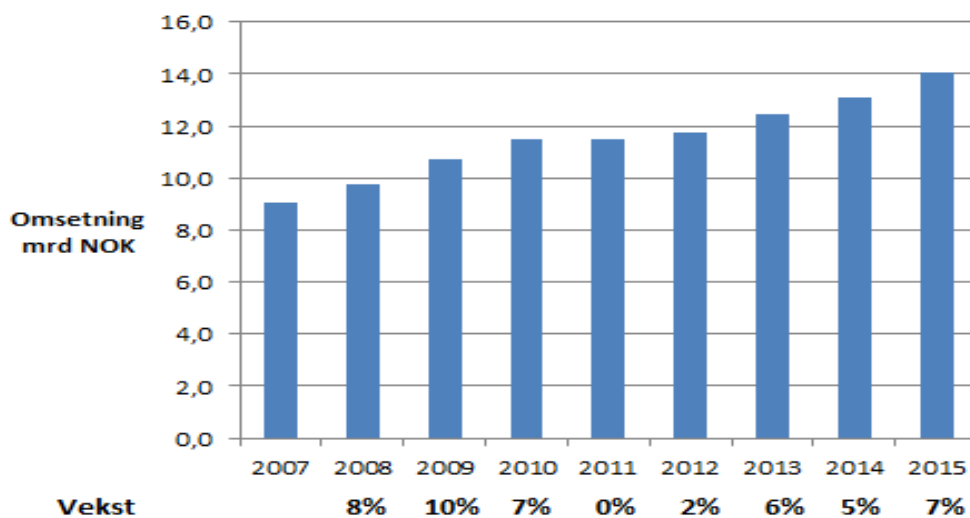


Figur 1 CAGR for sportsbransjen i Norge, Sverige og Finland (XXL ASA, 2014b)

Markedene i Norden er preget av fire årstider, det er derfor ulike sesonger for salg av sportsutstyr. Det medfører at sportskjedene må gjøre store utskiftninger i varelageret flere ganger pr. år. Da må store deler av varesortimentet fornyes for å møte behovene de ulike årstidene fører med seg. Etterspørselen etter sesongspesifikt utstyr er derfor veldig væravhengig, noe som kan påvirke omsetningen både i positiv og negativ retning.

2.1.1 Norge

Norge er det landet i verden hvor det selges mest sportsutstyr pr. innbygger, og ifølge Sporting Goods Intelligence selges det mer enn tre ganger gjennomsnittet i Europa (Sportsbransjen, 2015). Omsetningen i 2015 økte med 950 millioner NOK, som gir en vekst på 7,2% fra 2014. Figuren under viser omsetningsveksten i bransjen i Norge siden 2007. Det har vært en vekst på over 5 % i seks av åtte år.



Figur 2 Omsetning 2007-2015

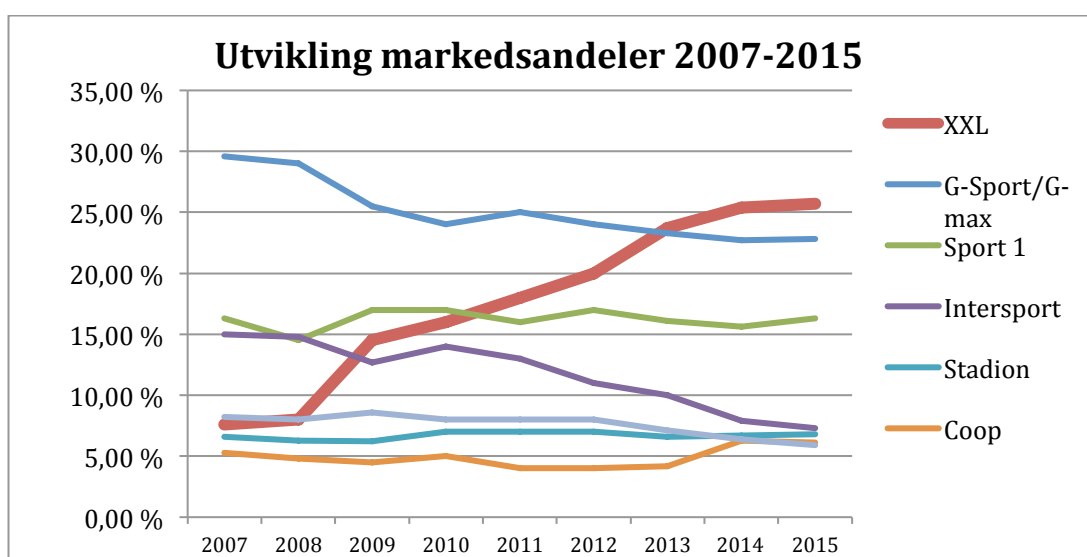
I 2015 var sportsbransjen den gruppen innenfor varehandelen med sterkest vekst. Det er et tydelig skille mellom veksten i sportsbransjen, og veksten i klær og sko, noe som tyder på at sportsbransjen stjeler markedsandeler fra disse bransjene (Sportsbransjen, 2015).

Hovedorganisasjonen Virke peker på sterk vekst i nye produktkategorier som en av driverne bak den sterke veksten (Virke, 2016). Dette omfatter blant annet salg av el-sykler, og kompresjonsutstyr til trening. Figur 3 viser veksten i varehandelen for 2015 fordelt på ulike undergrupper.



Figur 3 Vekst i ulike sektorer 2015 (Virke, 2016)

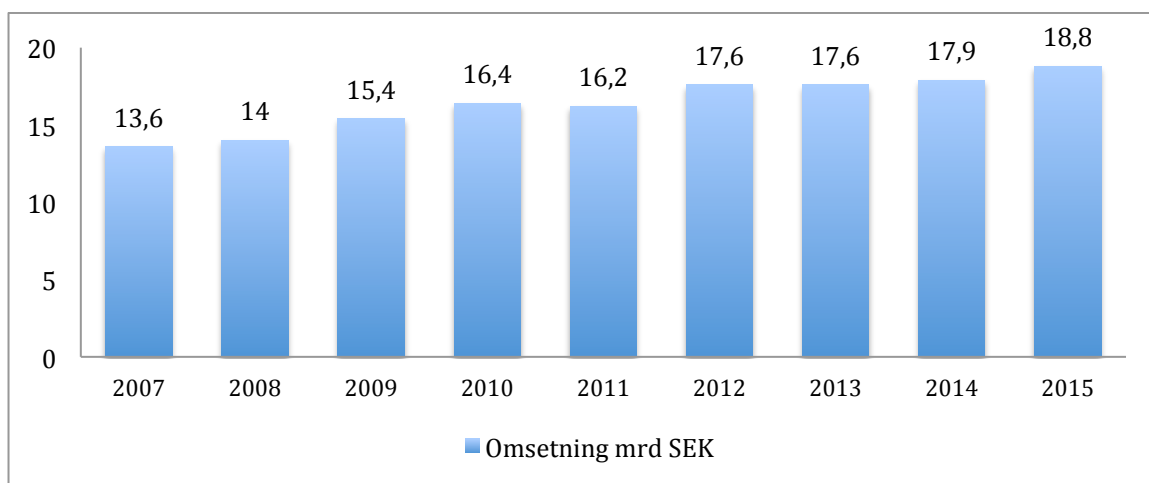
Et særtrekk ved den norske sportsbransjen er den sterke kjedestrukturen, hele 91% av omsetningen kommer fra kjedebutikker, noe som ingen andre land er i nærheten av (Sportsbransjen, 2015). Utvikling i markedsandelene til de ulike kjedene vises i figuren under. De fleste kjedene har opplevd en negativ utvikling i markedsandeler de siste årene, som en følge av XXLs sterke vekst.



Figur 4 Utvikling i markedsandeler 2007-2015 (Sportsbransjen, 2015)

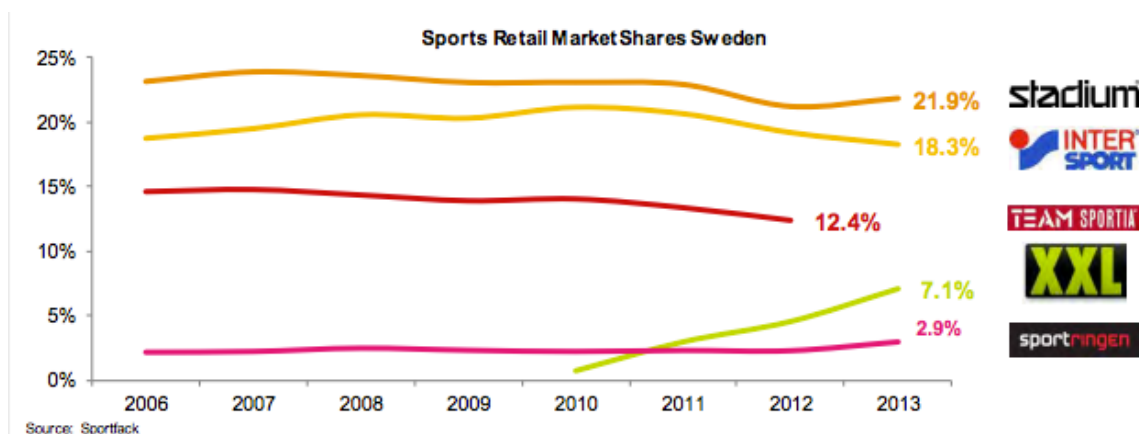
2.1.2 Sverige

Sportsbransjen i Sverige har opplevd en noe lavere vekst enn den norske de siste årene, men 2015 ble et godt år med en vekst på 5,3%. Dette på tross av en dårlig julehandel grunnet sent snøfall, som førte til lavere omsetning enn normalt i desember (Willners, 2016). Årlig omsetning er illustrert i figur 5.



Figur 5 Omsetning Sverige

Den svenske bransjen har vært preget av tre sterke kjeder de siste årene, Stadium, Intersport og Team Sportia. De tre har på det meste har hatt nesten 60 % av markedet til sammen. XXL har kjøpt tatt markedsandeler etter at de åpnet sin første butikk her i 2010, og har pr. 2015 ca. 20% markedsandel i den svenske markedet.

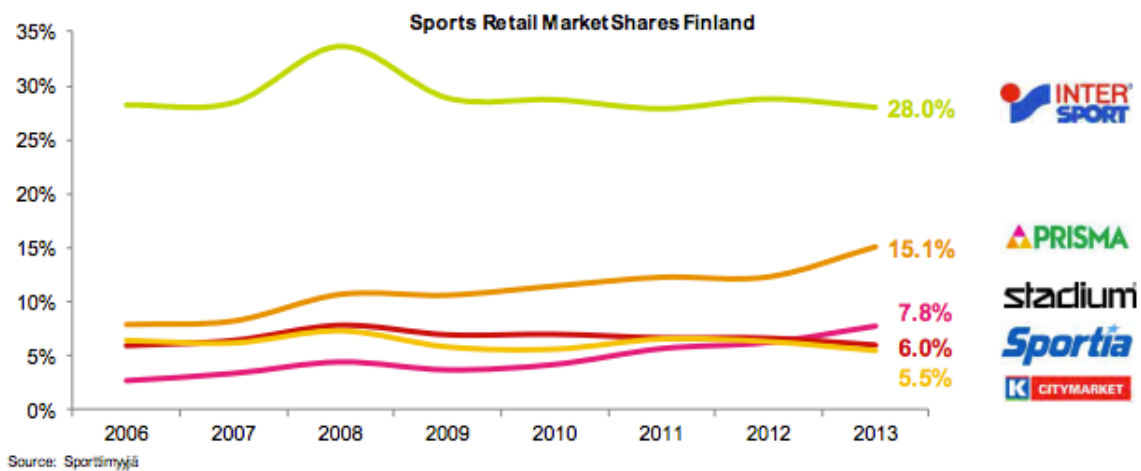


Figur 6 Markedsandel Sverige (XXL ASA, 2014b)

2.1.3 Finland

Det finske markedet har hatt noe lavere vekst de siste 10 årene grunnet tøffere makroøkonomiske forhold. I likhet med Norge og Sverige er det også her sterke kjedestrukturer, men det er en større grad av uavhengige butikker her enn i Norge og Sverige. Intersport har vært den dominerende aktøren med en markedsandel på rundt

30%. XXL åpnet opp sin første butikk i Finland i 2014, og ved utgangen av 2015 har de etablert tilsammen 8 butikker. De har en markedsandel pr. 2015 på vel 10%.



Figur 7 Markedsandel Finland

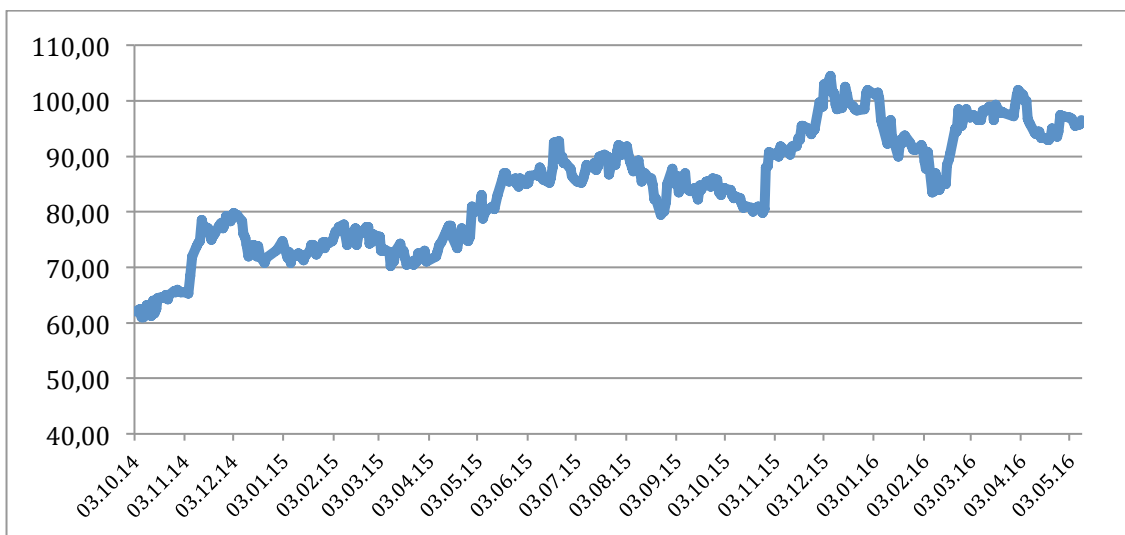
2.2 XXL ASA

2.2.1 Historie

XXL ble grunnlagt i år 2000 av Øyvind Tidemandsen, som også fikk med seg sin bror Tore Tidemandsen på laget. De hadde begge erfaring fra Elkjøp-systemet, der de hadde hatt stor suksess med store varehus, kjente merkevarer og lave priser. De så at disse stordriftsfordelene var mulig å overføre til andre bransjer, og sportsbransjen blinket seg da ut (Nissen-Meyer, 2014). Gjennom egen analyse kom de fram til at det var mange grossister og importører som tjente mye penger i sportsbransjen. Kjeden hadde derimot høye kostnader og tjente lite penger. De så derfor store muligheter.

De valgte bevisst å satse på kjente merkevarer, der kundene allerede forstod prisen og kvaliteten. De var også sin egen innkjøper og grossist fra starten av. XXL åpnet sin første butikk i NAF-huset i Oslo i 2001. Butikken var på daværende tidspunkt Norges største sportsbutikk med sine ca. 3500 kvadratmeter (Halvorsen, 2015). I perioden frem til 2005 åpnet de seks varehus i store norske byer. De fortsatte veksten i høyt tempo og i løpet av vintersesongen 2008-2009 åpnet de seks butikker på et halvt år (XXL ASA, 2016a). I 2013 oppnådde de høyest markedsandel i bransjen i Norge, en posisjon de har innehatt siden.

I 2010 kjøpte det svenske oppkjøpsfondet EQT ca. 65% av selskapet for omkring 1,6 milliarder NOK. De hadde en investeringshorisont på ca. 5 år. Deres exit-plan var foranledningen til at XXL ble børsnotert 3.oktober 2014. Aksjen ble notert på Oslo Børs, med en markeds kapitalisering på 8 milliarder NOK og en pris pr. aksje på 58 NOK. EQT begynte nedsalget av sin eierandel ved børsnoteringen. I september 2015 hadde de solgt seg helt ut av selskapet, etter å nesten ha firedoblet sin opprinnelige investering (Ekeseth, 2015). Tidemandsen-brødrene kontrollerer fortsatt 24,7% av aksjene i XXL gjennom sitt selskap Dolphin Management, og er største aksjonær pr. 10.mai 2016. Figuren under viser aksjekursutviklingen siden aksjen ble notert. Aksjen har hatt en jevn stigning hele tiden, og blir ofte omtalt som en «folkeaksje», da 7 av 10 aksjonerer i selskapet er småsparere (Kleppe, 2014). Aksjekursen pr. 10.mai 2016 er på kr. 96, som gir en markeds kapitalisering på ca. 13,3 milliarder NOK.



Figur 8 Aksjekursutvikling XXL ASA

Pr. 10 mai 2016 har XXL etablert 53 varehus i Norge, Sverige og Finland. De fortsetter å vokse i disse tre landene, men på sikt vil det være begrensninger for hvor mye de kan vokse videre i Norden. De har derfor begynt å lete etter nye områder for etablering. I løpet av 2016 vil de lansere netthandelsbutikk i Danmark (XXL ASA, 2016b). De har også snakket om mulighetene for etablering i Mellom-Europa. Konsernsjef Fredrik Steenbuch sier at markedene i Sør-Tyskland, Østerrike og Sveits minner mye om de nordiske markedene. De har fire årstider, og har kvalitetssøkende kunder som ønsker god service og gode priser (M. Dahl, 2015). XXL har analysert konkurransesituasjonen der og de mener de ikke finnes noen konsepter som er lik deres. Ifølge en rapport fra

konsulentselskapet Boston Consulting Group blir det hvert år omsatt sportsutstyr for ca. 10 mrd EURO i dette området(Vosgraff, 2016). Dette er omtrent det dobbelte av hva det omsettes for i de tre nordiske landene til sammen. Det bor ca. 40 millioner mennesker i dette området, som er det dobbelte av landene i Norden. Det kan derfor være store muligheter her. XXL har ikke vedtatt noe angående dette enda og konsernsjefen sier en eventuell oppstart tidligst kan finne sted i 2017-2018(M. Dahl, 2015).

2.2.2 Forretningskonsept og verdikjede

”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” - Grunnlegger Øyvind Tidemanden til Næringslivsavisen E24 (Nissen-Meyer, 2014).

XXLs forretningskonsept handler i stor grad om stordriftsfordeler. Konseptet bygger som nevnt på erfaringer Tidemanden-brødrene hadde med seg fra Elkjøp-systemet. De åpner varehus på størrelse mellom 3000-5300 m². Gjennomsnittlig størrelse på varehusene er 3900 m². Alle varehus eies og drives av XXL, og de driver verken med joint-venture eller franchise. Utformingen på butikkene er veldig uniforme, og har du først besøkt en XXL-butikk vil du fort kjenne deg igjen i resten. Produktspekteret er stort og de tilbyr et alt under ett tak konsept, under slagordet *”All Sports United”*. Varehusene er organisert i seks undergrupper, også kalt butikk-i-butikk(shop-in-shop). Disse er som følger: 1) sport, helse og fitness; 2) sko; 3) sportsklær; 4) utendørs utstyr; 5) jakt; 6) ski/sykkel. Butikkkonseptet er illustrert i figuren under(XXL ASA, 2016c).



Figur 9 Butikkkonsept

Få og store varehus, kombinert med sentraliserte innkjøp- og grossistlager har gjort det mulig maksimere logistisk effektivitet, som igjen er med på å presse kostnadene og prisene ned. XXL har to fullt automatiserte sentrallager, ett på Gardemoen i Norge, og ett i Örebro i Sverige. Dette har vært et viktig ledd i deres multikanal-strategi som i tillegg til butikkdrift også omfatter internettsalg. XXL har egen nettsider i alle de tre nordiske landene de driver virksomhet i, og bruker deres sterke merkenavn for å kapre markedsandeler også her. Multikanal-strategien innebærer at kunder kan handle produkter i nettbutikken, og både hente, bytte eller levere tilbake varer i nærmeste varehus.

Det at XXL leier alle varehusene sine har medført lave investeringer, som igjen har gjort det mulig å vokse i raskt tempo.

2.2.3 Konkurrenter

Her vil det gis en kort presentasjon av noen av de største konkurrentene til XXL i de markedene de er etablert i dag. XXLs konkurrenter består av andre sportskjeder, spesialistforretninger, klesbutikker som selger sportsklær, og nettbutikker. Veksten i internetthandelen vokser raskere enn bransjen generelt, ca.20 % mot 7,2 %, i følge tall fra Sportsbransjen (2015). Det anslås at netthandelen står for mellom 10-15% av total omsetning pr. 2015, et tall som forventes å øke i årene fremover. Butikker som kun fokuserer på netthandel kan derfor bli større konkurrenter for XXL på lengre sikt.

Gresvig

Gresvig eier, utvikler og driver kjedekonseptene G-Max, G-Sport og Intersport i Norge. De har pr. 2015 ca. 250 butikker(Gresvig, 2016). Figur 4, tidligere i oppgaven, viser at G-Sport tidligere har vært den største kjeden i Norge, med en markedsandel på ca. 30 %. De siste 10 årene har de tapt markedsandeler. Om du derimot inkluderer alle tre kjedene Gresvig kontrollerer er de fortsatt størst i Norge pr. 2015. Som et svar på konkurransen fra XXL etablerte Gresvig i 2010 G-Max. Det er et lignende varehus som XXL, med stort utvalg og rimeligere priser. Gresvig satser også på kjente merkevarer, men produserer og selger også egne merkevarer. Kjeden sliter med å tjene penger, grunnet for høye kostnader og lave marginer.

Sport 1

Sport 1 er en norsk kjede som ble etablert på begynnelsen av 1990-tallet. Kjeden består i dag av ca. 200 franchise-butikker. Sport 1 fokuserer på fire fokusområder; ski, løp, sykkel og friluft(Sport 1, 2016). De har derfor mindre sortiment enn store varehus som XXL, og dermed også mindre butikker. De er tredje største kjede i Norge med en markedsandel på ca. 16 % i 2015.

Stadium

Stadium Sweden AB er Sveriges største sportskjede. De har pr. 2015 ca. 160 butikker, fordelt i Sverige, Finland, Danmark og senest også Tyskland. De har en markedsandel i Sverige på vel 20 %. I Finland har de 26 butikker. Stadium er som XXL sentralstyrt, og ingen butikker er franchiser. De har siden 2007 fokusert på å åpne større varehus for å kunne oppnå stordriftsfordeler. Til nå har de åpnet seks slike varehus. De tilbyr også netthandel i Sverige, Finland og Danmark. I 2014 åpnet de sin første butikk i Tyskland, og har pr. 2015 to butikker, begge lokalisert i Hamburg(Stadium, 2016).

Intersport

Intersport er en internasjonal sportskjede som holder til i 44 land. Butikkene er franchise-organisert og kjeden styres av ulike eiere i hvert enkelt land(Intersport, 2016). Som nevnt eier Gresvig kjeden i Norge. I Sverige og Finland er kjeden større enn i Norge. Intersport har henholdsvis ca. 20% og 30% markedsandel i Sverige og Finland. Kjeden sier de skal prioritere faglig rådgivning og service. De driver både meg selg av egne merkevarer, og salg av kjente merkevarer.

Sportamore

Sportamore er XXLs største konkurrent på netthandel. Selskapet ble etablert i 2010, og startet opprinnelig med salg kun i Sverige. De har etter hvert utvidet sin virksomhet til både Norge, Danmark og Finland. I følge tall fra Virke var Sportamore størst på internetthandel av sportsutstyr frem til 2015, da de ble forbigått av XXL(Virke, 2015). De fokuserer på kjente merkevarer til gode priser. Det at de ikke har fysiske butikker skal ifølge dem selv gi dem kostnadsfordeler mot konkurrentene. De har i sine fem første regnskapsår enda ikke levert positive tall på bunnlinjen.

3 Teoretisk fundament

I dette kapitlet vil det teoretiske fundamentet for oppgaven presenteres. Det vil først gis en kort presentasjon av ulike verdsettelsesmodeller, før det argumenteres for valg av verdsettelsesmodell for denne oppgaven. Fremgangsmåten for denne vil så presenteres mer i dybden. Deretter vil det presenteres teori rundt fastsettelse av avkastningskrav. Så vil det gjennomgås teori for den strategiske analysen, som har som formål å analysere både interne og eksterne forhold. Til slutt vil den strategiske analysen kobles mot verddivurderingen, for å vise hvordan de ulike forholdene påvirker verdien av et selskap.

3.1 Verdsettelsesmodeller

Det finnes mange modeller for å beregne verdien av et selskap. Felles for alle modellene er at de dels bygger på observerte fakta og dels på subjektive forutsetninger.

Verddivurdering er derfor ingen eksakt vitenskap der det er mulig å beregne en ”riktig” verdi (G. A. Dahl, 2010). Dette fører til at ulike parter kan komme frem til forskjellige verdier, selv ved bruk av samme metode. En god verdsettelse er avhengig av pålitelig informasjon og et godt datagrunnlag. For lite data eller feil i datagrunnlaget vil føre til at verdsettelsen blir feil. For å kunne beregne verdi av et selskap, er det nødvendig å gjennomføre en analyse av en rekke forhold knyttet til virksomheten, både for å kartlegge muligheter og for å avdekke risiko (Boye & Dahl, 2002).

Verdsettelsesmodeller kan deles inn i tre ulike grupper; *balansebaserte metoder*, *inntjeningsbaserte metoder* og *relativ prising/multippelbaserte metoder*.

Balansebaserte metoder tar utgangspunkt i en verdsettelse av selskapets eiendeler fratrukket gjeld (Boye & Dahl, 2002). Vanlige metoder er *matematisk verdi/bokført egenkapital*, *substansverdi/verdijustert egenkapital* og *likvidasjonsverdi*.

Matematisk verdi uttrykker regnskapsverdien av selskapets egenkapital basert på aksje- og regnskapslovens vurderingsregler. Denne fremgangsmåten har mindre interesse, grunnet aksje- og regnskapslovens regler basert på forsiktighets- eller laveste verdis prinsipp (Boye & Dahl, 2002).

Substansverdien av egenkapitalen er markedsverdien av egenkapitalen fratrukket gjeld. Den baserer seg på siste tilgjengelige balanse, som korrigeres for mer-/mindreverdier i selskapets eiendeler og gjeld. Det vil i mange tilfeller ikke eksistere et aktivt marked for et selskaps eiendeler, da vil verdiene erstattes av gjenanskaffelsesverdier for eiendelene justert for elde og verdiforringelse(Boye & Dahl, 2002). Substansverdi vil ofte representere laveste verdi en selger av et selskap kan akseptere.

Likvidasjonsverdien skal reflektere det teoretisk laveste beløp eierne av et selskap vil sitte igjen med om selskapets avvikles. Den kalles derfor også for realisasjonsverdi. Den tar også utgangspunkt i siste bokført egenkapital i balansen, som korrigeres for differansen mellom bokførte verdier og realisasjonsverdier for eiendeler og gjeld(Boye & Dahl, 2002).

Inntjeningsbaserte modeller tar utgangspunkt i hvilke kontantstrømmer et selskap kan forvente å generere i fremtiden. Verdien på nåværende tidspunkt er nåverdien av forventede fremtidige kontantstrømmer(Kaldestad & Møller, 2011). Inntjeningsbaserte metoder kan deles inn i *dividendemodeller*, *kontantstrømmodeller* og *superprofitt/residual-inntektsmodeller*.

Dividendemodeller tar utgangspunkt i hva et selskap betaler ut i utbytte(dividende). Nåverdien av alle fremtidige utbytter diskonteres ned til verdien på verdsettingstidspunktet. Modellen tyr ofte til en del forenklinger, da det ofte vil være veldig vanskelig å prognostisere alle fremtidige utbytter for et selskap(Boye & Dahl, 2002). Modellen har derfor begrenset bruksverdi.

Kontantstrømmodeller tar utgangspunkt i hvilke kontantstrømmer et selskap kan forvente å genere i fremtiden. Det må utarbeides prognoser for fremtidige kontantstrømmer, beregnes et avkastningskrav og diskontere dette tilbake til dagens verdi(Kaldestad & Møller, 2011). Slike modeller kan beregnes mot både egenkapitalen og totalkapitalen, men det har i nyere tid blitt mer og mer vanlig å beregne den mot totalkapitalen(G. A. Dahl, 2010). Når denne er beregnet trekkes netto rentebærende gjeld i fra for å finne egenkapitalens verdi. Sammenlignet mot andre metoder er kontantstrømmodeller mer tidkrevende, men i følge Boye og Dahl (2002) er et kjøp av et selskap ensbetydende med å kjøpe fremtidige kontantoverskudd. Det betyr at den korrekte metode for å beregne et

selskaps verdi er den kontantstrømbaserte. En undersøkelse blant Norges 500 største bedrifter viser også at denne er den prefererte metoden(Berg, Østeby, & Nesse, 2013).

Superprofittmetoden/residualinntekts-metoden baserer seg på prognosisterte fremtidige resultater i stedet for kontantstrømmer. Det berignes så estimert meravkastning, som er forskjellen mellom resultatet og et beregnet krav til avkastning. Differansen her utgjør det som kan kalles superprofitt, og nåverdien av denne summert med bokførte verdier utgjør verdien av selskapet(G. A. Dahl, 2010). Gitt like forutsetninger skal denne modellen gi samme verdi som en kontantstrømmodell. Forskjellen i modellene ligger i hvilke faktorer som forklarer verdien. I en kontantstrømmodell vil all verdi forklares med fremtidig inntjening, men i en residualinntektsmodell vil en del av verdien forklares med regnskapsstørrelser på verdsettelsestidspunktet(Koller, Goedhart, & Wessels, 2010).

Relativ prising/multippelbaserte metoder estimerer verdien av et selskap basert på hva sammenlignbare selskaper verdsettes for i markedet. Dette er enkle og raske metoder for å beregne verdien av et selskap, men kan også misbrukes når grunnleggende forutsetninger for riktig bruk av metoden ikke er tilstede(Dyrnes, 2004). Problemer oppstår når man ikke finner relevant sammenligningsgrunnlag. Det kan også oppstå problemer når man må korrigere for unormale poster både i selskapet som skal verdsettes, og sammenlignbare selskaper. Verdiberegningene blir derfor ofte unøyaktige, men kan brukes til grove sammenligninger(Kaldestad & Møller, 2011).

3.1.1 Valg av verdsettelsesmodell

Som visst i kapittel 3.1 finnes det et stort utvalg av verdsettelsesmodeller, men de fleste verdsettelsesmodeller er avledninger av kontantstrømmetoden, denne bør derfor være utgangspunktet for en verdsettelse(Kaldestad & Møller, 2011). Boye og Dahl (2002)sier at den korrekte metoden for beregning av et selskaps verdi er den kontantstrømbaserte metoden, fordi verdien av et selskap er verdien av fremtidige kontantoverskudd. Berg m.fl. (2013) har undersøkt bruken av investeringsanalysemetoder i 500 norske selskaper, og funnet ut at nåverdien av fremtidige kontantstrømmer er den mest brukte. Koller m.fl. (2010) fokuserer på to metoder som de hevder er de mest brukte modellene, kontantstrømmodellen og økonomisk profitt/residualinntekt. De sier videre at kontantstrømmodellen er den foretrukne blant praktikere og akademikere, fordi den kun

avhenger av strømmen av penger inn og ut av selskaper, i stedet for regnskapsbasert inntjening. Begge modellene skal imidlertid komme frem til samme verdi, og har komplementære fordeler, slik at begge modellen bør brukes i en verdivurdering.

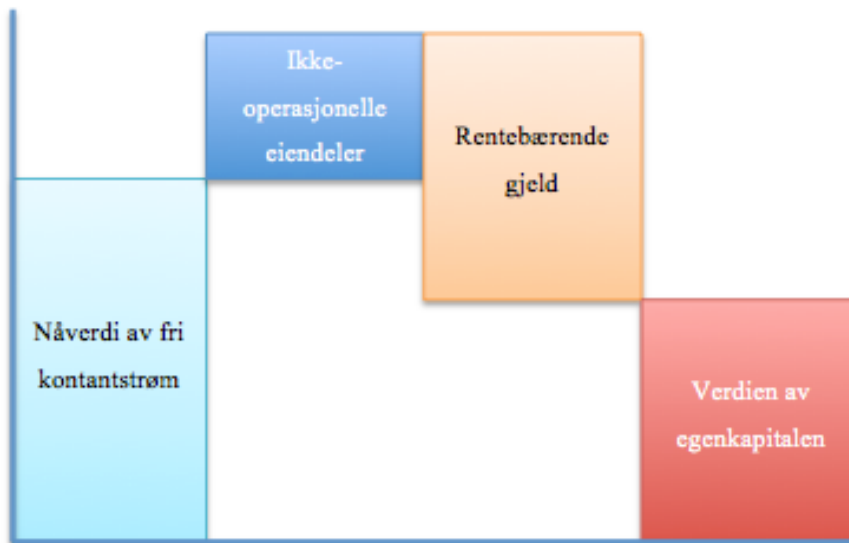
Kontantstrømmetoden er en arbeidskrevende metode, og resultatene er svært sensitive ovenfor viktig input som inntjeningsvekst, marginer og avkastningskrav (Kaldestad & Møller, 2011). Verdivurderinger er derfor forbundet med stor usikkerhet. Det kan derfor være fornuftig å kontrollere resultatene ved bruk av alternative metoder. Usikkerheten tilsier at man bør gjennomføre sensitivitetsanalyser, der man endrer driftsmarginer, vekstforutsetninger og avkastningskrav (Boye & Dahl, 2002).

På bakgrunn av diskusjonen ovenfor velges *fri kontantstrømmodellen* for verdsettelsen i denne oppgaven. Denne beregnes til totalkapitalen, for så å trekke fra rentebærende gjeld og finne verdien av egenkapitalen. Det vil så gjennomføres en sensitivitetsanalyse for å se hvordan ulike forutsetninger påvirker verdien, spesielt med tanke på vekstforutsetningene og avkastningskravet. De ulike stegene i fri kontantstrøm til totalkapitalen forklares i neste delkapittel.

3.2 Fri kontantstrøm til totalkapitalen

Fri kontantstrøm fra til totalkapitalen representerer fri kontantstrøm til alle investorer, både eiere av egenkapital og gjeld. Denne må derfor diskonteres med en vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC), som representerer et samlet avkastningskrav for eiere av egenkapital og gjeld. Koller m.fl. (2010) beskriver fri kontantstrøm til totalkapital modellen som en 4-steps prosess, som også er illustrert i figur 10:

1. Verdsette driften med å diskontere den frie kontantstrømmen med en vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC)
2. Verdsette ikke-operasjonelle eiendeler
3. Verdsette gjelden
4. 1 + 2 utgjør det som kalles *Enterprise Value* (EV), gjelden trekkes så fra denne verdien for å finne verdien av egenkapitalen.



Figur 10 Fri kontantstrøm til totalkapitalen

De neste delkapitlene vil nå gå igjennom de ulike trinnene i verdsettelsen beskrevet i Koller m.fl. (2010).

3.2.1 Reorganisering av regnskapene

For å kunne foreta en regnskapsanalyse er det nødvendig å reorganisere regnskapstallene. Balansen i de originale regnskapene er etter dagens regnskapsprinsipper kreditororientert, den fokuserer på likviditeten til eiendeler og forfallstiden på gjeld (Kaldestad & Møller, 2011). Resultatregnskapet blander også sammen tall fra drift og finansiering. Tall som ROIC (return on invested capital) og FCF (fremtidige kontantstrømmer) kan ikke leses direkte av regnskapene. ROIC og FCF skal måle verdiskapningen på den operasjonelle kapitalen, også kalt *investert kapital*. Regnskaper blander operasjonelle og ikke-operasjonelle verdier. Det er derfor nødvendig å reorganisere regnskapene for å skille mellom operasjonelle deler, ikke-operasjonelle deler og finansieringsstruktur.

Reorganiseringen fører til at vi får to nye begreper, *investert kapital* og *NOPLAT* (*net operating profit less adjusted taxes*). Investert kapital representerer investeringskapitalen som kreves for å drifte selskapet, uten å skille mellom hvordan kapitalen er finansiert. Investert kapital kan også kalles sysselsatt kapital (Kaldestad & Møller, 2011). Investert kapital er operasjonelle eiendeler fratrukket operasjonell gjeld. NOPLAT representerer driftsresultatet generert fra selskapets investerte kapital, til alle investorer, fratrukket

skattekostnad. NOPLAT kalkuleres ved å trekke skattekostnad fra driftsresultatet (EBITA). Driftsresultatet skal korrigeres for poster som ikke stammer fra operasjonelle aktiviteter, og poster som kan karakteriseres som ”engangs hendelser”. Dette finnes normalt ved en gjennomgang av et regnskaps fotnoter. Man får dermed et normalisert driftsresultat, som brukes i prognosene.

Når omgrupperingen er gjennomført brukes de nye tallene til å kalkulere FCF, som er basis for verdsettingen. FCF beregnes som følger:

$$FCF = NOPLAT - \text{netto investeringer}$$

Netto Investeringer er økningen i investert kapital fra et år til det neste:

$$\text{Netto investeringer} = \text{Investert kapital}_{t+1} - \text{Investert kapital}_t$$

3.2.2 Analyse av historiske resultater

Målet med regnskapsanalysen av historiske resultater er å vise hva et selskapet har oppnådd tidligere, som gir en historisk plattform for verdsettelsen. Det er viktig å fokusere på det Koller m.fl. (2010) definerer som nøkkelfaktorer for verdiskapning; salgsvekst, ROIC og FCF. Forståelsen av hvordan disse har utviklet seg historisk er viktig for å kunne utarbeide så riktige prognoser som mulig om fremtiden.

Analysen bør starte med å analysere ROIC, både med og uten goodwill. ROIC med goodwill måler et selskaps evne til å skape verdi utover betale oppkjøpspremier. ROIC uten goodwill er bedre egnet til å sammenlignet mot konkurrenter. ROIC bergenes som følger:

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{\text{Investert kapital}}$$

Deretter bør driverne for vekst analyseres, for å finne ut hvor veksten i selskapet stammer fra. Vekst kan stamme fra organisk vekst, nyetableringer, oppkjøp, valutaeffekter, m.m.. Driverne bak veksten forteller hvilke forutsetninger man bør ta høyde for i prognosene.

Det kan også være hensiktsmessig å analysere historiske nøkkeltall som soliditet og likviditet, og se hvordan disse har utviklet seg over tid.

3.2.3 Prognostisering av vekst i omsetning, avkastning og fri kontantstrøm

Neste steg i prosessen er å prognostisere fremtidig omsetningsvekst, avkastning og fri kontantstrøm. Dette gjøres med bakgrunn i regnskapsanalysen av historiske tall. En strategisk analyse vil også kunne si noe om drivere bak fremtidig vekst (Kaldestad & Møller, 2011). De første årene av prognosen bør så mye som mulig prognostiseres. På middels lang sikt (5 til 10 år) vil helt nøyaktige prognoser være umulig, det bør derfor fokuseres på de viktigste faktorene for verdiskapning; bruttomarginer fra drift, effektiv skattesats og omsetningsvekst. Alle prognostiserte kontantstrømmer diskonteres så ned til dagens verdi ved bruk av WACC.

I følge Petersen og Plenborg (2012) bør prognoseperioden for vekstselskaper med betydelig høyere vekst enn normalen være lengre enn for modne selskaper med lavere vekstrate. En forutsetning for beregning av restverdi er at vekstraten er konstant, selskapet må derfor være kommet i det som kalles ”steady state”.

3.2.4 Beregning av restverdi

Når et selskap er kommet i ”steady state” har omsetningsveksten stabilisert seg. Det er ofte også så mange år frem i tid at det er vanskelig å lage detaljert prognoser. Det brukes da en formel for å beregne restverdien av alle fremtidige kontantstrømmer fra dette tidspunktet og til ”evigheten”. Formelen fra Koller m.fl. (2010) består av NOPLAT, WACC, ROIC, og vekst (g).

$$Restverdi_t = \frac{NOPLAT_{t+1} (1 - \frac{g}{ROIC})}{WACC - g}$$

Det er viktig å nøye vurdere estimatene på variablene i formelen, da verdien av restleddet ofte forklarer en stor del av den totale verdien på selskapet. NOPLAT bør baseres på et normalisert nivå på inntekter, marginer og avkastning. Avkastningen bør også normalt være konsistent med forventet avkastningen i bransjen. Kun selskaper med varige konkurransefortrinn kan være i stand til å opprettholde unormal høy avkastning over tid.

På lang sikt er det også vanskelig å opprettholde en høyere veksttakt enn økonomien som helhet.

Restverdien som beregnes må diskonteres ned til dagens verdi ved bruk av WACC. Nåverdien av restverdien legges så sammen med nåverdien av prognostiserte kontantstrømmer i prognoseperioden, for å beregne den totale nåverdi av fri kontantstrøm fra drift.

3.2.5 Identifisering og verdsetting av ikke-operasjonelle eiendeler

Et av målene med omgrupperingen av balansen er å identifisere ikke-operasjonelle eiendeler. Dette er eiendeler som har verdi for selskapet og aksjonærene, men kontantstrømmene fra disse stammer ikke fra kjernedriften av selskapet. Disse må derfor verdsettes separat. Ikke-operasjonelle eiendeler kan være overskuddslikviditet utover nødvendig arbeidskapital, eiendom eller maskiner som ikke benyttes i driften, verdipapirer, m.m.. Disse må estimeres til markedsverdier og legges til nåverdien av kontantstrømmene. Bokførte verdier vil i følge Kaldestad og Møller (2011) ofte være et godt estimat på virkelig verdi på poster som ligger utenfor den sysselsatte kapitalen.

3.2.6 Verdsetting av rentebærende gjeld

Siste steg i prosessen er å verdsette rentebærende gjeld. Denne skal trekkes fra nåverdien av kontantstrømmene og de ikke-operasjonelle eiendelene, for å finne det som Koller m.fl. (2010) definerer som *Enterprise Value (EV)*. Rentebærende gjeld trekkes så fra denne verdien for å finne verdien av egenkapitalen. Den rentebærende gjelden som trekkes fra skal normalt være den samme som benyttes for å beregne selskapets avkastningskrav (WACC)(Kaldestad & Møller, 2011). De vanligste formene for rentebærende gjeld er banklån og obligasjonslån. Disse skal verdsettes til markedsverdi. Normalt er denne lik bokført verdi, men avvik kan oppstå på grunn av fastrentelån, valutalån eller endringer i et selskaps kredittrating. Opplysninger om gjeldsposter finnes normalt i notene til regnskapene. Om avvik forekommer må det gjøres egne beregninger på markedsverdien av gjelden.

3.3 Avkastningskrav

For å kunne diskontere ned verdien av fremtidige kontantstrømmer er det nødvendig å beregne et avkastningskrav til totalkapitalen. Avkastningskravet representerer alternativkostnaden investorer kan tjene ved å investere midler i én investering kontra en annen med lik risiko (Koller m.fl., 2010). Totalkapitalavkastningskravet, også kalt WACC (Weighted Average Cost of Capital), er et selskaps vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad. Dette brukes fordi den frie kontantstrømmen som beregnes skal betjene alle finansieringskildene et selskapet benytter (Kaldestad & Møller, 2011). Det finnes mange ulike typer finansieringskilder, og alle bærer ulik risiko. De to tradisjonelt viktigste kildene til finansiering er egenkapital og lån, og det er disse som inngår i beregningen av totalkapitalavkastningskravet. WACC defineres derfor som følger:

$$WACC = R_e \frac{E}{E + D} + R_d (1 - t) \frac{D}{E + D}$$

der:

E = Markedsverdi av egenkapital

D = Markedsverdi av gjeld

R_e = Selskapet egenkapitalkostnad

R_d = Selskapets gjeldskostnad

t = Nominell selskapsskatt

Beregningen av WACC består dermed av tre ulike komponenter; estimere selskapets egenkapitalkostnad, estimere selskapets gjeldskostnad og vekte disse to kostnadene basert på deres markedsverdier.

3.3.1 Estimering av egenkapitalkostnad

Det finnes flere modeller for å beregne egenkapitalkostnaden, men i praksis er det én modell som er foretrukket, kapitalverdimodellen, også kalt CAPM (Capital Asset Pricing Model). Både undersøkelser i Norge (Berg m.fl., 2013) og i USA (Jacobs & Shivdasani, 2012) viser at denne er den klart mest benyttede. Modellen tar utgangspunkt i at det finnes to typer risiko, *bedriftsspesifikk risiko* og *generell markedsrisiko (systematisk risiko)*. Bedriftsspesifikk risiko omhandler forhold som kun påvirker det spesifikke selskap.

Denne type risiko kan en investor eliminere ved å diversifisere investeringene i mange ulike selskaper i flere bransjer (Kaldestad & Møller, 2011). Generell markedsrisiko dreier seg om utvikling i forhold som påvirker alle selskaper. Det kan være konjunkturutvikling, renter, arbeidsledighet, inflasjon, osv. Denne risikoen er ikke mulig å bli kvitt, men kan motvirkes ved å investere i selskaper som påvirkes i motsatt retning. Noen selskaper blir mer påvirket enn andre av de ulike faktorene som påvirker generell markedsrisiko.

Beta (β) er et mål på hvordan et selskap påvirkes av generell markedsrisiko (systematisk risiko). Egenkapitalkostnaden estimeres ved bruk av kapitalverdimodellen slik (Kaldestad & Møller, 2011):

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

der

R_e = Egenkapitalkostnad

R_f = Risikofri rente

R_m = Avkastning på en markedsportefølje eller indeks

$R_m - R_f$ = Markedets risikopremie

β = selskapets egenkapitalbeta

Risikofri Rente

Den risikofrie rente ligger i bunn da alle risikable investeringsprosjekter som minimum må være i stand til å gi en bedre avkastning enn denne (Kaldestad & Møller, 2011). Den representerer en hypotetisk avkastning på noe som ikke har konkurs eller misligholdrisiko. Normalt brukes renter på statsobligasjoner som referanse på den risikofrie renten. Det som må tas hensyn til blir da om man skal ta utgangspunkt i en kort eller lang statsobligasjonsrente. Rentene på disse kan variere flere prosentpoeng avhengig av hvor lang løpetid de har. Det er vanligst å velge en statsobligasjonsrente som har omtrent like lang løpetid som kontantstrømmene man skal verdsette (Koller m.fl., 2010). Av den grunn velges ofte 10-års statsobligasjonsrente. En lang rente varierer mindre enn en kort rente, og gir dermed et mer stabilt avkastningskrav (Kaldestad & Møller, 2011). En risiko med å velge denne kan være at det er priset inn en inflasjonsforventning i disse renter. Det bør derfor forsøkes å anslå disse forventningene, og også legge disse til grunn ved budsjettering av kontantstrømmen som skal diskonteres (Boye & Meyer, 2008).

Beta

Beta er et mål på den enkelte aksjes risiko relativt til markedet, og sier noe om hvor eksponert man er for den generelle markedsrisikoen. Et selskaps beta bestemmes av aksjekursens relative volatilitet i forhold til aksjemarkedet. Beta kan estimeres matematisk ved å dele kovariansen (samvariasjonen) mellom aksjen og aksjemarkedet på variansen på aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2011).

$$\beta_E = \frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}}$$

Beta kan også observeres fra sammenlignbare selskaper, men det oppstår for eksempel problemer når to i utgangspunktet like selskaper har forskjellig gjeldsgrad. Alt annet likt vil økt gjeldsgrad medføre høyere beta. Beta for børsnoterte selskaper publiseres også på flere nyhetstjenester, men denne bør ikke uten videre brukes blindt. Kaldestad og Møller (2011) hevder at det i mange tilfeller er vanskelig å anslå beta mer presist enn i grove kategorier som høy, middels og lav risiko. Blume (1975) påstår også at beta beveger seg mot markedsgjennomsnittet (1,00) over tid, for å justere beta for dette introduserte han følgende formel, som blant annet benyttes av Bloomberg. Den vektet beregnet beta (β_{ek}) med 2/3 og legger til 1/3. Dette skal veie opp for at beta beveger seg mot gjennomsnittet (1,00) over tid. Formelen til Blume (1975) er derfor slik:

$$\text{Justerte Beta} = 0,33 + 0,67 * \beta_{ek}$$

Markedets risikopremie

Markedets risikopremie representerer den meravkastningen man kan forvente å få i aksjemarkedet sammenlignet med den risikofrie renten. Denne bør være den samme for alle investorer da den er et estimat på hvor mye ekstra avkastning, over risikofri rente, investorer kan forvente å få for å ta risiko i aksjemarkedet (Jacobs & Shivdasani, 2012). Den mest brukte måten å estimere denne på er å bruke historiske premier. Koller m.fl. (2010) hevder ingen modeller fullt ut kan beregne risikopremien, men hevder denne varierer et sted mellom 4,5 og 5,4%. Penman (2013) hevder også at risikopremien ligger rundt 5%.

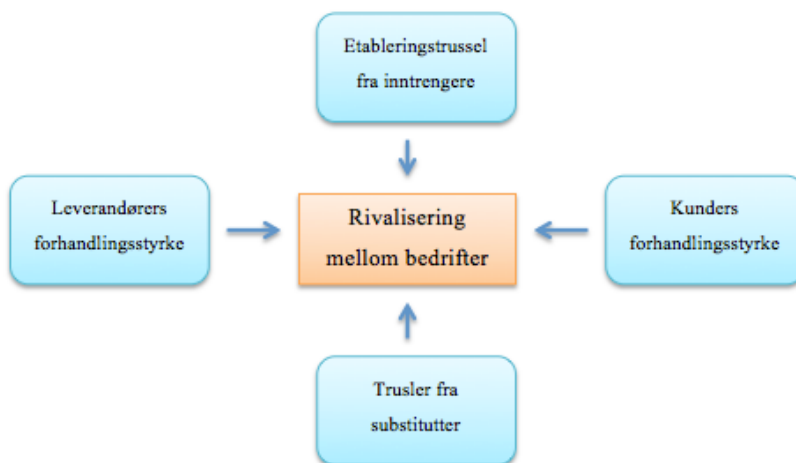
3.3.2 Estimering av gjeldskostnad

Et selskaps gjeldskostnad er normalt enklere å estimere enn egenkapitalkostnaden. Ettersom man er ute etter å beregne en alternativkostnad, er markedsrente mer relevant enn selskapets faktiske gjeldsrente (Kaldestad & Møller, 2011). Et selskaps rentekostnad og gjeldsrente er også mulig å lese av notene i regnskapet.

Gjeldskostnaden skal også justere for rentefradraget på skatt. Her bør det brukes nominell selskapsskattesats, og ikke effektiv skattesats (Jacobs & Shivdasani, 2012). Dette igjen fordi det ønskes å komme frem til en alternativkostnad på kapital, og da er nominell skattesats mest riktig å bruke.

3.4 Bransjeanalyse - Porters fem krefter

En av de mest brukte eksterne analysene er en industrianalyse utviklet av Porter (1980) som har fått navnet *Porters fem krefter* (Porters Five Forces). Formålet med konkurranseanalysen er å identifisere hvor store verdier som skapes i industrien, og hvilke aktører som er i posisjon til å ta ut disse verdiene. En industri defineres som en gruppe selskaper som produserer eller selger varer og tjenester som er essensielt like (Johnson, Scholes, & Whittington, 2011). Industrianalysen til Porter ser på fem forhold som danner strukturen for industrien. Styrken til de ulike forholdene sier noe om konkurransen i bransjen, og dermed også lønnsomheten i bransjen. En bransje der alle disse forholdene er høye, vil være preget av sterk konkurranse og lave muligheter for profitt. Rammeverket er illustrert i figuren under.



Figur 11 Porters fem krefter (Porter, 1980)

3.4.1 Trussel fra inntrengere

Jo enklere det er å starte et selskap i en gitt industri, jo verre vil det være for de allerede etablerte selskapene. En i følge Porter (1980) attraktiv industri har høye barrierer for etablering, som forhindrer nye aktører i å etablere seg. Barrierene er faktorer som må overkommes av nye aktører for å kunne konkurrere i en industri. Porter (1980) identifiserer flere viktige faktorer som kan skape inngangsbarrierer. Det kan blant annet være forhold knyttet til skala og erfaring. I noen industrier er skalafordeler veldig viktige. Når noen først har etablert et selskap som utnytter stor skala vil det medføre vanskeligheter for nye aktører. I noen industrier kreves det også høy tilgang på kapital for å i det hele tatt kunne starte opp et selskap. Tilgang til tilbuds- og distribusjonskanaler kan også være flaskehals for nyetablerte selskaper. Selskaper som vurderer etablering må også ta høyde for hva eksisterende selskaper vil gjøre om de får nye konkurrenter. Ny konkurranse kan møtes med for eksempel intensiv priskrig. Dette vil nyetablerte aktører slite med å konkurrere mot. Det blir en form for spillteori som kan føre til etableringsbarrierer.

3.4.2 Trussel fra substitutter

Substitutter er produkter eller tjenester fra en annen industri, som tilbyr omentrent samme nytte som produktene og tjenestene som tilbys i industrien som analyseres (Johnson m.fl., 2011). Ledere fokuserer ofte for mye på konkurrenter i deres egen industri, som kan føre til at trusler fra substitutter neglisjeres. Porter (1980) sier at substitutter begrenser muligheter for ekstra profitt i en industri. Jo høyere trusselen fra substitutter er, jo mindre attraktiv og lønnsom vil en industri være.

Pris/ytelse er den kritiske faktoren når man vurderer truslene fra substitutter. Den forteller noe om nytteverdien for kundene i substituttmarkedet sammenlignet med eget marked. Selv om prisen for substituttet er høyere, kan en høyere ytelse føre til at det truer egen industri. Høye byttekostnader og produktdifferensiering er to måter å motvirke trusler fra substitutter. Om det oppleves som kostbart for kunden å bytte til et substitutt vil det senke den opplevde verdien. Kundelojalitet kan også føre til at kunder ikke ønsker å bytte til substitutter. Felles markedsføring fra alle aktørene i samme industri kan også være med på å forsterke industriens posisjon, og motvirke trusler fra substitutter (Porter, 1980).

3.4.3 Kunders forhandlingsmakt

Visst kundene har makt kan de kreve rabatterte priser eller produkt- og service forbedringer som reduserer profitten. Det er viktig å skille mellom kunder av et selskap og hvem som til slutt er sluttbruker av produktet eller tjenesten(Johnson m.fl., 2011). I mange tilfeller kan kunder være selskaper som igjen selger det videre til en sluttbruker. Der er derfor viktig å definere hvem kunden er. Porter (1980) sier at kunder har høy makt når noen av de følgende kriteriene stemmer. Det eksisterer noen få og store kunder som handler store volum relativt til totalt salg, og derfor vil ha muligheten til å forhandle priser. Når det eksisterer lave byttekostnader mellom ulike selgere vil kunder ha høyere makt, fordi de lett og billig kan bytte leverandør. Dette gir dem gode forhandlingsmuligheter. I tilfeller der kunder selv kan etablere seg i et marked og produsere eller kjøpe inn det de trenger, vil de ha makt. Dette er en form for baklengs vertikal integrasjon.

3.4.4 Leverandørers forhandlingsmakt

Leverandører defineres som de som leverer et selskap det de trenger for å produsere eller selge et produkt eller en tjeneste(Johnson m.fl., 2011). De faktorene som definerer leverandørenes forhandlingsmakt omhandler mye av det samme som kundenes forhandlingsmakt. Porter (1980) sier leverandører har forhandlingsmakt når det eksisterer få og store leverandører i markedet. Leverandører har også forhandlingsmakt når det er høye byttekostnader for å bytte mellom leverandører. I tilfeller der leverandører selv kan gjennomføre en vertikal integrasjon fremover i verdikjeden, og på den måten komme nærmere sluttkunden, vil de også ha makt. De vil også ha høyere makt i de tilfeller der det ikke finnes gode substituttmuligheter. Porter (1980) understreker også viktigheten av å tenke på arbeidskraft som en form for leverandør. I mange industrier representerer lønn- og arbeidskostnader store deler av totalkostnadene til et selskap. I tilfeller der arbeiderne består av store organiserte grupper, vil de kunne forhandle frem bedre betingelser, som igjen vil svekke profittmuligheten i industrien.

3.4.5 Rivalisering i bransjen

Rivalisering i bransjer oppstår i følge Porter (1980) enten på grunn av at et selskap føler press fra konkurrenter, eller fordi de ser muligheter for å forbedre sin egen posisjon. I de fleste industrier vil ett selskaps handlinger føre til mottrekk fra konkurrenter. Selskapene i

en industri er derfor gjensidig avhengig. Slik rivalisering kan i mange tilfeller føre til at selskapene konkurrerer så hardt at de konkurrerer bort profittmulighetene i bransjen. Et eksempel på dette er priskriger. Rivalisering kan også oppstå gjennom kriging i reklamekampanjer, nye produktintroduksjoner, høyere grad av kundeservice, osv. Intensiv bruk av reklamekampanjer kan være positivt for industrien, da det kan medføre generelt høyere etterspørsel for hele industrien. Porter sier derfor at ikke all form for rivalisering er negativ.

Det finnes derimot faktorer som fører til høy rivalisering. Industrier med mange selskap med lik størrelse fører ofte til høy rivalisering. Selskaper kan da tro de kan gjennomføre handlinger uten å bli oppdaget. Selv i tilfeller med ganske få men likeverdige selskap kan det oppstå høy rivalisering, da alle kan forsøke å innta en lederrolle i bransjen. Industrier med lav generell vekst fører også til høy rivalisering for å kapre markedsandeler. Om stordriftsfordeler er viktig kan rivalisering føre til overproduksjon eller innkjøp, i håp om å presse ned enhetskostnadene. Tilbudsoverskudd fører da til at hele bransjen kommer dårligere ut.

3.5 Makroanalyse – PESTEL

En PESTEL-analyse er en analyse av makroøkonomiske forhold som påvirker et selskap. Formålet med analysen er å dele disse forholdene inn seks kategorier; politiske-, økonomiske-, sosiale-, teknologiske-, samfunnsmessige- og legale forhold, for så å identifisere de forholdene som er mest kritiske for selskapet (Johnson m.fl., 2011). En analyse av disse forholdene kan føre til at en lang rekke faktorer identifiseres. Det viktige da er å ta et steg tilbake å identifisere det Johnson m.fl. (2011) kaller for *key drivers of change* eller nøkkelfaktorer på norsk. Det er disse forholdene som mest sannsynlig vil ha størst betydning for om man lykkes eller ikke med en planlagt strategi, og det er dermed også disse man bør fokusere mest på. En PESTEL-analyse sier noe om forhold som er viktige i dag, men man ønsker også å forsøke og se på utviklingen i disse forholdene over tid. Det kan være avgjørende for et selskaps konkurranseposisjon på sikt å ha kontroll over disse faktorene. Forhold som spiller inn på de ulike faktorene er som følger (Johnson m.fl., 2011):

Politiske forhold

Politiske forhold dreier seg blant annet om hvilke type politiske regimer det er i et land, og stabiliteten i politikken. Skatte- og avgiftspolitikker er også forhold som er viktige å tenke på her. Eventuelle toll- og handelsbarrierer bør også vurderes.

Økonomiske forhold

Økonomiske forhold relaterer seg til makroøkonomiske forhold som renter, inflasjon, sparing, arbeidsledighet og inntektsnivå. Det generelle vekstnivået i en økonomi har mye å si for hvor mye vekst et selskap vil kunne generere over tid.

Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold handler om sosial mobilitet, utdanningsnivå, bosetning, inntektsfordeling, holdninger til arbeid og fritid, demografi, osv.

Teknologiske forhold

Teknologiske forhold omhandler innovasjon, teknologisk utvikling, offentlige utgifter til forskning, fokus på incentiver til forskning, osv.

Samfunnsmessige forhold

Samfunnsmessige forhold handler om miljølovgivning, forurensning, resirkulering, energibruk, osv. Det er forhold som i stor grad dreier seg om ”grønne” utfordringer.

Legale forhold

Legale forhold kan dreie seg om arbeidsrettigheter, helse- og sikkerhetspolitikk, monopollovgivning, kunderettigheter, osv.

3.6 Ressursanalyse – VRIO

For at et selskap skal kunne utkonkurrere sine konkurrenter over tid må de ha en form for det Porter (1985) definerer som varige konkurransefortrinn. Porter definerer to typer konkurransefortrinn en bedrift kan ha ovenfor sine konkurrenter, *kostnadsfortrinn* eller *differensiering*. Dersom en bedrift klarer å oppnå et av disse konkurransefortrinnene gjennom sin posisjonering i markedet vil de kunne tjene mer penger enn

normalavkastningen for en like risikabel investering over tid. De vil da ha varige konkurransefortrinn.

Per definisjon kan ikke alle bedrifter ha konkurransefortrinn som gir dem meravkastning over tid, selv om de kan ha unike ressurser og sterke sider (Løwendahl, Wenstøp, & Fjeldstad, 2010). Dersom en bedrift skal ha varige konkurransefortrinn basert på sine ressurser må de være verdifulle (*valuable*), sjeldne (*rare*), vanskelig å kopiere (*inimitable*) og bedriften må være organisert slik at den klarer å utnytte disse ressursene (*organized*) (Barney, 2011). Forbokstaven i hvert av de engelske ordene danner uttrykket VRIO, som er et rammeverk som brukes for å analysere verdien av en bedrifts ressurser. En VRIO-analyse er en ressursanalyse av selskapspecifikke forhold som kan gi en bedrift varige konkurransefortrinn. For at en ressurs skal gi varige konkurransefortrinn må den oppfylle alle fire kriteriene; den må både være verdifull, sjelden, vanskelig å kopiere og utnyttet av organisasjonen. Barney (2011) definerer hva som bør vurderes rundt hver kategori slik:

Verdifull

Ressurser er verdifulle når de gir et potensielt konkurransefortrinn i et marked, til en kostnad som tillater en organisasjon en akseptabel avkastning. For at de skal være dette må de kunne utnyttes for å ta muligheter som dukker opp eller nøytralisere potensielle trusler i markedet. De må også ha verdi for kunden, på den måten at det påvirker kundens betalingsvillighet. Dette kan skje igjennom at det tilføres verdi til produktet, eller at ressursene bidrar til at kostnadsfordeler kan utvinnes. For at ressursen skal ha et potensial til å kunne gi konkurransefortrinn kan det ikke være noe konkurrenter har eller har lett tilgang på.

Sjelden

For at en ressurs skal kunne defineres som sjelden må det være noe som kan gi et konkurransefortrinn, og som bare ett eller et fåtall selskaper har tilgang på. Det kan komme fra patenter, sterke merkevarer, intellektuell kapital, unike ferdigheter utviklet over tid, sterk ledelse, osv. Her må to viktige forhold vurderes. Sjeldenheten må gi verdi for kunden. Om en ressurs er sjelden, men ikke gir verdi for kunden har den ingen betydning. Det må også være mulig å opprettholde denne sjeldenheten over tid. Visst konkurrenter lett kan imitere denne er det ikke mye verdt. Johnson m.fl. (2011) advarer

mot at sjeldne ressurser også kan være en trussel for bedriften, fordi ressursene vil være kritiske å miste.

Vanskelig å kopiere

Selv om en ressurs er både verdifull og sjelden er det ikke sikkert det holder til å skape varige konkurransefortrinn. Ressursen må også være vanskelig å kopiere, slik at konkurrenter ikke på noen enkel måte kan imitere eller kopiere den. Dette fører til at de fleste fysiske (*tangible*) ressurser sjeldent er grunnlag for varige konkurransefortrinn. Det er i større grad måten ressursene utvikles, forvaltes og styres på som kan gi varige konkurransefortrinn. Ressurser er vanskelig å kopiere når de henger sammen på en måte som samlet sett gir verdi for kunden. Hver enkelt del av prosessen kan være mulig å kopiere, men det er måten de er sammensatt på som gjøre det unikt. Slike ressurser kan også være en del av organisasjonskulturen og historien, som gjør det vanskelig å kopiere.

Utnyttet av organisasjonen

Det siste steget i analysen er å se om selskapet er organisert på en måte som gjør at de utnytter ressursene og evnene til sitt fulle potensial. Her må det sees på flere ulike komponenter som omhandler et selskaps organisering; rapporteringsstrukturer, ledelses- og kontrollsystemer, og kompensasjonssystemer. Disse komponentene kalles ofte for komplementære ressurser og evner, fordi de har begrenset mulighet til å generere konkurransefortrinn isolert sett. Men i kombinasjon med de andre ressursene og evnene kan de gi mulighet til å realisere det fulle potensialet for konkurransefortrinn.

3.7 Sammenhengen mellom strategi og verdivurdering

For å illustrere verdien av en strategisk analyse tas det utgangspunkt i det Koller m.fl. (2010) kaller for *key value driver* formelen. Denne er den samme som benyttes for å beregne terminalverdien/restverdien. Denne er som følger:

$$Verdi = \frac{NOPLAT_{t=1} \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{WACC - g}$$

Formålet med den strategiske analysen er å avdekke de forholdene som påvirker det Koller m.fl. (2010) kaller de fundamentale driverne til økonomisk verdi: vekst (*g*), ROIC

(return on invested capital) og WACC (avkastningskravet). PESTEL-analysen analyserer forhold som i hovedsak påvirker mulighetene for vekst og avkastningskravet. Porters fem krefter forsøker å analysere konkurranseintensiteten i bransjen, den vil være avgjørende for de forutsetninger som tas om ROIC. VRIO analysen av de interne ressursene vil avduke forhold som styrker eller svekker en bedrifts mulighet til å opprettholde en høy ROIC over lengre tid. Den strategiske analysen vil derfor gi viktige bidrag til forutsetningene som tas i prognosene for verdsettelsen.

4 Metode

Dette kapitlet tar for seg forskningsmetoden for oppgaven. Først i kapitlet vil mitt vitenskapelige ståsted forklares. Så vil metodevalget for oppgaven presenteres. Den vil begrunnes ut i fra formålet og problemstillingen for oppgaven. Valg av data, og analysen av disse vil så forklares. Til slutt vil metoden evalueres med tanke på validitet og reliabilitet.

4.1 Vitenskapelig ståsted

Ontologi, epistemologi og metode er tre sentrale begreper innenfor samfunnsvitenskapelig metode. De omhandler begrepene virkelighet, sannhet og kunnskap. Jacobsen (2005) definerer begrepene som følger. *Ontologi* er gresk og betyr ”slik ting faktisk er”, og er dermed læren om hvordan virkeligheten faktisk ser ut. *Epistemologi* betyr ”læren om kunnskap”, og handler om hvordan og i hvor stor grad det er mulig å tilegne seg kunnskap om virkeligheten. *Metode* skal angi hvilke framgangsmåter som skal anvendes for å kartlegge virkeligheten.

De tre begrepene henger tett sammen og for å illustrere sammenhengen mellom de finnes det finnes to ekstrem-posisjoner, *positivisme* og *hermeneutikk* (Jacobsen, 2005).

Positivistisk metode bygger rundt lovmessigheter og det generelle. Virkeligheten kan studeres gjennom objektive metoder og forklares med tall. Ting kan studeres på avstand. Hermeneutisk metode bygger rundt det unike og særegne. Generelle lover finnes ikke. Virkeligheten er konstruert av mennesker og må studeres ved å undersøke hvordan mennesker oppfatter virkeligheten. Ting kan forklares med ord, og må observeres og undersøkes med nærhet til undersøkelsesobjektet.

De to ekstremposisjonene er ikke enten eller, det finnes mange retninger i mellom disse to posisjonene. Mitt personlige vitenskapelige ståsted heller i den positivistiske retningen, men jeg føler begge retninger har sine fordeler og ulemper, avhengig av hva man ønsker å undersøke. Dette faller inn under det Saunders, Lewis, og Thornhill (2012) definerer som en *pragmatisk tilnærming*. Denne retningen sier at den viktigste determinanten for din posisjon er formålet med undersøkelsen. Én retning kan være mer fordelaktig for noen typer undersøkelser, men en annen retning kan fungere bedre for andre typer. Om

problemstillingen ikke peker i én entydig retning er det også fullt mulig å jobbe med ulike filosofiske posisjoner.

4.2 Valg av forskningsdesign

Oppgaven gjennomføres for å svare på en problemstilling og to tilhørende forskningsspørsmål. Forskningsdesignet som velges bør være det som er best egnet til å svare på disse. Forskningsdesignet vil ha konsekvenser for undersøkelsens gyldighet og pålitelighet (Jacobsen, 2005). Forskningsdesign klassifiseres i hovedsak i to retninger; om man går i bredden (ekstensiv) eller dybden (intensiv), og om studien er beskrivende eller forklarende (kausal).

Denne oppgaven vil være beskrivende da formålet er å beregne verdien på XXL. Studien vil gå i dybden på én undersøkelsesenhet, XXL, og klassifiseres som et case-studie. Det er en form for studier der studieobjektet er avgrenset i tid og rom (Jacobsen, 2005). Studien går i dybden ved å undersøke store mengder data om undersøkelsesenheten. Oppgaven vil beskrive situasjonen på en gitt tidspunkt, verdsettelsestidspunktet, og klassifiseres derfor som et tversnittstudie, noe case-studier egner seg godt for å gjøre (Jacobsen, 2005).

Tversnittstudier sier imidlertid kun noe om case-enheten på det gitte tidspunktet. En lignende studie gjort på et annet tidspunkt, vil sannsynligvis komme frem til et annet resultat. I noen deler av studien gjennomføres en form for tidsseriestudie, dette gjelder i hovedsak den historiske analysen av regnskapsdata. Dette må gjøres for å kunne gjennomføre en mest mulig korrekt verdsettelse av selskapet.

I følge Jacobsen (2005) egner case-studier seg når man ønsker dypere forståelse av et fenomen eller en hendelse. Det er ikke tilfeller der man ønsker å generalisere funn eller teste teorier, man er kun interessert i den ene case-enheten. Styrken med et slik design er at det tillater forskeren å fordype seg i en enhet, som gir muligheter for en grundig beskrivelse. Svakheten er det at det ikke er muligheter for å generalisere til en større gruppe eller et større utvalg, men det er ikke intensjonen med denne oppgaven.

4.3 Innsamling og analyse av data

Hovedkilden for datainnsamlingen til denne oppgaven består av dokumentanalyser av sekundærdata. Dette er data som er samlet inn av andre enn forskeren, ofte med et annet

formål enn det forskeren har (Jacobsen, 2005). Datautvalget omfatter blant annet årsrapporter, selskapspresentasjoner, regnskapsdata, avisartikler, og annen offentlig tilgjengelig informasjon. De viktigste valgene som må tas ved dokumentstudier handler om hvilke dokumenter som velges og hvor stor troverdighet de har. Når primærdata samles inn har forskeren til viss grad selv kontroll over forhold som kan påvirke påliteligheten til dataene, ved bruk av sekundærdata mister man denne kontrollen (Jacobsen, 2005). Man vet ofte ikke hvordan dataene har blitt samlet inn, hvilke metoder som er benyttet og hvem som har registrert informasjonen. Hvilke typer kilder man bruker må derfor nøye vurderes.

Analyse av dataene vil gjøres både ved kvalitativ og kvantitativ tilnærming. Kvantitative data operer med tall og størrelser, mens kvalitative data opererer med meninger som er formidlet i hovedsak via språk og handlinger (Dey, 1993) i (Jacobsen, 2005). Regnskapsanalysen og verdsettelsen vil ha en kvantitativ tilnærming, der regnskapstall vil være datagrunnlaget. Den strategiske analysen vil ha en kvalitativ tilnærming, da den gjennomføres ved analyse av selskapspresentasjoner, avisartikler og annen tilgjengelig informasjon.

Regnskapene vil legges inn og analyseres i regneprogrammet Microsoft Excel. Formler forklart i oppgaven legges inn i Excel, og ferdig utregnede tabeller limes inn i oppgaven.

4.4 Validitet (gyldighet)

Validitet handler om man har fått tak i det man ønsket å få tak i, om datamaterialet representerer det man ønsker å måle og om funnene kan overføres til andre sammenhenger. Det skilles mellom begreps-, intern- og ekstern validitet (Saunders m.fl., 2012).

Begrepsvaliditet handler om undersøkelsen faktisk måler det den var tenkt til å måle (Saunders m.fl., 2012). Begrepsvaliditeten i denne undersøkelsen er sikret gjennom en omfattende litteraturgjennomgang før verdsettelsen ble gjort. Det har gitt meg god kunnskap om fagfeltet. Det er også brukt relevante verdsettelsesmodeller. Regnskapene er også omgruppert, for å være tilpasset et investorperspektiv. Det er med på å styrke begrepsvaliditeten.

Intern validitet eksisterer når undersøkelsen viser et kausalt forhold mellom to variabler(Saunders m.fl., 2012). Det sier noe om det er dekning i datagrunnlaget for å trekke de konklusjonene som gjøres. Dersom konklusjonen ikke kan påvirkes i stor grad av variabler som ikke er identifisert, er intern validitet høy. I en verdsettelse er det mange årsakssammenhenger, som kan gjøre det vanskelig å identifisere kausale forhold. En verdsettelse bygger også på subjektive forutsetninger på ulike input. Verdsettelsen min er imidlertid bygge opp rundt godt brukte teoretiske modeller, og datagrunnlaget stammer fra reviderte regnskapstall og årsrapporter. Dette er med på å styrke den interne validiteten.

Ekstern validitet handler om i hvilken grad funnene man får fra en undersøkelse kan generaliseres eller overføres til andre grupper eller kontekster(Saunders m.fl., 2012). En verdsettelse av et spesifikt selskap vil i liten grad kunne brukes for å generalisere resultatene. Metoden som brukes kan benyttes i andre verdsettelse, men konklusjonen og verdsettelses på min oppgave kan ikke brukes til generalisere verdier for andre selskap. Den eksterne strategiske analysen kan i noen tilfeller overføres til andre selskaper i sportsbransjen, og brukes i verdsettelse av disse.

4.5 Reliabilitet (pålitelighet)

Reliabilitet handler om hvor pålitelig undersøkelsen er. Det kan sies å være høy pålitelighet når datainnsamlingen og analyse-metodene ville produsert konsistente funn om de ble gjentatt ved en annen anledning av en annen undersøker(Saunders m.fl., 2012). Dette er ikke alltid lett å sikre, og det finnes flere trusler mot reliabiliteten. Det kan være trekk ved selve undersøkelsen som har skapt resultatene man kommer frem til. Det kan være at undersøkeren har hatt en effekt på det som undersøkes. Konteksten undersøkelsen er gjort i kan også påvirke resultatet, og det kan også ha vært unøyaktighet i innhenting og analysen av data(Jacobsen, 2005). Alle slike effekter vil påvirke påliteligheten til en undersøkelse.

Denne oppgaven har ikke samlet inn primærdata, og undersøkeren kan derfor ikke sies å kunne hatt effekt på datagrunnlaget. Regnskapsdata er hentet inn og manuelt lagt inn regneprogrammet Microsoft Excel. Her kan det ha forekommet tastefeil eller regnefeil.

Dette har blitt gjennomgått og kontrollregnet flere ganger for å sikre reliabiliteten. Regnskapene er også bearbeidet for å være tilpasset et investorperspektiv. Dette er gjort i henhold til teori på området, men til syvende og sist er det mine avveininger som avgjør hvor ulike regnskapsposter grupperes. Dette arbeidet er gjort med bakgrunn i regnskapsnotene. Her kan det være forhold som en annen undersøker vil tolke i en annen retning enn min. Dette kan derfor være forhold som svekker reliabiliteten. Jeg mener imidlertid av XXLs regnskaper består av god informasjon til dette arbeidet. Regnskapsnotene er utfyllende, slik at jeg ikke opplevde dette arbeidet som spesielt vanskelig.

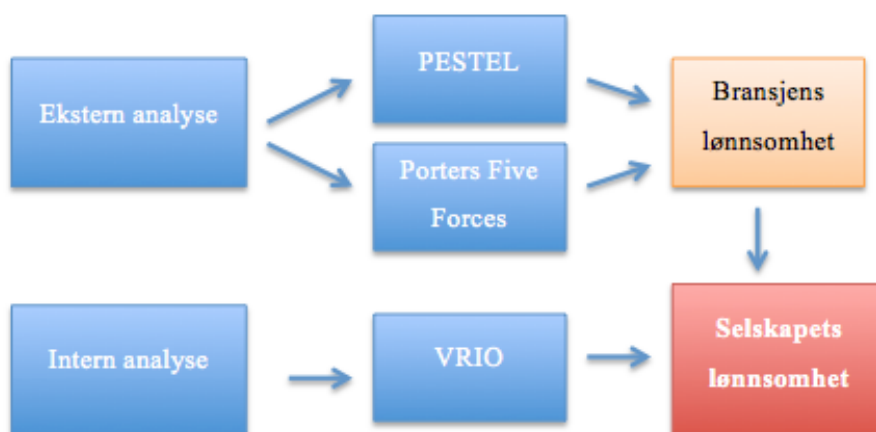
En verdivurdering er dermed ikke en objektiv øvelse. Verdien som estimeres fremkommer fra input som baseres på svært subjektive forutsetninger til fremtiden (Kaldestad & Møller, 2011). Verdivurdering er derfor ingen eksakt vitenskap. Derfor kan to verdsettelsener gjort av ulike personer komme frem til forskjellige verdier, selv ved bruk av samme metode og datagrunnlag. Dette vil tale for at påliteligheten til en verdsettelse er lav, men det trenger ikke ha med undersøkelsen å gjøre, men de forutsetninger som legges til grunn for den. En verdsettelse har også kort holdbarhet, da ny informasjon hele tiden dukker opp. Kaldestad og Møller (2011) mener en verdsettelse bør evalueres like mye på prosess som på resultat.

Jeg mener på bakgrunn at dette at min oppgave har høy reliabilitet med tanke på verdsettelsesprosessen. Det tallmessige datagrunnlaget består av reviderte regnskapstall, som bør sikre god pålitelighet. Disse er imidlertid omgruppert basert på subjektive meninger, som kan svekke påliteligheten. Det er prøvd å sikret gjennom en omfattende litteraturgjennomgang, for å skape forståelse for omgrupperingen. Selve verdivurderingen av selskapet består av ulike subjektive forutsetninger, som sammen kan påvirke verdien i stor grad. Verdien er derfor sensitiv for endringer av disse, som vises i sensitivitetsanalysen i kapittel 9.

Reliabiliteten av den strategiske analysen er derimot mer moderat. Den er basert på selskapspresentasjoner og ulike rapporter. Her kan det være informasjon jeg ikke har hatt tilgang på som kunne påvirket analysen i en annen retning enn min. Det kan også være eventuelle ting jeg har oversett, som kan ha hatt betydning for mine konklusjoner.

5 Strategisk analyse

I dette kapittelet gjennomføres en strategisk analyse av interne og ekstern forhold. Målet med denne er å avdekke forhold som påvirker lønnsomheten i sportsbransjen på generell basis, og forhold som påvirker selskapets lønnsomhet. Den strategiske analysen gjennomføres ved bruk av tre rammeverk beskrevet i kapittel 3. PESTEL analysen vil se på makroøkonomiske forhold som påvirker vekstmulighetene i bransjen. Porters Five Forces analysen vil se på konkurransen og rivaliseringen i bransjen, som er med på å bestemme lønnsomheten i bransjen. Så gjennomføres en VRIO-analysen som analyserer XXLs ressurser, både materielle og immaterielle. Denne analysen vil identifisere om XXL har ressurser som kan gi varige konkurransefortrinn, som igjen sier noe om XXLs muligheter til å oppnå lønnsomhet på lang sikt. Rammeverket for den strategiske analysen er illustrert i figuren under.



Figur 12 Rammeverk Strategisk analyse

Den strategiske analysen bør henge sammen med regnskapsanalysen. Om den interne strategiske analysen indikerer at XXLs har selskapsspesifikke forhold som kan gi dem varige konkurransefortrinn, bør disse også kunne observeres på lønnsomheten i regnskapsanalysen i kapittel 6. Videre i dette kapittelet vil de tre analysene gjennomføres.

5.1 Porters Five Forces

Rammeverket til Porter (1980) ser på fem krefter han hevder påvirker konkurranseintensiteten i en bransje. Styrken til de ulike kreftene vil påvirke priser,

kostnader og lønnsomheten i bransjen. De fem kreftene vil nå analyseres for sportsbransjen som helhet, for å kunne si noe om bransjens lønnsomhet. Jamfør teorien vil også trenden i de ulike kreftene forsøkes analysert. Hvert kategori vil klassifiseres med en *lav*, *moderat* eller *høy* trussel. Trendutviklingen for hver enkelt kategori vil også belyses.

5.1.1 Trussel fra inntrengere

I følge tall fra Sportsbransjen (2015) var antall sportsbutikker i Norge på sitt høyeste rundt 2008. Det var det ca. 800 butikker i Norge. Siden da har det vært en nedgang i antall butikker til ca. 650 butikker pr. 2015. Dette skyldes både den høye konkurransen det har vært i bransjen, og trenden med store varehus. Trenden med store varehus har ført til pressede priser og lavere marginer som følge av stordriftsfordeler. Slike stordriftsfordeler er med på å redusere trusselen fra inntrengere. Det kreves en viss skala for å kunne konkurrere på pris, noe som er vanskelig for nyetablerte bedrifter. Den sterke veksten i bransjen fører derimot til at markedet kan være attraktivt for nye aktører. Det eksisterer også lave byttekostnader mellom ulike kjedene, kundene tilbys som regel de samme produktene og det spiller mindre rolle for dem hvor de handler. Dette er med på øke trusselen fra inntrengere, da kjedelojalitet karakteriseres som lav.

Internettsalg har opplevd en sterk vekst de siste årene. Tall fra Sportsbransjen (2015) viser at internettsalg av sportsutstyr i Norge økte med ca. 20% i 2015, mot veksten i bransjen som var på ca. 7%. Dette er en type inntrenger som kan drifte uten fysiske butikker, og dermed spare inn en del kostnader. Trusselen fra disse må derfor ansees for å være høy.

Trusselen fra inntrengere klassifiseres derfor som **høy**, med en økende trendutvikling fra sportsbutikker som primært driver med netthandel.

5.1.2 Trussel fra substitutter

Substitutter er definert som produkter som gir samme opplevde nytte, men produktet selges av en bedrift i en annen bransje. Kles- og skobransjen selger produkter som kan sees på som substitutter for sportsbransjen. Tall fra Virke (2016) viser imidlertid at det er sportsbransjen som har tatt salgandeler fra disse bransjene de siste årene. Det eksisterer imidlertid lave byttekostnader her, så sportsbransjen må være obs på trusselen fra disse. Det har også vokst frem andre butikker som selger produkter som konkurrerer med

sportsbransjen. Både sykler og el-sykler fås kjøpt på butikker som Clas Ohlson og Biltema. Her kan det derimot eksistere former for byttekostnader, da slike butikker ikke tilbyr service- og verkstedtjenester. Der har blitt mer og mer vanlig de siste årene at service på slikt utstyr ikke tilbys om ikke produktet er kjøpt i samme butikk.

Trusselen fra substitutter klassifiseres som **høy**, med en stabil trendutvikling.

5.1.3 Kunders forhandlingsmakt

Kundene i sportsbransjen defineres som sluttbrukere av produktene, det eksisterer derfor ingen fare for det Porter (1980) definerer som baklengs vertikal integrasjon. Som tidligere nevnt eksisterer det lave byttekostnader i sportsbransjen. Det eksisterer sjeldent forhold som binder kunden til en enkelt leverandør. Dette gir kundene forhandlingsmakt. Kunder kan enkelt sammenligne priser på internett, og pris er en av de viktigste variablene for kundene da produktene ofte er like. Flere kjeder tilbyr derfor prismatch/prisløfte på identiske varer, der de dekker mellomlegget om kunden finner identiske varer. I Norge tilbys dette av både XXL og G-Sport/G-Max. Dette øker kundenes forhandlingsmakt og svekker lønnsomheten.

Det eksistere også flere sportskjeder i alle de nordiske landene, kundene har derfor valgmuligheter. Men kundemassen består av stort sett av privatpersoner, det eksisterer derfor et enormt antall kunder, som svekker forhandlingsmakten.

Kundenes forhandlingsmakt klassifiseres som **moderat**, med en stabil trendutvikling.

5.1.4 Leverandørers forhandlingsmakt

Sportsbransjen forsynes av et enormt utvalg leverandører. Bare XXL har ca. 400 ulike leverandører(XXL ASA, 2016c), og det må antas at andre aktører i sportsbransjen ligger på omentrent samme nivå. Det har ikke vært mulig å få tak i informasjon rundt leverandøravtaler, men om det antas at ikke foreligger høye byttekostnader, vil det peke i retning av at leverandørene har liten forhandlingsmakt. Det er stor grad at kjedestrukturer i sportsbransjen, spesielt i Norge og Sverige(Sportsbransjen, 2015). De store kjedene vil derfor ha gode forhandlingskort med leverandører, som også svekker leverandørens forhandlingsmakt.

Større leverandører, som blant annet Nike og Adidas, har etter hvert åpnet opp egne butikker i større byer. Disse leverandørene selger også produkter direkte fra egne nettsider. Dette er en form for det Porter (1980) definerer som vertikal integrasjon fremover i verdikjeden, og det er med på å styrke leverandørenes forhandlingsmakt. Noen større leverandører har derfor høyere forhandlingsmakt. I følge Porter er det også viktig å tenke på arbeidskraft som en leverandør. For XXLs del er det et fåtall butikker som er organiserte med tariffavtaler (Nilsen, 2015), og arbeidstakerne kan derfor sies å ha lav forhandlingsmakt.

Leverandørenes forhandlingsmakt klassifiseres som **moderat**, med en økende trendutvikling grunnet faren for vertikal integrasjon fra større leverandører. Spesielt med tanke på muligheter for internettsalg gjennom egne nettbutikker.

5.1.5 Rivalisering i bransjen

Rivaliseringen forteller noe om konkurransen mellom aktørene i bransjen. I følge Porter (1980) er rivaliseringen høy når det er mange selskaper med lik størrelse. Dette kan ikke sies å stemme helt for sportsbransjen. Både i Norge, Sverige og Finland preges bransjene av en eller to større aktører som har som har betydelig markedsandel, og en del mindre aktører som har lavere markedsandeler. Det peker i retning av at rivaliseringen er moderat. De mindre aktørene har ikke kapasitet eller ressurser til å ta opp kampen med de største aktørene. Porter sier også at rivaliseringen er spesielt høy i markeder med lav vekst, som ikke har vært tilfellet for sportsbransjen i de nordiske landene. Det eksisterer heller ikke spesielt høye utgangsbarrierer. Selskap som sliter kan derfor forholdsvis enkelt legge ned og selge unna varelageret, som står for en betydelig del av kapitalbindingen. Dette vises blant annet av økningen i antall konkurser blant sportsbutikker i Norge. I årene 2012-2014 ble ca. 40 butikker pr. år slått konkurs (Kleppe, 2015).

Selv om de største kjedene konkurrer hardt på pris klassifiseres rivaliseringen i bransjen som **moderat**, med en stabil trendutvikling.

5.1.6 Oppsummering

Styrke til de ulike kreftene er illustrert i tabellen under. Som det framgår der er ingen av kreftene lave. Trusselen fra inntrengere og substitutter er spesielt høy. Dette peker derfor i retning av at bransjen er preget av **moderat lønnsomhet**, og er middels attraktiv.

Tabell 1 Oppsummering Porters Five Forces

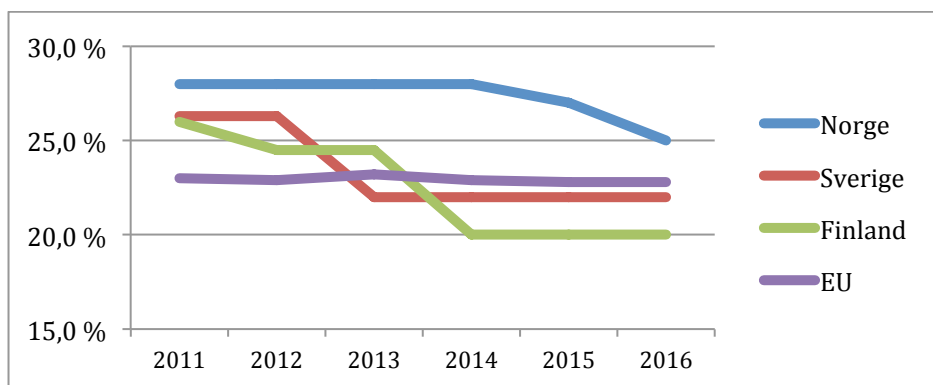
Oppsummering Porters Five Forces - Sportsbransjen				
Trussel	Lav	Moderat	Høy	Trend
Inntrengere			Ja	Stigende
Substitutter			Ja	Stabil
Kunders forhandlingsmakt		Ja		Stabil
Leverandørers forhandlingsmakt		Ja		Stigende
Rivalisering		Ja		Stabil

5.2 PESTEL

PESTEL-analysen gjennomføres for å se hvordan makroøkonomiske forhold påvirker XXL og sportsbransjen. De ulike forholdene som avdekkes i analysen kan representere både muligheter og trusler for selskapet. Som beskrevet i kapittel 3.5 er formålet med analysen å dele forholdene inn i seks kategorier, for så å identifisere de mest kritiske. De mest kritiske forholdene vil ha betydning for forutsetninger som tas i fremtidsprognosene senere i oppgaven.

5.2.1 Politiske forhold

Norden anses for å være en politisk stabil region, og det antas at det ikke vil endre seg de neste årene. Selskapsskatten for de nordiske landene + EU er illustrert i figuren under. Som det fremkommer har selskapsskatten i Norge vært på et høyere nivå enn resten av landene. Denne er nå på vei ned, og det er nylig vedtatt et skatteforlik i Stortinget, som sier at selskapsskatten i Norge skal videre ned til 23% (Dagens Næringsliv, 2016). Lavere selskapsskatt vil styrke konkurransevnenene for selskapene i bransjen.



Figur 13 Historisk selskapsskatt

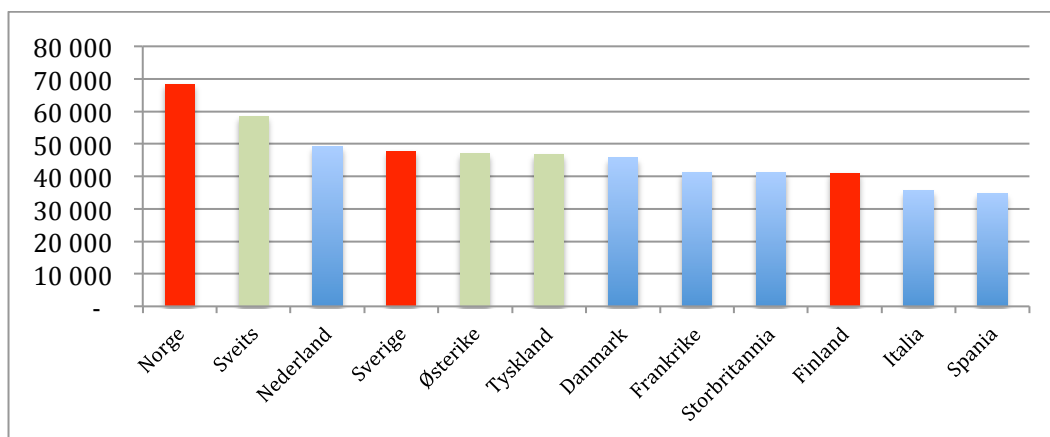
Fra 1.januar 2015 ble det innført en ny momsgrense i Norge. Det er nå mulig å bestille varer fra utlandet for 350 kr. (inkludert frakt) og slippe unna å betale merverdiavgift og toll. Tidligere var denne grensen på 200 kr. Dette er en negativ faktor for den norske sportsbransjen.

Produksjonen av de fleste produkter som tilbys i sportsbransjen skjer i asiatiske land. Det har de siste årene blitt rettet større oppmerksomhet rundt lønns- og arbeidsforholdene i disse landene. Her kan det muligens komme politiske reguleringer som vil kunne bidra til å øke produksjonskostnadene. Dette vil igjen føre til økte kostnader for bransjen, som vil være en negativ faktor.

De politiske forholdene antas på bakgrunn av dette å ha en **nøytral påvirkning på bransjen**, da noen forhold trekker i positiv retning, mens andre trekker i negativ retning.

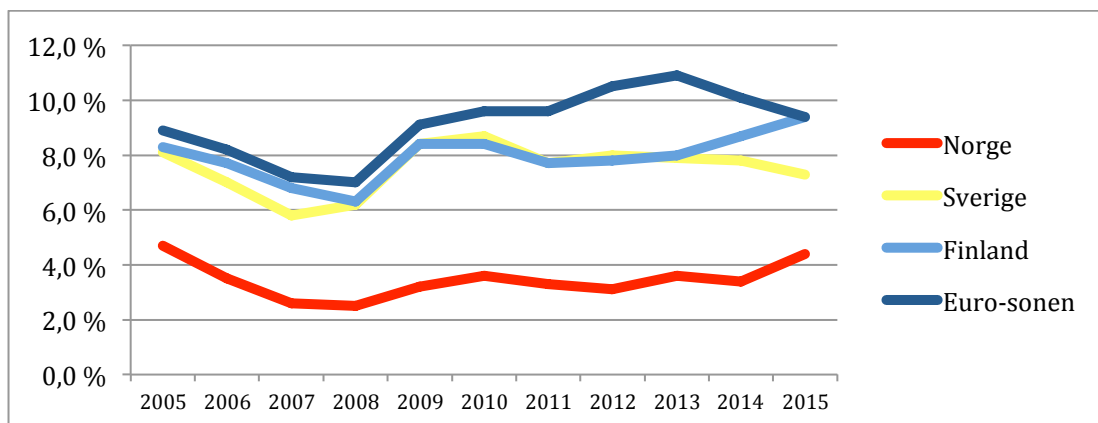
5.2.2 Økonomiske forhold

Kundene i sportsbransjen er private konsumenter. Deres etterspørsel vil påvirkes av makroøkonomiske forhold, som vil påvirke deres inntekt og generelle økonomi. BNP pr. innbygger er et mye brukt mål på velstanden i et land. Som visst i figur 14 skiller Norge seg klart ut fra resten av landene i Europa grunnet oljeinntektene våre. Sverige ligger også høyt, mens Finland ligger nærere gjennomsnittet. De tre potensielle landene XXL vurderer etablering i er også blant de med høyest BNP pr. innbygger i Europa.



Figur 14 BNP pr. innbygger 2015

Arbeidsledigheten sier også noe om hvordan det går med et land. Som figur 15 viser har arbeidsledigheten i Norge vært betydelig lavere enn i Europa de siste 10 årene. De siste par årene har Norge derimot hatt en negativ utvikling grunnet oljedeturen. Sverige har de siste 5-6 årene hatt en positiv utvikling, mens Finland har hatt en negativ utvikling siden 2013. Et av deres virkelig store eksportselskap, Nokia, har slitt enormt og det har hatt betydning for landet generelt.



Figur 15 Historisk arbeidsledighet

Den økonomiske utviklingen i Norge peker i negativ retning, og vil kunne påvirke veksten her de neste årene. Sverige går i motsatt retning, og der kan det antas at veksten kan øke i tiden fremover. Finland har slitt økonomisk de siste årene, selv om det er bedring å spore der nå er det vil det fortsatt by på utfordringer med tanke på vekst. De økonomiske forholdene anses derfor for å kunne ha en **negativ effekt** på bransjen.

5.2.3 Sosiokulturelle forhold

Det har de siste 10-15 årene vært en ganske klar økning i interessen for sport, trening og fitness. Dette bekreftes av Statistisk Sentralbyrå (2015) rapport om fritidsaktiviteter i perioden fra 1997-2014. Rapporten sier at den fysiske aktiviteten i fritiden, gjennom både trening og mosjon, har økt i alle aldersgrupper. Rapporten sier også at voksne som trener minst en gang i måneden har utgifter til medlemsavgifter og utstyr på gjennomsnittlig 3776 kr. i året. En stor del av veksten i sportsbransjen de siste 10 årene antas å stamme fra denne trenden. SSBs undersøkelse er gjort i Norge, med det er nærliggende å anta at resultatene også gjelder for resten av landene i Norden. Denne trenden antas og fortsette og vil ha en **positiv effekt** for sportsbransjen

5.2.4 Teknologiske forhold

Internettsalg er nok den viktigste faktoren innenfor det teknologiske feltet. Tall fra Sportsbransjen (2015) viser at veksten i netthandelen var på ca. 20% i 2015, mot ca. 7% for bransjen generelt. Tall fra Virke (2015) viser at 74% av butikkjedene har egen nettbutikker. Det finnes også konkurrenter som kun fokuserer på nettsalg. Denne utviklingen kan ha både **positive og negative sider for bransjen**. Det kan skape nye konkurrenter som vil trekke i negativ retning. Men om man klarer å utnytte mulighetene internett gir vil det kunne gi positive effekter. XXL har definitivt utnyttet dette til det positive. I følge tall fra Virke er de den største sportskjeden i Norden pr. 2015. De har klart å kombinere internettsalg og butikkdrift gjennom sin multikanal-strategi. Deres logistikksystemer er også posisjonert for å kunne utnytte denne trenden. For XXL antas denne utviklingen derfor å være **positiv**.

5.2.5 Samfunnsmessige forhold

Det har de siste årene blitt et større og større fokus på miljøet. Dette har blant annet ført til økt fokus på mer miljøvennlig transport. Enkelte kommuner har gått så langt som å subsidiere kjøp av el-sykkel, som har vokst frem som et veldig miljøvennlig fremkomstmiddel. Oslo Kommune har som en prøvekampanje tilbudt å dekke 20% av kostnadene (maksimalt 5000 kr) til kjøp av el-sykkel. Det er en av grunnene til den sterke veksten i salget av el-sykler. Sportsbransjen (2015) pekte på vekst i nye produktsegmenter som en av drivere bak veksten i 2015, der el-sykler var et av disse segmentene. De

samfunnsmessige forholdene antas å være **positive for bransjen**, da økt miljøfokus kan øke etterspørselen etter produkter som tilbys i sportsbransjen.

5.2.6 Legale forhold

Som nevnt under punktet politiske forhold kan økt oppmerksomhet rundt lønns- og arbeidsrettigheter i landene som i stor grad produserer varer til sportsbransjen føre til økte produksjonskostnader. Et annet mye diskutert tema de siste årene er søndagsåpne butikker. Om det vedtas at dette skal være lovlig, kan det føre til økte lønnskostnader på disse dagene, uten at det er bevist at det har noe påvirkning på totalt salg. De legale forholdene antas derfor å være **noe negativ**.

Tabell 2 Oppsummering PESTEL

	Effekt på sportsbransjen
Politiske forhold	<i>Nøytral</i>
Økonomiske forhold	<i>Negativ</i>
Sosiokulturelle forhold	<i>Positiv</i>
Teknologiske forhold	<i>Nøytral</i>
Samfunnsmessige forhold	<i>Positiv</i>
Legale forhold	<i>Negativ</i>

5.3 VRIO

VRIO-analysen ser på XXLs ressurser og evner, for å identifisere om noen av disse kan gi selskapet varige konkurransefortrinn, og dermed tjene mer penger enn bransjen generelt. Jeg har her valgt å dele ressursene inn i materielle og immaterielle ressurser. Ressursene det sees nærmere på er de viktigste ressursene til XXL, som antas å være med på å gi selskapet den posisjonen de har i dag. De materielle ressursene består av sentrallagrene, butikkonseptene(varehusene) og produkter. De immaterielle består av ansatte og organisasjonskultur.

5.3.1 Sentrallager

XXL har to fullt automatiserte sentrallager, ett i Norge og ett i Sverige. Selskapet ser på disse to som kjernen i deres velfungerende verdikjede(XXL ASA, 2015). Dette er en av

de sentrale faktorene bak at selskapet klarer å holde kostnadene lave. XXL har betydelig lavere operasjonelle kostnader enn sine konkurrenter. De 10-15% lavere kostnadene bruker selskapet til å sette lavere priser. En stor pristest på flere hundre varer ble gjennomført av TV2 Hjelper Deg, og den viste at XXL i gjennomsnitt var 12% billigere på identiske varer sammenlignet med G-Sport/G-Max (Yildirim, 2016). De lavere kostnadene stammer både fra effekten av sentrallageret, og butikkkonseptet som tillater den effektive logistikken. Viktigheten av sentrallageret illustreres blant annet av hvordan bruttomarginen endret seg i de svenske butikkene etter etablering av sentrallageret i Örebro. Bruttomarginen gikk fra 2013 til 2014 opp fra 34% til 38%. Sentrallegert i Örebro forsyner også butikkene i Finland, og er dimensjonert for å kunne forsyne første del av en etablering i Mellom-Europa. Logistikkprosessene styres sentralt, det kan brukes til å styre vareflyten i ønsket retning når for eksempel værforhold fører til ulike sesonger i ulike deler av landet. På den måten sikrer XXL en mest mulig effektiv logistikk.

Sentrallagrene er derfor en ressurs som absolutt må kunne sies og være verdifull for både kundene og selskapet. Effektivitetsgevinsten XXL henter ut her gir lavere vare- og logistikk-kostnader, som kundene nyter godt av gjennom lavere priser. Det er en ressurs som må kunne karakteriseres som unik, da ingen av deres konkurrenter i Norden har lignende systemer i dag. Det er derimot ikke noe XXL har patent på, og kan kopieres. Dette vil være en krevende prosess å få til for XXLs konkurrenter. Derfor karakteriseres sentrallagrene til XXL som ressurser som kan gi **midlertidige konkurransefortrinn**.

5.3.2 Butikkkonsept

XXL entret det norske markedet i 2001 med et til da ukjent konsept innenfor sportsbransjen. Deres store, alt-i-ett, varehus har vært med på å endre sportsbransjen siden da. XXLs varehus varierer i størrelse fra 3000-5300 kvm. Dette gir dem mulighet til å bestille inn store vareparti og presse innkjøpskostnadene ned. Kundene får også mulighet til å handle alt de trenger på samme plass. Butikkkonseptet til XXL handler ikke bare om størrelse. Alle butikkene eies av kjeden, som gjør at de kan kontrollere hele verdikjeden. De har sentraliserte innkjøps- og logistikkfunksjoner, som er med på å presse kostnadene ned. Logistikk- og innkjøpsprosessen styres i stor grad av automatiserte datasystemer, som gir dem full kontroll over varebeholdninger, vareflyt, osv. Etter hvert oppdaget også andre aktører i bransjen at det var mer lønnsomt mer store varehus. Gresvig etablerte G-

Max konseptet i 2010 og Stadium i Sverige har siden 2007 primært satsset på store varehus.

Selve varehusene kan ikke kunne sies å være unike, da det er lett å kopiere. Det som gjør XXLs konsept unikt er integreringen med logistikk- og datasystemene. Denne helheten gir dem noe deres konkurrenter ikke har pr. dags dato. Der er derimot mulig å gjenskape og kopiere dette, men det vil være tidkrevende. Derfor karakteriseres butikkkonseptet til XXL som en ressurs som kan **midlertidige konkurransefortrinn**.

5.3.3 Produkter

XXL har et bredt spekter av produkter. De fokuserer på kjente merkevarer. Bare ca. 5% av omsetningen kommer fra salg av egne merkevarer, noe som er veldig lavt sammenlignet med flere av deres største konkurrenter. XXLs sentraliserte logistikk systemer tillater dem å kontinuerlig overvåke etterspørselen etter ulike produktkategorier. Dette fører til at sortimentet hele tiden inneholder det kundene etterspør. I 2015 introduserte også XXL sin første Outlet-butikk, der utvalgte produkter det er solgt lite av selges til rabatterte priser. Dette er en effektiv måte å holde sortimentet og vareutvalget oppdatert i butikkene. XXL har også egne innkjøpssjefer for hver produktkategori. Disse har ikke bare ansvar for innkjøp, men også markedsføring og butikkplanlegging for sin kategori. På den måten sikrer selskapet at sortimentet hele tiden følger trender i bransjen, og at disse kommuniseres riktig ut til kundene.

Kundene verdsetter merkevarer til lave priser, som er bevist gjennom XXLs vekst. Produktsortimentet er derimot ikke unikt, da de fleste produkter i også tilbys av XXLs konkurrenter. Bredden XXL tilbyr kan sies å være unik, men det er ikke noen produkter i XXLs sortiment det ikke er mulig å få tak i andre plasser. Det er heller ikke veldig vanskelig å kopiere denne ressursen, da alle leverandører ønsker mest mulig distribusjon av sine produkter. Konkurrenter vil derfor kunne kopiere XXLs produktsortiment om ønskelig. Dette kan derfor ikke sies å være et ressurs som kan skape varige konkurransefortrinn.

5.3.4 Ansatte/organisasjonskultur

I følge konsernsjefen handler fundamentet i XXLs konseptet om menneskene i organisasjonen(XXL ASA, 2015). De ønsker å skape en sterk prestasjonskultur gjennom hele organisasjonen. Dette forsøker de å få til gjennom motiverte og kompetente ansatte. Hver nye butikk krever om lag 50 ansatte. I følge XXL har det i mange tilfeller være over 2000 søkere til disse stillingene(XXL ASA, 2014a), noe som tyder på at XXL anses for å være en attraktiv plass å jobbe. Før hver nye butikkåpning sendes de nyansatte på en ukes kurs på XXLs opplæringscenter på Langåsen. Her jobbes det med å skape teamfølelse og XXL-kultur(XXL ASA, 2013). Denne uken er med på å skape vinnerkulturen selskapet ønsker hos sine ansatte.

Hver og en enkelt ansatt kan ikke kunne karakteriseres som en unik ressurs. Det vil hele tiden være en grad av utskiftning av ansatte. Noen vil slutte, og nye vil begynne. Det som derimot er unikt, og vanskelig å gjenskape, er kulturen selskapet har bygget opp. Denne forsvinner ikke selv om enkelte ansatte slutter. Den er med på å gi verdi både for selskapet og for kunden, gjennom dyktige og motiverte ansatte. Organisasjonskulturen karakteriseres derfor som en unik ressurs, som kan være med på å gi XXL **varige konkurransefortrinn**.

5.3.5 Oppsummering VRIO

VRIO-analysen er oppsummert i tabellen under. Som analysen over indikerer er det bare en av ressursene som oppfyller alle kravene, og dermed kan gi varige konkurransefortrinn. Butikkkonseptet og sentrallagrene er foreløpig sjeldne og vanskelig å kopiere på kort sikt. Disse er derfor med på å gi XXL midlertidige konkurransefortrinn, som kan konkurreres bort over tid.

Tabell 3 Oppsummering VRIO

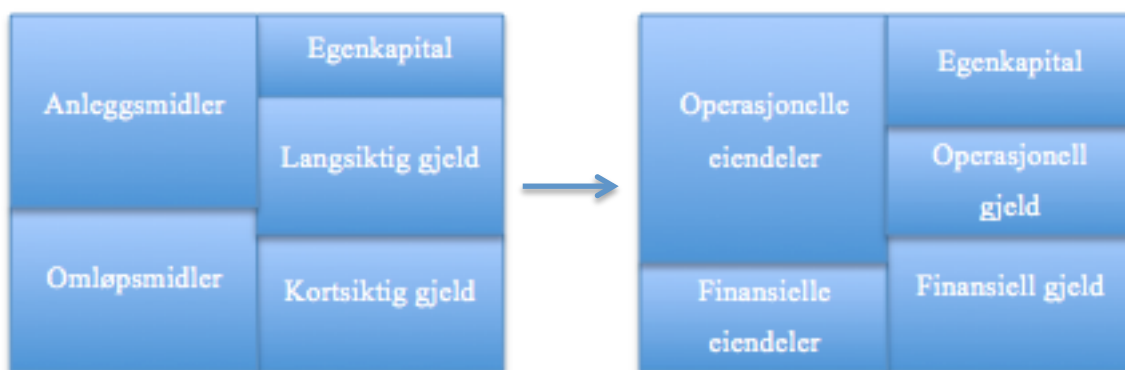
Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	Vanskelig å kopiere?	Utnyttet av organisasjonen?
Sentrallager	Ja	Ja	Nei	Ja
Butikkkonsept	Ja	Ja/nei	Nei	Ja
Produkter	Ja	Nei	Nei	Ja
Ansatte	Ja	Nei	Nei	Ja
Organisasjonskultur	Ja	Ja	Ja	Ja

6 Regnskapsanalyse

I dette kapittelet vil regnskapstallene til XXL omgrupperes for å være tilpasset et investorperspektiv. Resultatregnskapet vil så normaliseres ved å fjerne unormale poster eller ”engangs”-hendelser. Disse tallene brukes så videre for å prognostisere fremtidige kontantstrømmer og beregne verdien på selskapet. Etter omgrupperingen vil det gjennomføres en analyse av historiske regnskapstall, og sammenligne disse mot noen av XXLs konkurrenter. Datagrunnlaget består av regnskapstall fra 2011 til 2015, bestilt fra Brønnøysundregistrene. Disse er lagt inn i regneprogrammet Microsoft Excel. Regnskapstallene ligger som vedlegg 1 og vedlegg 2.

6.1 Omgruppering av balansen

Balansen må omgrupperes for å være tilpasset et investorperspektiv. Målet er å identifisere det som defineres som *investert kapital* (Koller m.fl., 2010). Omgrupperingen er illustrert i figuren under.



Figur 16 Omgruppering av balanse

6.1.1 Immaterielle eiendeler

XXLs immaterielle eiendeler består av *goodwill*, *varemerker*, *lisenser* og *software*. Goodwillen er på ca. 2,7 mrd. NOK og stammer fra ”oppkjøpet” av XXL Sport og Villmark AS i 2010, som var den norske delen av selskapet. Goodwillen klassifiseres som operasjonell. Varemerke, lisenser og software antas også å brukes i driften og klassifiseres derfor også som operasjonell.

6.1.2 Varige driftsmidler

XXL leier alle sine butikklokaler, og disse utgiftene ligger under andre driftskostnader i regnskapene. De varige driftsmidlene består derfor i hovedsak av det som i regnskapsnotene kalles ”*fixtures and fittings*”, som oversatt betyr *butikkinventar*. En del av de varige driftsmidlene er også *maskiner og utstyr*. Alle varige driftsmidler antas å være en del av driften, og klassifiseres derfor som operasjonelle.

6.1.3 Finansielle anleggsmidler

Pr. 2015 har XXL *ingen finansielle anleggsmidler*. Frem til 2014 hadde de et lån til tilknyttet et selskap. Dette var et lån til EQT, private equity selskapet som kom inn på eiersiden i 2010. Lånet ble nedbetalt i sin helhet ved børsnotering høsten 2014.

6.1.4 Omløpsmidler

XXLs omløpsmidler består av *varer, fordringer og bankinnskudd/kontanter*.

Varebeholdningen klassifiseres som operasjonell. Fordringer består av kundefordringer og andre fordringer. Kundefordringene klassifiseres som operasjonelle. Andre fordringer består av forhåndsbetalte kostnader og påløpte inntekter, det antas at disse er operasjonelle.

Bank-/kontantbeholdningen er pr. 2015 på ca. 87 millioner NOK. Av dette er 23 millioner forskuddstrekk av skatt, og dermed bundne midler. Ca. 64 millioner er frie midler. Eventuell overskuddslikviditet bør klassifiseres som finansielle eiendeler, men det kreves imidlertid en del kontanter for å drifte selskapet. Koller m.fl. (2010) har undersøkt kontantbeholdningen blant ikke-finansielle selskaper i USA, og mener kontantbeholdninger over 2% av salgsinntekter bør klassifiseres som finansielle eiendeler. For XXL tilsvarer 2% av salgsinntektene at de kan ha en operasjonell kontantbeholdning på ca. 129 millioner. Det må også tas høyde for høy sesongvariasjon i sportsbransjen, som krever store utskiftninger i varelageret flere ganger hvert år. XXL er også et selskap i vekst, og det krever en viss kontantbeholdning. På bakgrunn av dette klassifiseres hele XXLs kontantbeholdning som operasjonell.

6.1.5 Kortsiktig gjeld

Den kortsiktige gjelden består av *leverandørgjeld, betalbar satt, skyldige offentlige avgifter og annen kortsiktig gjeld*. Ingen av disse postene er rentebærende gjeld. Det er gjeld som oppstår fra driften av selskapet. Alle disse postene defineres derfor som driftsrelatert gjeld.

6.1.6 Langsiktig gjeld

XXLs langsiktige gjeld består av utsatt skatt på ca. 61 millioner NOK og langsiktig konserngjeld på ca. 1,1 mrd. NOK. Konserngjelden består av rentebærende banklån. Denne defineres som finansiell gjeld. Utsatt skatt som skyldes driften skal i følge Koller m.fl. (2010) behandles som egenkapitalekvivalent. XXLs utsatt skatt stammer fra midlertidige skatteforskjeller knyttet til driftsrelaterte eiendeler, og behandles derfor som egenkapitalekvivalent.

XXLs omgrupperte balanse blir da følgende for årene 2011-2015:

Tabell 4 Omgruppert balanse

Omgruppert balanse (tall i 1000 NOK)	2011	2012	2013	2014	2015
Operasjonelle anleggsmidler	2 867 027	2 643 386	3 360 801	3 429 000	3 529 000
Operasjonelle omløpsmidler	948 970	1 072 318	1 469 271	1 904 000	2 310 000
- Driftsrelatert gjeld	519 954	533 452	913 330	965 000	1 296 000
Investert kapital	3 296 043	3 182 252	3 916 742	4 368 000	4 543 000
Finansielle anleggsmidler	6 991	6 572	4 030	-	-
Sum	3 303 034	3 188 824	3 920 772	4 368 000	4 543 000
Egenkapital	674 393	433 913	1 173 481	3 219 000	3 366 000
Egenkapital ekvivalent (utsatt skatt)	28 693	22 580	40 784	52 000	61 000
Finansiell gjeld	2 599 948	2 732 331	2 706 507	1 097 000	1 116 000
Sum	3 303 034	3 188 824	3 920 772	4 368 000	4 543 000

6.2 Normalisering av resultatposter

Koller m.fl. (2010) peker på viktigheten av å fjerne ”engangs”-hendelser fra resultatet for å få mest mulig nøyaktige prognoser. Regnskapsnotene er gjennomgått for å identifisere unormale poster.

6.2.1 Driftsinntekter

Driftsinntektene består av *salgsinntekter* og *annen driftsinntekt*. Salgsinntektene knytter seg til salg av varer og karakteriseres som en normal post. Det fremkommer ikke av notene hva posten annen driftsinntekt inneholder. Det er en liten post på mellom 1 og 5 millioner NOK. Denne antas å være unormal og tas ikke med i beregningene av normalisert driftsresultat.

6.2.2 Driftskostnader

Driftskostnadene består av varekostnader, lønnskostnader, avskrivninger og andre driftskostnader. Varekostnadene er tilknyttet salg av varer og anses for å være normale. Lønnskostnader klassifiseres også som normale. Avskrivningene relaterer seg til verdiforringelse på varige driftsmidler, og anses også for å være normale. Andre driftskostnader består primært av husleie, markedsføringskostnader og andre kostnader. Husleie og markedsføring anses for å være normale. Andre kostnader består av it-lisenser, vedlikehold, avgifter og andre kostnader, denne posten klassifiseres også for å være normal. Det fremkommer imidlertid fra notene til regnskapet i 2014 at XXL har hatt engangskostnader knyttet til børsnoteringen på 36 millioner NOK. Det klassifiseres som en engangshendelse og korrigeres mot driftsresultatet for 2014.

6.2.3 Valuta

XXL handler varer i både NOK, SEK, EURO og USD. De selger varer i NOK, SEK og EURO. Tap og gevinst knyttet til valuta fremkommer som annen finansinntekt og annen finanskostnad i regnskapet. Disse postene er derfor ikke inkludert i driftsresultatet. Det kan argumenteres for at disse postene er operasjonelle og knyttet til driften da de relaterer seg til både salgsinntekter og varekostnader. Valutamarkedet er derimot totalt sett et nullsumspill over tid. Det vil også være vanskelig å bergene effektene av disse postene mot driften, da det er begrenset informasjon i regnskapsnotene. Jeg velger derfor å la disse postene stå der de står, og tar ikke høyde for dem i beregningen av normalisert NOPLAT.

6.2.4 Skatt

Kaldestad og Møller (2011) anbefaler å benytte effektiv skatt på driftsresultatet. Da XXL pr. 2015 har sin virksomhet i tre land med ulik nominell selskapsskatt vil den effektive skatten variere. Effektiv skatt på de historiske resultatene beregnes ved å vekte nominell skatt i hvert land med andel av totale salgsinntekter. Dette antas å være rimelig da kostnadene er forholdsvis like i hvert land, og investeringene knyttet til nye butikker er forholdsvis lave da alle butikker leies. Det vil for noen år oppstå avvik her, men dette antas å skyldes ”engangs-hendelser”. Derfor brukes vektet nominell skatt for hvert land som effektiv skatt, som trekkes fra NOPLAT for hvert år. I tabellen under er det beregnet normalisert historisk driftsresultat, NOPLAT og ROIC.

Tabell 5 Historiske resultater

Resultatregnskap (tall i 1000 NOK)	2011	2012	2013	2014	2015
Inntekter					
Salgsinntekter	2 466 342	3 102 223	4 008 421	5 212 000	6 486 000
Normaliserte inntekter	2 466 342	3 102 223	4 008 421	5 212 000	6 486 000
<i>Vekst i salgsinntekt %</i>	<i>114 %</i>	<i>25,8 %</i>	<i>29,2 %</i>	<i>30,0 %</i>	<i>24,4 %</i>
Driftskostnader					
Varekostnader	1 440 481	1 854 812	2 399 497	3 083 000	3 908 000
Lønns- og personalkost	347 089	443 052	606 318	799 000	991 000
Andre driftskostnader	358 820	438 723	544 498	732 000	863 000
Sum driftskostnader	2 146 390	2 736 587	3 550 313	4 614 000	5 762 000
Engangsposter				36 000	
Normalisert EBITDA	319 952	365 636	458 108	634 000	724 000
EBITDA margin	13,0 %	11,8 %	11,4 %	12,2 %	11,2 %
bruttomargin	41,6 %	40,2 %	40,1 %	40,8 %	39,7 %
Avskrivning	343 473	353 987	58 967	80 000	91 000
EBITA(driftsresultat)	-23 521	11 649	399 141	554 000	633 000
Skatt på EBIT	-6 468	3 203	103 777	149 580	164 580
NOPLAT	-17 053	8 446	295 364	404 420	468 420
Investert kapital	3 296 043	3 182 252	3 916 742	4 368 000	4 543 000
ROIC	-0,5 %	0,3 %	9,3 %	10,3 %	10,7 %

6.3 Nøkkeltall

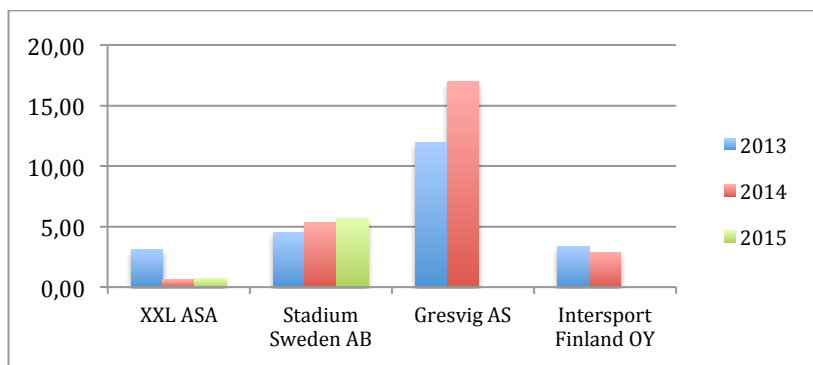
Her vil det beregnes ulike regnskapsmessige nøkkeltall for de tre siste årene. Disse vil sammenlignes med samme tall fra konkurrerende selskaper. Jeg har valgt å sammenligne med XXLs største konkurrenter i henholdsvis Norge, Sverige og Finland. I Norge er det Gresvig, som eier både Intersport, G-Sport og G-Max. I Sverige er det Stadium Sweden

AB, og i Finland er det Intersport Finland OY. Tallene for Gresvig er hentet fra (Proff, 2016), tallene for Stadium og Intersport Finland er hentet fra (Largest Companies, 2016a, 2016b). Tallene er ikke konvertert til NOK, da det bare er beregnet forholdstall. For Gresvig AS og Intersport Finland OY mangler foreløpig regnskapsdata for 2015.

6.3.1 Soliditet

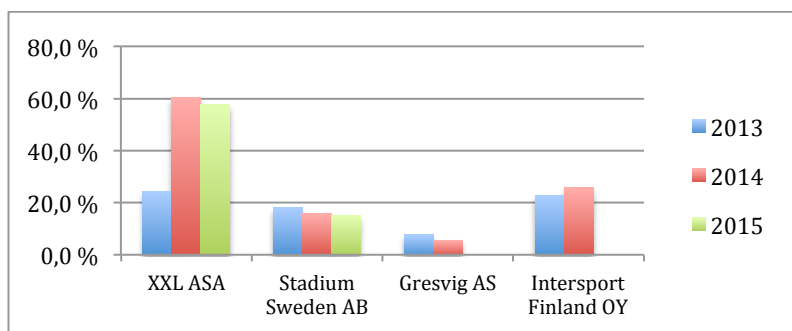
Soliditet uttrykker en bedrifts evne til å tåle tap (Hoff, 2010). Denne uttrykkes blant annet gjennom egenkapitalprosent og gjeldsgrad. Egenkapitalprosenten er egenkapitalen i prosent av total kapitalen. Gjeldsgraden uttrykker forholdet mellom gjeld og egenkapital, jo lavere gjeldsgraden er jo lavere risiko er det for mislighold av lån.

Figur 17 viser gjeldsgraden for XXL og deres største konkurrenter i Norden. Som figuren viser har XXL historisk hatt en lav gjeldsgrad. Den ble enda lavere fra 2014 da selskapet gikk på børs. XXL har klart å vokse selv med en lav gjeldsgrad, gjennom måten de finansierer sine nye butikker på. Stadium og Intersport Finland har noe høyere gjeldsgrad, og dermed noe høyere risiko for mislighold av lån. Gresvig har en betydelig høyere gjeldsgrad.



Figur 17 Gjeldsgrad XXL, Gresvig, Stadium og Intersport

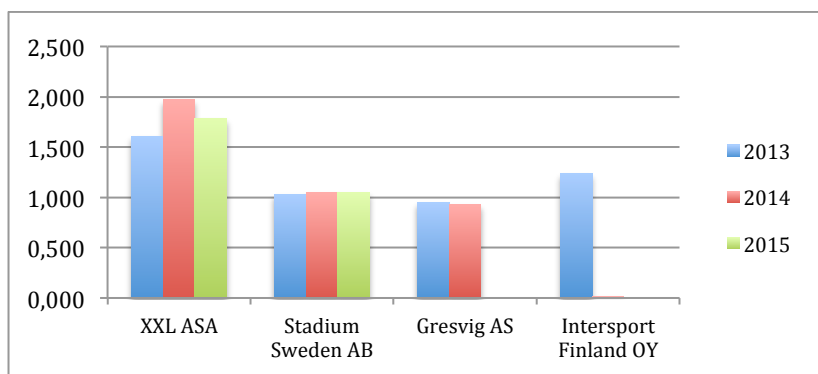
Figur 18 viser egenkapitalprosenten i de fire selskapene. Også her skiller XXL seg ut, spesielt de siste to årene etter at selskapet ble børsnotert.



Figur 18 Egenkapitalprosent XXL, Gresvig, Stadium og Intersport

6.3.2 Likviditet

Likviditeten sier noe om en bedrifts betalingsevne. Det er normalt å bergene to likviditetsgrader, 1 og 2. Likviditetsgrad 1 viser forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Jo høyere denne er jo bedre. Det er også normalt å bergene denne med kun de mest likvide omløpsmidlene over kortsiktig gjeld (likviditetsgrad 2). Da det ikke var mulig å få fullstendige regnskapsdata for Stadium og Intersport Finland, er det kun beregnet tall for likviditetsgrad 1.



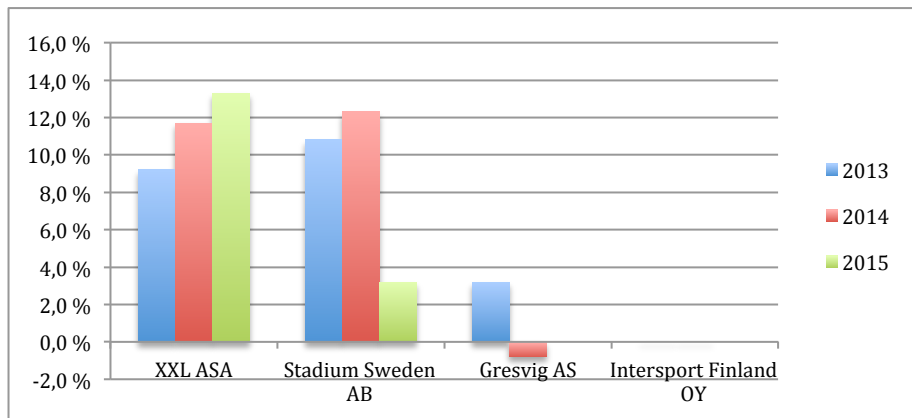
Figur 19 Likviditetsgrad 1 XXL, Gresvig, Stadium og Intersport

Som figuren viser har XXL historisk hatt en høyere likviditetsgrad enn sine konkurrenter. Det gir en indikasjon på at de har en bedre betalingsevne enn sine konkurrenter.

6.3.3 Lønnsomhet

Totalkapitalrentabiliteten er et mye brukt regnskapsmessig mål på verdiskapningen. Den skal vise avkastningen på den totale kapitalen i bedriften, uavhengig av andelen gjeld og egenkapital(Hoff, 2010). Den viser derfor ordinært resultat før skatt pluss rentekostnader,

delt på totalkapitalen. I tabellen nedenfor er totalkapitalrentabiliteten beregnet for XXL og deres konkurrenter. Som figuren viser har XXL oppnådd høyest totalkapitalrentabilitet, fulgt av Stadium. XXLs totalkapitalrentabilitet har også steget hvert år fra 2013. Gresvig hadde negativ totalkapitalrentabilitet i 2014. Intersport Finlands totalkapitalrentabilitet vises noe dårlig, grunnet at den var henholdsvis 0% og -0,3% i 2013 og 2014.



Figur 20 Totalkapitalrentabilitet XXL, Gresvig, Stadium og Intersport

7 Beregning av avkastningskrav

Som vist i kapittel 3.3 er det flere faktorer som må beregnes og identifiseres for å kunne beregne et vektet avkastningskrav til totalkapitalen (WACC). Først vil egenkapitalkostnaden beregnes ved å velge en risikofri rente, beregne beta og bestemme markedets risikopremie. Deretter vi gjeldskostnaden estimeres. Til slutt beregnes WACC ved å vekte egenkapital- og gjeldskostnaden med deres respektive markedsverdier. Det gjøres så en rimelighetsbetraktning av WACC for å vurdere om beregnet WACC er fornuftig å bruke.

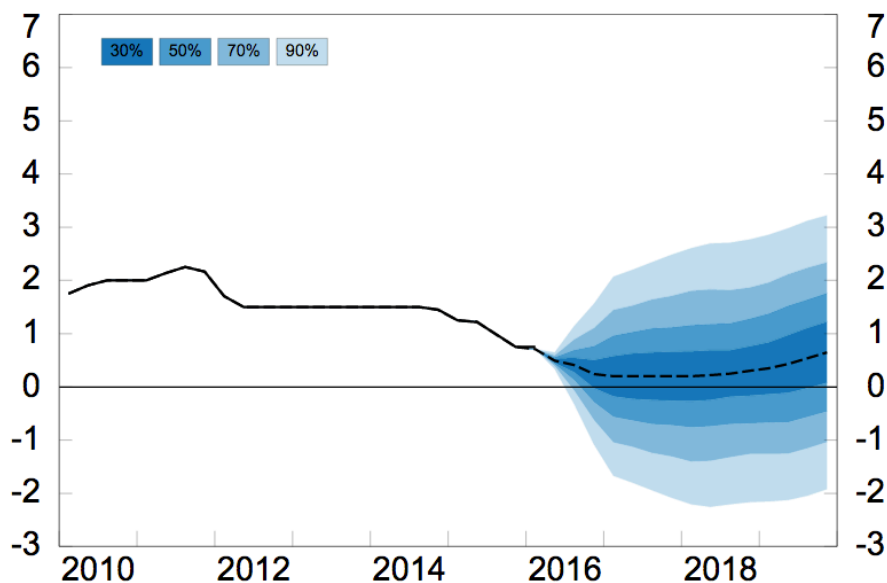
7.1 Egenkapitalkostnad

Egenkapitalkostnaden beregnes ved å benytte CAPM-modellen. Modellen, definert i kapittel 3.3.1, er som følger:

$$R_{ek} = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

7.1.1 Risikofri rente

Normalt brukes statsobligasjonsrenter som et estimat på den risikofrie renten. For denne oppgaven velges 10-årig statsobligasjonsrente som den risikofrie renten. Dette fordi varigheten på denne stemmer best overens ved varigheten på kontantstrømmene som skal verdsettes. På verdsettelsestidspunktet, 10.mai 2016, er den norske 10-årige statsobligasjonsrenten notert til **1,33%** (Norges Bank, 2016b). Dette er en historisk lav rente, som skyldes konjunktursituasjonen i Norge pr. dags dato. Rentebanen til Norges Bank indikerer at rentene vil ligge på dette nivået en god stund fremover, og det kan også komme en eller to rentenedsettinger i løpet av 2016. Rentebanen er illustrert i figur 21 på neste side. På bakgrunn av dette mener jeg det er rimelig å bruke denne renten som risikofri rente.



Figur 21 Rentebane Styringsrente i Norge (Norges Bank, 2016a)

7.1.2 Beta

Beta bestemmes av en aksjes relative volatilitet til aksjemarkedet. Jeg har beregnet XXLs beta med datapunkter fra verdsettelsestidspunktet tilbake til børsnoteringen 3.10.2014. Det er benyttet daglige datapunkter. Denne betaen er beregnet til 0,42(vedlegg 3). Det er derimot flere svakheter ved denne beregningen. Perioden betaen er beregnet over er for kort til å benytte månedlige datapunkter, som er det anbefalte. Tidsperioden er også kortere enn anbefalt, som er mellom 4-6 år(Koller m.fl., 2010). Det må derfor gjøres noen justeringer på denne betaen.

Som Kaldestad og Møller (2011) viser til er det vanskelig å beregne en nøyaktig beta, og ofte er det mest naturlig å klassifisere beta i en lav, middels eller høy kategori. Det som peker i retning av at XXL har en lav beta er blant annet at bransjen ikke er veldig konjunkturavhengig, som visst av veksten i bransjen de siste 10 årene. XXL har også en lav gjeldsgrad, som reduserer forretningsrisiko og beta. Da ingen av XXL konkurrenter i Norden er børsnoterte er det også vanskelig å finne direkte sammenlignbare selskaper. XXL har også på nåværende tidspunkt en spesiell posisjon i markedet, grunnet sine kostnadsfortrinn, som gjør en direkte sammenligning urimelig.

På bakgrunn av drøftingen over velges det derfor å bruke XXLs beregnede beta som utgangspunkt, og justere denne i henhold til Blume (1975), som hevder at beta beveger

seg mot markedsgjennomsnittet (1,00) over tid. For å justere for dette vektet beregnet beta for XXL med 2/3 før det legges til 1/3. Det gir følgende verdi for justert beta:

$$\text{Justert beta} = 0,33 + 0,67 * 0,42 = 0,62$$

Egenkapitalbetaen til XXL settes til **0,62**.

7.1.3 Markedets risikopremie

Som diskutert i teorikapittelet skal markedets risikopremie representere den meravkastningen man kan forvente i aksjemarkedet, sammenlignet med den risikofrie renten. Som påpekt av blant annet (Kaldestad & Møller, 2011; Koller m.fl., 2010; Penman, 2013) ligger markedets risikopremie i området rundt 5%. XXL beregner også nåverdien av balanseført goodwill knyttet til den norske virksomheten. Verdien av denne diskonteres med et vektet avkastningskrav der markedets risikopremie er bestemt å være 5%, basert på sammenlignbare selskaper(XXL ASA, 2015).

Derfor velges markedets risikopremie til å være **5%**.

Egenkapitalkostnaden kan da berignes:

$$R_{ek} = 1,33\% + 0,62 * 5\% = \mathbf{4,43\%}$$

Egenkapitalkostnaden kan virke noe lav, men dette skyldes de historisk lave rentene vi har pr. dags dato. Ifølge rentebanen til Norges Bank ser det ikke ut som rentene skal stige med det første, og det forventes også en eller to rentenedsetting i løpet av 2016.

7.2 Gjeldskostnad

Ettersom avkastningskravet er ute etter å beregne en alternativkostnad, bør det i følge Kaldestad og Møller (2011) velges markedsrente for gjeldsrenten i avkastningskravet. XXL har pr. 2015 ca. 1 mrd NOK i banklån, satt sammen av lån i ulike banker. De betaler pr. 2015 2,34% rente på disse lånene. Den lave lånekostnaden stammer både fra de historiske lave rentene vi har pr. dags dato og selskapets soliditet. XXL har en bokført

gjeldsgrad på ca. 20%. På bakgrunn av dette velges en gjeldskostnad på 2,5% før skatt. I beregningen av WACC skal denne beregnes etter skatt. Det trekkes derfor fra 25% skatt, som er selskapsskatten i Norge pr. 2016. Dette gir en **gjeldskostnad etter skatt på 1,875%**

7.3 Beregning av WACC

På bakgrunn av beregningen over kan WACC beregnes. WACC skal estimeres ved å bruke markedsverdier for gjeld og egenkapital. For gjelden brukes bokført gjeld, da denne er et godt estimat på virkelig verdi. Det antas også at denne ikke har endret seg fra årsskiftet frem til verdsettelsestidspunktet. Pr. 31.12.2015 var verdien av gjelden på kr. 1 124 000 000. Markedsverdien av egenkapitalen finnes ved å multiplisere antall utstedte aksjer i selskapet med aksjeprisen på verdsettelsestidspunktet. Aksjekursen stod 10.mai 2016 i kr. 95,50, og antall utstedte aksjer er 138 512 123. Dette gir en markedsverdi på egenkapitalen på kr. 13 227 807 746. Dette gir følgende tall:

Egenkapitalandel = 92,5 %

Gjeldsandel = 7,5%

$$WACC = 4,43\% * 0,925 + 1,875\% * 0,075 = 4,24 \%$$

Jeg anser beregnet WACC for å være noe lav. I følge Boye og Meyer (2008) fastsettes ofte avkastningskravet i Norge på grunnlag av relativt grov skjønn. Dette stammer i hovedsak fra usikkerheten i beregningen av avkastningskravet til egenkapitalen. Det legges derfor ofte til et skjønnsmessig tillegg for forretnings- og finansiell risiko. Det er knyttet noe usikkerhet til beregning av beta for XXL. Den risikofrie renten er også historisk lav. Rentebanen til Norges Bank viser at renten kan gå noe lavere enn i dag, men det er også muligheter for at renten kan stige etter hvert. For å ta høyde for noe av denne usikkerheten velger jeg derfor å justere opp avkastningskravet til **6%**, som jeg mener er et mer fornuftig anslag enn opprinnelig beregnet. Det avkastningskravet har derfor også rom for at langsiktig risikofri rente kan stige noe.

Avkastningskravet for totalkapitalen for denne oppgaven blir derfor **6%**.

8 Prognoser for fremtiden

Det er ingen tvil om at XXL er et vekstselskap. De har hatt en vekst i salgsinntektene på over 20% hvert av de 5 siste årene. I følge Petersen og Plenborg (2012) bør prognoseperioden være lengre for vekstselskaper enn for mer modne selskaper. Det er derimot vanskelig å spå utvikling om prognoseperioden blir for lang. Jeg har valgt å lage prognoser for en 8-års periode. Prognoser utover denne perioden vil kunne bli for unøyaktige. Det antas derfor at XXL på slutten av denne perioden vil være kommet til det som kalles ”steady state”, slik at verdien fra det punktet og ut kan beregnes ved en terminalverdi. Det vil utarbeides prognoser for salg, kostnader, investering og skattesats. Prognosene vil danne utgangspunktet for verdiberegningen av XXL.

Bakgrunnen og forutsetningene for prognosene stammer fra regnskapsanalysen i kapittel 6 og den strategiske analysen i kapittel 5. **Alle tall er oppgitt i 1000 NOK.**

8.1 Salg

Driveren bak vekst i salgsinntektene for XXL vil være åpning av nye varehus og vekst i eksisterende varehus. Vekst i eksisterende varehus defineres som *like-for-like* vekst.

8.1.1 Nye varehus

I prospektet XXL presenterte i forbindelse med børsnoteringen i 2014 kom de med antagelser for videre vekst i antall varehus. De sa da at de mener det er rom for å vokse mot totalt ca. 30 varehus i Norge, ca. 30 i Sverige og ca. 20 i Finland.

6.mai 2016 åpnet XXL sitt 26 varehus i Norge i Harstad. Det er allerede signert leasingskontrakter for fem andre butikker i Norge, som det er planlagt skal åpne i løpet av 2016(XXL ASA, 2016b). Totalt antall butikker i Norge kan derfor komme opp i over 30 allerede i 2016. Jeg mener det fortsatt er rom for et par ekstra varehus, og legger inn to nye varehus i 2017 og ett nytt i 2018 i prognosene. Fra 2018 antas der derimot at markedet for nye varehus i Norge er mettet.

I Sverige er det signert kontrakter for tre nye varehus for 2016(XXL ASA, 2016b). Som visst i PESTEL-analysen trekker de makroøkonomiske forholdene i Sverige i riktig retning. Det forventes derfor at XXL når sitt mål om 30 butikker i Sverige innen 2018.

Finland har vært en suksesshistorie for XXL, da de allerede andre driftsår (2015) produserte et positivt driftsresultat før avskrivninger (EBITDA). Pr. 2015 har XXL 8 varehus i Finland. Det forventes at XXL også her vil vokse videre til de når sitt mål om ca. 20 varehus i landet i 2018.

Ekspansjonen til Finland har visst XXLs styrke i å entre nye markeder. En ekspansjon videre ut i Mellom-Europa har vært planlagt en stund. Selv om det enda ikke er vedtatt antas det at dette kommer til å skje. Som vist i PESTEL-analysen er både Sveits, Tyskland og Østerrike land med høy BNP pr. sysselsatt. Landene er lokalisert rundt Alpene og har fire sesonger med salg av sportsutstyr, lik de nordiske markedene. En ekspansjon her gir derfor mening. Sentrallageret i Sverige er også dimensjonert for å kunne håndtere startfasen i en eventuell etablering i Europa. Det antas at XXL lykkes med dette og etablerer sine første varehus i området i 2018, for deretter å ekspandere videre frem til 2022.

Det gir følgende prognose for nye varehus. Totalt antall varehus vil være 114 ved slutten av 2022.

Tabell 6 Prognose antall nye varehus

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Norge	6	2	1					
Sverige	3	3	4					
Finland	2	4	4	2				
Mellom-Europa			2	6	8	8	5	0
Nye butikker pr. år	11	9	11	8	8	8	5	0

8.1.2 Vekst i eksisterende varehus

Vekst i eksisterende varehus er synonymt med det som kalles *like for like* vekst. Denne veksten viser vekst i varehusene som var i drift forrige driftsår. Sverige antas å ha den sterkeste vesten grunnet deres økonomiske situasjon. Som visst i den strategiske analysen

er arbeidsledigheten på vei opp i Norge, noe som kan ha innvirkning på veksten i sportsbransjen. På bakgrunn av VRIO-analysen mener jeg XXL posisjon tillater de å ta markedsandeler fra sine konkurrenter selv om veksten i bransjen kan avta. Derfor bergenes veksten for de neste årene å ligge rundt 3%, før den etter hvert går mot langsiktig vekst på 1,5%. Sportsbransjen i Finland har de siste årene hatt lavere vekst enn i Norge og Sverige, men XXL har siden oppstarten i 2014 opplevd god vekst. Det ventes at denne trenden vil fortsette. Da XXL fortsatt er i en tidlig fase i landet forventes det at veksten her øker enda noe de nærmeste årene, da selskapet blir enda mer kjent i markedet. Sportsmarkedene i Mellom-Europa består i stor grad av franchise-butikker, med omsetning pr. butikk lik XXLs konkurrenter i Norden. Det forventes derfor at XXLs konsept passer bra inn i dette markedet, som vil gi god vekst de første årene. Derfor blir prognosene for like for like vekst slik:

Tabell 7 Prognose vekst i eksisterende varehus

Like for like vekst								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Norge	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	1,5 %
Sverige	5,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	1,5 %
Finland	3,0 %	4,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,5 %	1,5 %
Mellom-Europa				5,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	1,5 %

8.1.3 Total salgsinntekt

På bakgrunn av prognosene for nye varehus og vekst i eksisterende varehus kan total salgsinntekt bergenes. Det foresettes at de nye varehusene klarer å oppnå en omsetning pr. varehus omentrent lik gjennomsnittsnivået pr. 2015 for hvert enkelt land. Det gir følgende tall:

Tabell 8 Gjennomsnittlig omsetning pr. nye varehus

Snittomsetning pr. nye butikk	
Norge	130 000
Sverige	110 000
Finland	100 000
Mellom-Europa	100 000

Tabell 9 Prognose totale salgsinntekter

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Total salgsinntekt	8 032 510	9 323 528	10 832 380	12 000 677	13 172 879	14 338 735	15 109 786	15 336 432
Norge	4 505 510	4 900 675	5 177 696	5 333 026	5 466 352	5 603 011	5 743 086	5 829 232
Sverige	2 477 250	2 931 113	3 488 357	3 593 008	3 700 798	3 793 318	3 888 151	3 946 473
Finland	1 049 750	1 491 740	1 966 327	2 264 643	2 355 229	2 425 886	2 486 533	2 523 831
Mellom-Europa	-	-	200 000	810 000	1 650 500	2 516 520	2 992 016	3 036 896
Vekst i %	23,8 %	16,1 %	16,2 %	10,8 %	9,8 %	8,9 %	5,4 %	1,5 %

8.2 Kostnader

8.2.1 Varekostnader

Varekostnadene har historisk vært på et stabilt nivå på ca. 60% av salgsinntektene. Dette gir en bruttomargin på 40%. Det antas at XXL vil klare å opprettholde disse marginene i prognoseperioden. Det forutsettes at bruttomarginene vil være noe lavere under oppstart i nye land, slik det også har vært historisk. Dette skyldes i stor grad priskriger for å ta markedsandeler. Dette antas å være midlertidige forskjeller som vil jevne seg ut over tid. Som XXL påpeker i sin årsrapport for 2015 har de forbedret marginene i Sverige etter at de fikk på plass det nye sentrallageret i Örebro. Dette forsyner også Finland, og har mulighet for å forsyne Europa i en startfase. Prognosene for bruttomargin og varekostnad er dermed som følger:

Tabell 10 Prognose bruttomargin

Bruttomargin	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Norge	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Sverige	39,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Finland	35,0%	37,0%	39,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Europa			31,0%	32,0%	34,0%	35,0%	35,0%	35,0%

Tabell 11 Prognose varekostnad

Varekostnad	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Norge	2 703 306	2 940 405	3 106 617	3 199 816	3 279 811	3 361 807	3 445 852	3 497 539
Sverige	1 511 123	1 758 668	2 093 014	2 155 805	2 220 479	2 275 991	2 332 891	2 367 884
Finland	682 338	939 796	1 199 459	1 358 786	1 413 137	1 455 532	1 491 920	1 514 299
Europa	-	-	138 000	550 800	1 089 330	1 635 738	1 944 810	1 973 982
Totalt	4 896 766	5 638 869	6 537 091	7 265 206	8 002 757	8 729 067	9 215 472	9 353 704

8.2.2 Lønnskostnader

Lønnskostnadene i XXL har steget fra ca. 14% av salgsinntekter til ca. 15% av salgsinntekter de siste årene. Dette antas å stamme fra den sterke lønnsutviklingen det har vært i Norge i perioden. I prognosene brukes 15% av salgsinntekter som grunnlag. Grunnet Norges økonomiske utfordringer ventenes det lavere vekst i lønninger de neste årene. En etablering i Europa vil også kunne dra lønnskostnadene ned, grunnet lavere lønnsnivå enn i Norden. 15% av salgsinntekter anses derfor for å være et bra anslag.

Tabell 12 Prognose lønnskostnader

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Lønnskostnader	1 204 877	1 398 529	1 624 857	1 800 102	1 975 932	2 150 810	2 266 468	2 300 465
<i>i % av salg</i>	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %

8.2.3 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader har historisk variert et sted mellom 13-14% av salgsinntektene. Det antas at disse ikke vil øke i særlig grad i prognoseperioden. Husleie representerer en stor del av andre kostnader. Da XXL har etablert butikker på de i utgangspunktet mest attraktive lokasjonene kan det tenkes at husleie for fremtidige varehus kan gå noe ned. Andre driftskostnader inneholder også markedsføringskostnader. Det må antas at disse øker noe under etableringer i nye land. Dette kan observeres i både 2010 og 2014, da XXL gikk inn i Sverige og Finland. Det legges derfor inn noe høyere kostnader i 2018 og 2019 grunnet forutsetningene om ekspansjon til Mellom-Europa.

Tabell 13 Prognose andre driftskostnader

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Andre driftskostnader	1 084 389	1 258 676	1 624 857	1 800 102	1 778 339	1 935 729	2 039 821	2 070 418
<i>i % av salg</i>	13,5 %	13,5 %	15,0 %	15,0 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %

8.3 Investeringer

XXLs strategi har gitt dem muligheten til å vokse uten å foreta store investeringer. Som tidligere nevnt leies alle varehus. Selskapet har investert i to fullt automatiserte sentrallager som forsyner alle varehusene i Norden, og har mulighet for å forsyne en oppstart i Mellom-Europa. Investeringer til nye varehus knytter seg derfor til anskaffelse

av det som i regnskapene kalles for ”fixtures and fittings” som oversatt er butikkinventar. Det kreves også investeringer i varelager for hvert nye varehus, som fører til økt arbeidskapital. Prognostisering av investeringer kan gjøres på flere måter, Koller m.fl. (2010) anbefaler å utarbeide prognoser for hver enkelt post, i stedet for å prognostisere investert kapital direkte. Forholdet mellom de ulike postene i balansen og salgsinntekt er i følge Koller m.fl. (2010) ofte stabilt. I tabellen under er derfor historisk arbeidskapital og varige driftsmidler beregnet i % av salgsinntekter.

Tabell 14 Balanseposter i % av salgsinntekter

	2011	2012	2013	2014	2015	Prognose
Avskrivninger i % av salg	13,90 %	11,40 %	1,50 %	1,50 %	1,40 %	1,50 %
Operasjonell arbeidskapital	429 016	538 866	555 941	939 000	1 014 000	
Arbeidskapital i % av salg	17,40 %	17,40 %	13,90 %	18,00 %	15,60 %	15 %
Varige driftsmidler	228 651	325 188	412 963	474 000	570 000	
Varige driftsmidler i % av salg	9,30 %	10,50 %	10,30 %	9,10 %	8,80 %	9 %

Avskrivninger har i perioden 2013-2015 vært på et stabilt nivå på 1,5% av salgsinntektene. Denne utviklingen antas å fortsette, og fremtidige avskrivninger estimeres derfor til 1,5% av salgsinntekter for hele prognoseperioden.

Arbeidskapitalen har historisk variert i området 18%-13,9% av salgsinntektene. Det antas at denne vil stabilisere seg på 15% av salgsinntektene i prognoseperioden.

Verdien av varige driftsmidler har historisk vært ca. 8%-10% av salgsinntektene. For prognosene antas det at disse vil ligge på 9% av salgsinntektene.

Siste del av investert kapital er goodwillen som er balanseført som en immateriell eiendel. Denne er tidligere klassifisert som en operasjonell eiendel, og dermed en del av investert kapital. Denne har vært regnskapsmessig uendret de siste tre årene. For prognosene forutsettes det at denne forblir uendret. Dette gir følgende prognoser for investert kapital og nyinvesteringer, vist i tabell 15. Nyinvesteringene utgjør endring i varige driftsmidler fra år t til $t-1$ + avskrivninger i år t . Endring i arbeidskapital utgjør netto endring fra år t til $t-1$.

Tabell 15 Prognose Investert Kapital og investeringer

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Immaterielle eiendeler (goodwill)	2 958 999	2 959 000	2 959 000	2 959 000	2 959 000	2 959 000	2 959 000	2 959 000
Operasjonell arbeidskapital	1 204 877	1 398 529	1 624 857	1 800 102	1 975 932	2 150 810	2 266 468	2 300 465
Varige Driftsmidler	722 926	839 118	974 914	1 080 061	1 185 559	1 290 486	1 359 881	1 380 279
Investert kapital	4 886 802	5 196 647	5 558 771	5 839 163	6 120 491	6 400 296	6 585 349	6 639 744
Nyinvesteringer	273 414	256 045	298 282	285 157	303 091	320 008	296 041	250 445
Endring i arbeidskapital	190 877	193 653	226 328	175 245	175 830	174 878	115 658	33 997

8.4 Skattesats

XXL driver pr. 2015 virksomhet i de tre Nordiske landene Norge, Sverige og Finland. Som visst i PESTEL-analysen i kapittel 5.2 har de tre landene ulik selskapsskatt. Det må derfor bergenes en effektiv skattesats for å få riktig skattegrunnlag. Som det fremkommer av prognosene i kapittel 8 antas det at bruttomarginen på sikt vil gå mot 40% i alle landene. Lønnskostnader og andre driftskostnader antas også å være like for alle tre landene. Derfor mener jeg det er rimelig å vekte nominell skattesats i hvert land med andel av salgsinntekt for å finne effektiv skatt for hvert enkelt år. Noen år vil det kunne oppstå avvik her, men dette antas å skyldes ”engangs-hendelser”, som vil utjevne seg over tid. Skattesatsen for landene i Mellom-Europa tas også med fra 2018. Det forutsettes at nominell skattesats i Norge blir justert ned til vedtatt ny skattesats på 23% i løpet av 2017 og 2018. For de andre landene forutsettes det at nominell skattesats ikke endres fra nivået i 2016, som er vist i kapittel 5.2.1. Det gir følgende prognose for effektiv skattesats, som trekkes fra prognostisert NOPLAT. Som tabellen viser stabiliserer den effektive skattesatsen seg på ca. 22,1%, da nominell skatt i de forskjellige landene nærmer seg samme nivå etter at Norge justerer ned selskapskatten til 23%.

Tabell 16 Prognose effektiv skattesats

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Effektiv skattesats	23,4%	22,7%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%

8.5 Prognostiserte kontantstrømmer

På bakgrunn av prognosene for salg, kostnader, investeringer og skatt kan nå fremtidige kontantstrømmer (FCF) estimeres. For å finne nåverdien av kontantstrømmene

diskonteres de med beregnet WACC på 6%. Skatten som trekkes i fra NOPLAT er beregnet effektiv skatt fra tabell 16. Dette gir følgende prognoser:

Tabell 17 Prognoser 2016-2023

PROGNOSE	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
Vekst i %	23,80 %	16,10 %	16,20 %	10,80 %	9,80 %	8,90 %	5,40 %	1,50 %
Salgsinntekter	8 032 510	9 323 528	10 832 380	12 000 677	13 172 879	14 338 735	15 109 786	15 336 432
Varekostnader	4 896 766	5 638 869	6 537 091	7 265 206	8 002 757	8 729 067	9 215 472	9 353 704
Lønnskostnader	1 204 877	1 398 529	1 624 857	1 800 102	1 975 932	2 150 810	2 266 468	2 300 465
Andre driftskostnader	1 084 389	1 258 676	1 624 857	1 800 102	1 778 339	1 935 729	2 039 821	2 070 418
Driftskostnader	7 186 031	8 296 074	9 786 805	10 865 410	11 757 028	12 815 606	13 521 761	13 724 588
EBITDA	846 479	1 027 453	1 045 575	1 135 268	1 415 851	1 523 128	1 588 025	1 611 845
EBITDA %	10,50 %	11,00 %	9,70 %	9,50 %	10,70 %	10,60 %	10,50 %	10,50 %
Avskrivninger	120 488	139 853	162 486	180 010	197 593	215 081	226 647	230 046
EBITA	725 991	887 601	883 089	955 258	1 218 258	1 308 047	1 361 378	1 381 798
Skatt på EBITA	170 037	201 763	195 295	210 796	268 716	288 456	300 197	304 700
NOPLAT	555 954	685 838	687 794	744 461	949 542	1 019 592	1 061 181	1 077 099
+ avskrivning	120 488	139 853	162 486	180 010	197 593	215 081	226 647	230 046
- endring i arbeidskapital	190 877	193 653	226 328	175 245	175 830	174 878	115 658	33 997
- investeringer i varige driftsmidler	273 414	256 045	298 282	285 157	303 091	320 008	296 041	250 445
FCF	212 152	375 994	325 670	464 070	668 214	739 786	876 129	1 022 703
Diskonteringsf.	0,9434	0,8900	0,8396	0,7921	0,7473	0,7050	0,6651	0,5919
Nåverdi FCF	200 143	334 633	273 439	367 587	499 328	521 520	582 676	605 337
ROIC	11,40 %	13,20 %	12,40 %	12,70 %	15,50 %	15,90 %	16,10 %	16,20 %
Investert kapital	4 886 802	5 196 647	5 558 771	5 839 163	6 120 491	6 400 296	6 585 349	6 639 744

8.6 Terminalverdi

Terminalverdien utgjør verdien fra slutten av prognoseperioden og til "evigheten". Denne beregnes ved følgende formel fra Koller m.fl. (2010):

$$Restverdi_t = \frac{NOPLAT_{t+1} (1 - \frac{g}{ROIC})}{WACC - g}$$

Følgende input er lagt inn i beregningen.

Tabell 18 Input Terminalverdi

NOPLAT _{2024 E}	1 092 567
g	1,5 %
ROIC	16,2 %
WACC	6,0 %
Terminalverdi	22 031 193
Nåverdi terminalverdi	13 040 229

Langsiktig vekst (g) settes til 1,5%, som anslås å være et fornuftig anslag. Som vist i prognosene stiger ROIC fra ca. 11% i 2016 til over 16% i 2023. Det forventes at XXL klarer å opprettholde ROIC fra siste år i prognosene, som er på 16,2%. Dette kan begrunnes ut i fra flere forhold. For det første innebærer XXLs strategi lave investeringer. Alle nye varehus leies. Investeringer til nye varehus knyttes derfor til investeringer i butikkinventar og oppbygging av varelager. På den måten klarer XXL å holde investert kapital lav. Bransjeanalysen i kapittel 5 viste at sportsbransjen er en bransje med moderat lønnsomhet. VRIO-analysen peker derimot på flere forhold som tyder på at XXL har muligheter for å skape merverdier, sammenlignet med sine konkurrenter, også over tid. I følge Koller m.fl. (2010) kan bedrifter i bransjer med økende skala-fordeler oppnå høy ROIC om de er først ute med å vokse seg store. Dette kan til en viss grad sammenlignes med sportsbransjen, der XXLs størrelse er en av faktorene som har bidratt til å gi dem et konkurransefortrinn gjennom lavere varekostnader. På bakgrunn av dette antas en ROIC på 16,2% for å være mulig å oppnå.

8.7 Verdivurdering

For å verdsette verdien av egenkapitalen må verdien av fremtidige kontantstrømmer diskonteres til nåverdi på verdsettingstidspunktet. Disse er derfor diskontert med WACC. Nåverdien av de fremtidige kontantstrømmen pluss nåverdien av terminalverdien utgjør nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. Da XXL ikke har noen ikke-operasjonelle eiendeler på verdsettingstidspunktet utgjør nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene det som Koller m.fl. (2010) definerer som *Enterprise Value (EV)*. For å finne verdien av egenkapitalen trekkes rentebærende gjeld fra EV. Som vist i tabellen under har XXL på

verdsettingstidspunktet en rentebærende gjeld på ca. 1,1 mrd. NOK. Verdien av egenkapitalen i XXL estimeres derfor til å være ca. 15,3 mrd. NOK. Dette gir en verdi pr. aksje på 111 NOK.

Tabell 19 Verdivurdering

Nåverdi FCF i Prognoseperioden	3 384 662
Terminalverdi	22 031 193
Nåverdi terminalverdi	13 040 229
Enterprise Value	16 424 891
rentebærende gjeld	1 116 000
Verdi Egenkapital	15 308 891
Antall utstedte aksjer	138 512
Verdi pr. aksje	111

9 Sensitivitetsanalyse

For å sjekke rimeligheten i verdivurderingen vil det gjennomføres en sensitivitetsanalyse. Det berignes ny verdi for egenkapitalen ved to ulike scenarier, et med ingen vekst og et med høy vekst.. Deretter vil det vises hvordan verdien av prognosene, pluss de to scenarioene, påvirkes av endringer i WACC.

9.1 Scenario 1 – Ingen vekst

I scenario 1 forutsettes det at veksten vil stagnere, og at etableringen i Mellom-Europa legges på is. I og med at det er signert kontrakter for flere nye varehus allerede, forutsettes det at det etableres totalt seks nye varehus i 2016. Det gir et totalt antall varehus på 60 stk. Etter 2016 etableres det ingen nye varehus. Vekst i eksisterende varehus settes til 0%, som også blir langsiktig vekst. Kostnadsestimatene fra prognosen i kapittel 8 beholdes, unntatt ekstra markedsføringskostnader i forbindelse med etablering i Mellom-Europa. Disse fjernes fra andre driftskostnader i 2018 og 2019. Dette gir følgende prognoser og verdiberegning:

Tabell 20 Prognose Scenario 1 - null vekst

PROGNOSE	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
Vekst i %	11,27 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Salgsinntekter	7 217 000	7 217 000	7 217 000	7 217 000	7 217 000	7 217 000	7 217 000	7 217 000
Varekostnader	4 398 000	4 357 950	4 339 450	4 330 200	4 330 200	4 330 200	4 330 200	4 330 200
Lønnskostnader	1 082 550	1 082 550	1 082 550	1 082 550	1 082 550	1 082 550	1 082 550	1 082 550
Andre driftskostnader	974 295	974 295	974 295	974 295	974 295	974 295	974 295	974 295
Driftskostnader	6 454 845	6 414 795	6 396 295	6 387 045	6 387 045	6 387 045	6 387 045	6 387 045
EBITDA	762 155	802 205	820 705	829 955	829 955	829 955	829 955	829 955
EBITDA %	10,56 %	11,12 %	11,37 %	11,50 %	11,50 %	11,50 %	11,50 %	11,50 %
Avskrivninger	108 255	108 255	108 255	108 255	108 255	108 255	108 255	108 255
EBITA	653 900	693 950	712 450	721 700	721 700	721 700	721 700	721 700
Skatt på EBITA	153 427	158 846	158 997	161 061	161 061	161 061	161 061	161 061
NOPLAT	500 473	535 104	553 453	560 639	560 639	560 639	560 639	560 639
+ avskrivning	108 255	108 255	108 255	108 255	108 255	108 255	108 255	108 255
+/- endring i arbeidskapital	68 550	0	0	0	0	0	0	0
+/- investeringer i varige driftsmidler	187 785	108 255	108 255	108 255	108 255	108 255	108 255	108 255
FCF	352 393	535 104	553 453	560 639	560 639	560 639	560 639	560 639
Diskonteringsf.	0,943	0,890	0,840	0,792	0,747	0,705	0,665	0,592

Nåverdi FCF	332 446	476 241	464 690	444 079	418 942	395 228	372 857	331 841
ROIC	10,67 %	11,41 %	11,80 %	11,95 %	11,95 %	11,95 %	11,95 %	11,95 %
Investert kapital	4 691 080	4 691 080	4 691 080	4 691 080	4 691 080	4 691 080	4 691 080	4 691 080

Tabell 21 Verdivurdering - Ingen vekst

Nåverdi FCF i Prognoseperioden	3 236 324
Terminalverdi	9 370 072
Nåverdi terminalverdi	5 546 131
Enterprise Value	8 782 455
rentebærende gjeld	1 116 000
Verdi Egenkapital	7 666 455
Antall utstedte aksjer	138 512
Verdi pr. aksje	55

Som visst her vil verdien ca. halveres fra prognosene mine i kapittel 8. Verdien av kontantstrømmene i prognoseperioden vil være forholdsvis lik de originale prognosene, dette skyldes at når veksten avtar vil investeringene også avta. Lavere investeringer medfører høyere kontantstrømmer.

Verdien av XXLs aksjepris 10.mai 2016 var på kr. 95,50. Sammenlignes denne mot min verdiberegning uten vekst fra 2017 fremkommer det at ca. 40 kr. av aksjeverdien skyldes forventinger til fremtidig vekst. Dette tilsvarer ca. 42% av børsverdien på selskapet pr. 10.mai 2016.

9.2 Scenario 2 – Høy vekst

I scenario 2 antas det at veksten vil være høyere enn i prognosene i kapittel 8. Det legges inn 1% høyere like for like vekst hvert år, for hvert land. Langsiktig vekst økes til 2,5%. Det gjøres ingen endringer på kostnadene i Norden, men det antas at driftsmarginen i Mellom-Europa stiger jevnt mot 40% i år 2023. Det antas også at etableringen av nye varehus vil øke med to ekstra pr. år i Mellom-Europa fram til 2022. Det gir totalt 123 varehus innen 2022. Dette gir følgende prognose og verdiberegning:

Tabell 22 Prognose Scenario 2 - Høy vekst

PROGNOSER	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
Vekst i %	24,53 %	16,56 %	16,59 %	12,51 %	11,42 %	10,52 %	7,85 %	2,50 %
Salgsinntekter	8 076 930	9 414 780	10 976 374	12 349 172	13 759 588	15 207 286	16 401 632	16 811 673
Varekostnader	4 923 831	5 693 877	6 623 578	7 466 303	8 360 483	9 266 010	9 952 512	10 087 004
Lønnskostnader	1 211 540	1 412 217	1 646 456	1 852 376	2 063 938	2 281 093	2 460 245	2 521 751
Andre driftskostnader	1 090 386	1 270 995	1 646 456	1 852 376	1 857 544	2 052 984	2 214 220	2 269 576
Driftskostnader	7 225 756	8 377 090	9 916 490	11 171 055	12 281 966	13 600 087	14 626 977	14 878 330
EBITDA	851 174	1 037 690	1 059 884	1 178 117	1 477 623	1 607 199	1 774 655	1 933 342
EBITDA %	10,54 %	11,02 %	9,66 %	9,54 %	10,74 %	10,57 %	10,82 %	11,50 %
Avskrivninger	121 154	141 222	164 646	185 238	206 394	228 109	246 024	252 175
EBITA	730 021	896 468	895 238	992 880	1 271 229	1 379 090	1 528 630	1 681 167
Skatt på EBITA	171 007	203 856	198 063	218 694	279 931	303 663	336 576	370 162
NOPLAT	559 014	692 612	697 175	774 186	991 298	1 075 427	1 192 054	1 311 005
+ avskrivning	121 154	141 222	164 646	185 238	206 394	228 109	246 024	252 175
+/- endring i arbeidskapital	197 540	200 677	234 239	205 920	211 562	217 155	179 152	61 506
+/- investeringer i varige driftsmidler	278 078	261 628	305 189	308 789	333 331	358 402	353 516	289 079
FCF	204 551	371 528	322 392	444 714	652 798	727 979	905 411	1 212 595
Diskonteringsf.	0,943	0,890	0,840	0,792	0,747	0,705	0,665	0,592
Nåverdi FCF	192 972	330 659	270 687	352 255	487 809	513 197	602 150	717 733
ROIC	11,41 %	13,27 %	12,46 %	13,07 %	15,83 %	16,27 %	17,29 %	18,75 %
Investert kapital	4 897 463	5 218 547	5 593 330	5 922 801	6 261 301	6 608 749	6 895 392	6 993 801

Tabell 23 Verdivurdering - Høy vekst

Nåverdi FCF i Prognoseperioden	3 467 462
Terminalverdi	32 901 810
Nåverdi terminalverdi	19 474 531
Enterprise Value	22 941 993
rentebærende gjeld	1 116 000
Verdi Egenkapital	21 825 993
Antall utstedte aksjer	138 512
Verdi pr. aksje	158

Her fremkommer det at verdivurdering av aksjen stiger ca. 50% om veksten økes. Det er lagt inn ca. 1% høyere vekst i prognoseperioden + 9 ekstra varehus, samt en langsiktig vekst på 2,5% kontra 1,5% i originalprognosen. Dette viser hvor stor betydning vekstforutsetninger har for prising av aksjen.

9.3 Verdi ved ulike avkastningskrav

Som vist i figur 21 i kapittel 7.1 er rentene i Norge på historisk lave nivåer. Rentebanen til Norges Bank indikerer også gradvis falt de siste årene, ned til dagens nivå. Rentebanen til Norges Bank indikerer også muligheter for en negativ styringsrente i fremtiden. Da risikofri rente er en viktig del av beregningen av WACC, vil også verdivurderingen av XXL også være påvirket av denne. For å illustrere betydningen av en endring i avkastningskravet er det beregnet ny verdi på prognosene i kapitel 8 og de to scenarioene. De nye verdiene er diskontert ved ulike verdier for WACC.

Tabellen under viser hvordan ulike avkastningskrav påvirker verdien for hvert av de tre scenarioene.

Tabell 24 Verdi ved ulik WACC

WACC	Prognose	Scenario 1	Scenario 2
4 %	220	89	409
5 %	149	69	233
6 %	111	55	158
7 %	86	46	116
8 %	69	39	90

Som det fremkommer av tabellen er verdivurderingen veldig sensitiv for endringer i WACC. Dette er normalt for vekstselskaper, der mye av verdiberegningen ligger i kontantstrømmer langt fram i tid. Tabellen viser hvordan eventuelle endringer i det makroøkonomiske bildet som fører til endring i renter vil påvirke verdien. Jeg er av den oppfatning av at et avkastningskrav på 6% er fornuftig for en investering med tilsvarende risiko som XXL. Tabellen viser imidlertid at små endringer i WACC gir store utslag på verdien.

10 Konklusjon

Formålet med denne oppgaven var å estimere verdien av egenkapitalen i XXL ASA.

Oppgaven skulle svare på følgende problemstilling:

Hva er verdien av egenkapitalen i XXL ASA, per 10.mai 2016?

Verdien er beregnet ved bruk av en *fri kontantstrøm til totalkapitalen* modell. Jeg har utarbeidet prognoser for årene 2016-2023. Prognosene er basert på gjennomført regnskapsanalyse og en strategisk analyse av både interne og eksterne forhold. Et gjennomsnittlig avkastningskrav til totalkapitalen (WACC) er beregnet for å estimere en alternativkostnad for en investering med tilnærmet lik risiko som XXL.

XXL er et selskap som har hatt en betydelig vekst i omsetningen siden oppstarten i 2001. De har på verdsettingstidspunktet åpnet til sammen 53 varehus i Norge, Sverige og Finland. Mine prognoser indikerer at de vil fortsette å vokse i Norden i noen år til, før de fokuserer på videre vekst i Mellom-Europa. Markedene her er i stor grad sammenlignbare med markedene i Norden. Jeg mener XXLs forretningsmodell lar seg overføre til disse landene, og forholdene ligger derfor til rette for videre vekst.

Basert på mine prognoser og forutsetninger er verdien av egenkapitalen i XXL ASA beregnet til ca. 15,3 milliarder NOK. Dette gir en verdi pr. aksje på ca. kr. 111. Aksjen handles på verdsettingstidspunktet til ca. kr. 96. Basert på mine prognoser er aksjen noe underpriset og det er en mulig oppside på ca. 15%.

Oppgaven min ønsket også å estimere hvor stor innvirkning vekstforutsetninger har på verdien av aksjen. Det ble derfor laget to forskningsspørsmål som skulle hjelpe til å svare på problemstillingen. Disse var som følger:

1. Hvilke vekstforutsetninger ligger til grunn for verdsettelsen av selskapet i aksjemarkedet?
2. Hvor sensitiv er verdien for endringer i vekstforutsetningene?

Verdien av egenkapitalen og aksjen ble estimert i en modell der det forventes 0% vekst fra 2017 og utover. Det antas derfor at XXL ikke etablerer nye varehus i verken Norden eller Europa fra 2017 og utover. Verdien av aksjen under disse forutsetningene ble estimert til ca. kr. 55. Basert på mine prognoser kan det derfor hevdes at ca. 42% av verdien i aksjemarkedet pr. 10.mai 2016 stammer fra forventninger til fremtidig vekst.

Det ble også beregnet en verdi der det ble lagt inn noe høyere vekstforutsetninger i modellen. Her ble veksten i Norden og Europa justert noe opp i prognoseperioden, og langsiktig vekst ble også endret fra 1,5% til 2,5%. Under disse forutsetningene ble verdien av aksjen estimert til ca. kr. 158. Det er ca. 50% høyere enn de originale prognosene. Det viser hvor sensitiv prisingen av vekstaksjer er for endringer i vekstforutsetningene.

Den nåværende økonomiske situasjonen i Norden og Europa har ført til historisk lave renter. I flere land er 10-årig statsobligasjonsrente negativ. Prognosene til Norges Bank sier også at det kan være muligheter for en negativ styringsrente i Norge i fremtiden. Avkastningskravet for en investering med tilsvarende risiko som XXL ble beregnet til 6%. Eventuelle endringer i risikofri rente vil føre til endringer i WACC. Tabellen i kapittel 9.3 viser hvor sensitiv verdien er for endringer i WACC. Små endringer i både WACC og langsiktig vekst gir store utslag i verdivurderingen av selskapet.

Referanseliste:

- Barney, J. B. (2011). *Gaining and sustaining competitive advantage* (4. utg.). Boston: Pearson.
- Berg, T., Østeby, L. K., & Nesse, L. G. (2013). Bruk av investeringsanalysemetoder og avkastningskrav – Norge anno 2012. *Praktisk økonomi & finans*, 30(2).
- Blume, M. E. (1975). Betas and their regression tendencies. *Journal of Finance*, 30(3), 785-795.
- Boye, K., & Dahl, G. A. (2002). Verdsettelsesmodeller. *Praktisk økonomi & finans*(1).
- Boye, K., & Meyer, C. B. (2008). *Fusjoner og oppkjøp* (1. utg.). Oslo: Cappelen akademisk.
- Dagens Næringsliv. (2016, 03.05.2016). *Skatteforliket i havn*. Hentet 05.05.2016 fra <http://www.dn.no/nyheter/politikkSamfunn/2016/05/03/1627/Ny-skattereform/skatteforliket-i-havn>
- Dahl, G. A. (2010). Verdivurdering gjennom 25 år. *Praktisk økonomi & finans*, 27(3).
- Dahl, M. (2015, 29.09.2015). XXL over Alpene dro, *Sportsbransjen.no*. Hentet fra <http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/xxl-over-alpene-dro>
- Dey, I. (1993). *Qualitative data analysis : a user-friendly guide for social scientists*. London: Routledge.
- Dyrnes, S. (2004). Verdsettelse med bruk av multiplikatorer. *Praktisk Økonomi & finans*, 21(01), 43-52.
- Ekeseth, F. C. (2015, 09.09.2015). 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>
- Finansavisen. (2014, 25.10.2014). XXL vokser mest i verden. Hentet fra <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2014/10/XXL-vokser-mest-i-verden>
- Gresvig. (2016). *Om oss*. Hentet 14.04.2016 fra <http://www.gresvig.no/om-oss>
- Halvorsen, M. T. (2015, 25.02.2015). Sterkt resultat fra XXL, *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/02/25/0744/Resultater/sterkt-resultat-fra-xxl>
- Hoff, K. G. (2010). *Bedriftens økonomi* (7. utg.). Oslo: Universitetsforlaget.
- Intersport. (2016). *Om Intersport*. Hentet 14.04.2016 fra <https://www.intersport.no/om-oss/om-intersport>

- Jacobs, M. T., & Shivdasani, A. (2012). Do you know your cost of capital? *Harvard Business Review*(July-August), 118-124.
- Jacobsen, D. I. (2005). *Hvordan gjennomføre undersøkelser? : innføring i samfunnsvitenskapelig metode* (2. utg.). Kristiansand: Høyskoleforlaget.
- Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2011). *Exploring strategy [text & cases]* (9. utg.). Harlow: FT Prentice Hall.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2011). *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Fagbokforlaget.
- Kleppe, M. K. (2014, 10.10.2014). Småsparenerne hamstret, *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2014/10/10/2158/Handel/smsparerne-hamstret>
- Kleppe, M. K. (2015, 29.01.2015). Flere sportskonkurser, *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/01/29/2151/Handel/flere-sportskonkurser>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies* (5. utg.). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Largest Companies. (2016a). *Intersport Finland OY*. Hentet 25.04 fra <http://www.largestcompanies.no/bedrift/171571/regnskap-og-nokkeltall?currency=EUR>
- Largest Companies. (2016b). *Stadium Sweden AB*. Hentet 25.04 fra <http://www.largestcompanies.no/bedrift/Stadium-Sweden-AB-29943/regnskap-og-nokkeltall>
- Løwendahl, B. R., Wenstøp, F., & Fjeldstad, Ø. D. (2010). *Grunnbok i strategi* (3. utg.). Oslo: Cappelen akademisk.
- Nilsen, E. L. (2015, 19.06.2015). Første tariffavtale i XXL, *FriFagbevegelse*. Hentet fra <http://frifagbevegelse.no/artikkel-6.158.266699.a457694669>
- Nissen-Meyer, J. (2014, 03.10.2014). 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>
- Norges Bank. (2016a), *Pengepolitisk rapport 1/2016*. Oslo: Norges Bank. Hentet fra <http://www.norges-bank.no/Publisert/Publikasjoner/Pengepolitisk-rapport-med-vurdering-av-finansiell-stabilitet/116-Pengepolitisk-rapport/>
- Norges Bank. (2016b). *Statsobligasjoner daglige noteringer*. Hentet 12.05.2016 fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>

- Olsen, L. R. (2016, 06.05.2016). XXL-åpning over forventning: -20.000 besøk på åpningsdagen, *Harstad Tidende*. Hentet fra <http://www.ht.no/nyheter/2016/05/06/20.000-bes%C3%B8k-p%C3%A5-%C3%A5pningsdagen-12701342.ece>
- Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5. utg.). New York: McGraw-Hill.
- Petersen, C. V., & Plenborg, T. (2012). *Financial statement analysis : valuation, credit analysis, executive compensation*. Harlow, England: Financial Times Prentice Hall.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy : techniques for analyzing industries and competitors*. New York: Free Press.
- Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage : creating and sustaining superior performance*. New York: Free Press.
- Proff. (2016). *Gresvig AS*. Hentet 25.04.2016 fra <http://www.proff.no/selskap/gresvig-as/askim/sports-og-fritidsutstyr/PN4796868I10054/>
- Saunders, M. N. K., Lewis, P., & Thornhill, A. (2012). *Research methods for business students* (6. utg.). Harlow: Pearson.
- Sport 1. (2016). *En litt annerledes sportkjede*. Hentet 14.04.2016 fra <http://www.sport1.no/om-oss/en-litt-annerledes-sportskjede/>
- Sportsbransjen. (2015). *Bransjeoppdatering 2015*. Hentet 10.04.2016 fra [http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/76/pdf/Sportbransjen 2015 oppsummert .pdf](http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/76/pdf/Sportbransjen%2015%20oppsummert.pdf)
- Stadium. (2016). *Hur allt borjade*. Hentet 14.04.2016 fra <http://www.stadium.se/cms/hur-allt-borjade>
- Statistisk Sentralbyrå. (2015), *Fritidsaktiviteter 1997-2014* (SSB). Hentet fra https://www.ssb.no/kultur-og-fritid/artikler-og-publikasjoner/_attachment/229040?_ts=14d901926c8
- Virke. (2015). *Netthandel blant norske butikkjeder*. Hentet 16.04.2016 fra [http://www.virke.no/talloganalyse/Documents/Netthandel blant norske butikkjeder.pdf](http://www.virke.no/talloganalyse/Documents/Netthandel%20blant%20norske%20butikkjeder.pdf)
- Virke. (2016). *Utsikter for norsk handel 2016*. Hentet 15.04.2016 fra [http://www.virke.no/talloganalyse/Documents/Utsikter til norsk handel 2016.pdf](http://www.virke.no/talloganalyse/Documents/Utsikter%20til%20norsk%20handel%202016.pdf)
- Vosgraff. (2016, 16.02.2016). XXL vil satse på milliardmarked, *Finansavisen*. Hentet fra <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2016/02/XXL-vil-satse-paa-milliardmarked>

- Willners, M. (2016, 5.02.2016). Julhandeln backade för sporthandeln, *Sportsfack.se*. Hentet fra <http://www.sportsfack.se/artiklar/nyheter/20160205/julhandeln-backade-for-sporthandeln>
- XXL ASA. (2013). *XXL-skole i skogen*. Hentet 21.04.2016 fra <http://bilag.xxl.no/xxl-skole-i-skogen/>
- XXL ASA. (2014a), *Annual Report 2014* (XXL ASA). Hentet fra <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=376557>
- XXL ASA. (2014b), *Prospekt* (XXL ASA). Hentet fra <https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/markets/emisjoner/2014/140923-xxl-prospectus.pdf>
- XXL ASA. (2015), *Annual Report 2015* (XXL ASA). Hentet fra <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=400211>
- XXL ASA. (2016a). *History*. Hentet 10.04.2016 fra <http://www.xxlasa.com/corporate/history/>
- XXL ASA. (2016b), *Interim Report Q1 2016* (XXL ASA). Hentet fra <http://www.xxlasa.com/investor/quarterly-reporting/>
- XXL ASA. (2016c). *Our Business*. Hentet 12.04.2016 fra <http://www.xxlasa.com/corporate/about/our-business/>
- Yildirim, S. Ø. (2016). *Stor prisduell: Denne sportskjeden er billigst*. Hentet 20.04.2016 fra <http://www.tv2.no/a/8177741/>

Vedlegg

Vedlegg 1: Resultatregnskaps 2011-2015

Resultatregnskap	2011	2012	2013	2014	2015
Sum salgsinntekter	2 466 342	3 102 223	4 008 421	5 212 000	6 486 000
Annen driftsinntekt	4 611	4 942	1 806	3 000	1 000
Sum driftsinntekter	2 470 953	3 107 165	4 010 227	5 215 000	6 487 000
Vareforbruk	1 440 481	1 854 812	2 399 497	3 083 000	3 908 000
Lønnskostnader	347 089	443 052	606 318	799 000	991 000
Ordinære avskrivninger	343 473	353 987	58 967	80 000	91 000
Nedskrivning	-	-	-	-	-
Andre driftskostnader	358 820	438 723	544 498	732 000	863 000
Sum Kostnader	2 489 863	3 090 574	3 609 280	4 694 000	5 853 000
Driftsresultat	-18 910	16 591	400 947	521 000	634 000
<i>Finansinntekter og finanskostnader</i>					
Annen renteinntekt	1 324	6 064	3 168	8 000	1 000
Annen finansinntekt	9 524	4 842	39 118	93 000	141 000
Sum Finansinntekter	10 848	10 906	42 286	101 000	142 000
Annen rentekostnad	220 101	233 389	249 170	194 000	49 000
Annen finanskostnad	8 522	10 736	17 970	88 000	121 000
Sum finanskostnader	228 623	244 125	267 140	282 000	170 000
Netto Finans	-217 775	-233 219	-224 854	-181 000	-28 000
Ordinært resultat før skatt	-236 685	-216 628	176 093	340 000	606 000
Skatt på ordinært resultat	13 812	18 985	51 022	77 000	179 000
Ordinært resultat etter skatt	-250 497	-235 613	125 071	263 000	427 000
Ekstraordinære poster	-	-	910	-	
Årsresultat	-250 497	-235 613	125 981	263 000	427 000

Vedlegg 2: Balanseregnskap 2011-2015

Balanseregnskap	2011	2012	2013	2014	2015
Eiendeler					
Anleggsmidler					
<i>Immaterielle eiendeler</i>					
Konsesjoner, patenter, lisenser, varemerker, o.l.	190 517	159 801	213 869	221 000	225 000
Utsatt skattefordel	1 676	-	-		
Goodwill	2 446 183	2 158 397	2 733 969	2 734 000	2 734 000
Sum Immaterielle eiendeler	2 638 376	2 318 198	2 947 838	2 955 000	2 959 000
<i>Varige driftsmidler</i>					
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	8 738	8 371	8 899	8 000	8 000
Maskiner og anlegg	71 969	86 256	59 622	57 000	54 000
Driftsløsere, inventar, verktøy, kontormaskiner	147 944	230 561	344 442	409 000	507 000
Sum varige driftsmidler	228 651	325 188	412 963	474 000	570 000
<i>Finansielle anleggsmidler</i>					
Investeringer i tilknyttet selskap	1 321	1 321	-		
Lån til tilknyttet selskap og felles kontrollert virksomhet	5 640	5 221	4 000		
Innvesteringer i aksjer og andeler	30	30	30		
Sum finansielle anleggsmidler	6 991	6 572	4 030	-	-
Sum anleggsmidler	2 874 018	2 649 958	3 364 831	3 429 000	3 529 000
Omløpsmidler					
<i>Varer</i>					
Varer	632 794	778 246	1 072 808	1 397 000	1 928 000
Sum Varer	632 794	778 246	1 072 808	1 397 000	1 928 000
<i>Fordringer</i>					
Kundefordringer	181 919	207 597	152 491	93 000	78 000
Andre fordringer	3 144	29 543	74 180	192 000	217 000
Sum fordringer	185 063	237 140	226 671	285 000	295 000
<i>Bankinnskudd, kontanter og lignende</i>					
Bankinnskudd, kontanter og lignende	131 113	56 932	169 792	222 000	87 000
Sum bankinnskudd, kontanter og lignende	131 113	56 932	169 792	222 000	87 000
Sum omløpsmidler	948 970	1 072 318	1 469 271	1 904 000	2 310 000
Sum eiendeler	3 822 988	3 722 276	4 834 102	5 333 000	5 839 000

Egenkapital og gjeld					
Egenkapital					
<i>Innskutt egenkapital</i>					
Aksjekapital	109 445	109 445	109 445	55 000	48 000
Overkursfond	986 238	986 238	986 238	2 834 000	2 838 000
Sum innskutt egenkapital	1 095 683	1 095 683	1 095 683	2 889 000	2 886 000
<i>Opptjent egenkapital</i>					
Annen egenkapital			77 798	330 000	480 000
Udekket tap	421 290	661 770			
Sum opptjent egenkapital	-421 290	-661 770	77 798	330 000	480 000
Sum egenkapital	674 393	433 913	1 173 481	3 219 000	3 366 000
Langsiktig gjeld					
Utsatt skatt	28 693	22 580	40 784	52 000	61 000
Sum Avsetninger for forpliktelser	28 693	22 580	40 784	52 000	61 000
<i>Annen langsiktig gjeld</i>					
Langsiktig konserngjeld	1 379 070	1 516 994	1 668 675	-	
Øvrig langsiktig gjeld	1 220 878	1 215 337	1 037 832	1 097 000	1 116 000
Sum annen langsiktig gjeld	2 599 948	2 732 331	2 706 507	1 097 000	1 116 000
Sum langsiktig gjeld	2 628 641	2 754 911	2 747 291	1 149 000	1 177 000
Kortsiktig gjeld					
Gjeld til kredittinstitusjoner	-	-	138 794	5 000	8 000
Leverandørgjeld	297 604	267 839	414 784	455 000	578 000
Betaltbar skatt	17 489	25 283	47 787	75 000	193 000
Skyldig offentlige avgifter	78 730	94 268	120 292	185 000	228 000
Annen kortsiktig gjeld	126 131	146 062	191 673	245 000	289 000
Sum kortsiktig gjeld	519 954	533 452	913 330	965 000	1 296 000
Sum Gjeld	3 148 595	3 288 363	3 660 621	2 114 000	2 473 000
Sum egenkapital og gjeld	3 822 988	3 722 276	4 834 102	5 333 000	5 839 000

Vedlegg 3: Beregning av Beta

	XXL	%-vis endring	OSEBX	%-vis- endring
13.05.16	96,00	-0,2597 %	597,31	-0,520 %
12.05.16	96,25	-0,5168 %	600,43	0,235 %
11.05.16	96,75	0,2591 %	599,02	0,813 %
10.05.16	96,50	0,7833 %	594,19	0,103 %
09.05.16	95,75	0,2618 %	593,58	-0,396 %
06.05.16	95,50	-1,2920 %	595,94	0,055 %
04.05.16	96,75	-0,2577 %	595,61	0,508 %
03.05.16	97,00	0,0000 %	592,60	-1,465 %
02.05.16	97,00	-0,2571 %	601,41	-0,804 %
29.04.16	97,25	0,2577 %	606,2815	-0,767 %
28.04.16	97,00	-0,5128 %	610,9647	0,767 %
27.04.16	97,50	3,1746 %	606,3172	1,925 %
04.11.14	65,50	0,0000 %	577,95	-1,239 %
03.11.14	65,50	0,0000 %	585,1984	-0,015 %
31.10.14	65,50	-0,3802 %	585,2839	0,727 %
30.10.14	65,75	-0,3788 %	581,0586	-0,807 %
29.10.14	66,00	0,7634 %	585,7865	1,137 %
28.10.14	65,50	-0,3802 %	579,2021	1,398 %
27.10.14	65,75	1,1538 %	571,2149	-0,412 %
24.10.14	65,00	1,1673 %	573,5801	0,079 %
23.10.14	64,25	-1,1538 %	573,1251	-0,253 %
22.10.14	65,00	0,7752 %	574,5808	1,316 %
21.10.14	64,50	-0,3861 %	567,1157	3,379 %
20.10.14	64,75	0,3876 %	548,5797	-0,897 %
17.10.14	64,50	3,2000 %	553,5442	3,890 %
16.10.14	62,50	1,2146 %	532,818	-2,638 %
15.10.14	61,75	-3,5156 %	547,2555	-1,962 %
14.10.14	64,00	4,4898 %	558,2063	0,488 %
13.10.14	61,25	-3,1621 %	555,4949	0,514 %
10.10.14	63,25	2,4291 %	552,6546	-1,869 %
09.10.14	61,75	1,2295 %	563,1811	-1,350 %
08.10.14	61,00	0,0000 %	570,8877	-0,630 %

07.10.14	61,00	-2,4000 %	574,5081	-1,708 %
06.10.14	62,50	0,8065 %	584,4896	-0,021 %
03.10.14	62,00		584,6149	

Kovarians	7,11043E-05
Varians markedsportefølje	0,000167073
Beregnet beta XXL	0,425587779

Blume -justert beta	0,615143812
----------------------------	--------------------