

# MASTEROPPGAVE

Emnekode:  
BE305E

Navn / kandidatnr.:  
Martin Riise Antonsen & Tommy Ho

---

## Fundamental verdivurdering av XXL ASA

---

Dato: 19.05.2019

Totalt antall sider: 102

# ABSTRACT

The purpose of this master's thesis is to estimate the market value of XXL ASA, by performing a valuation analysis of the company. A valuation analysis of XXL will also provide us a stock recommendation, whether to BUY or SELL the stock. The valuation has been done through an investor's point of view.

The master's thesis has been divided into three parts. Where the first part contains a presentation of the company, industry and the different valuation methods that has been implemented. The second part consists of a strategic analysis and a financial analysis. The purpose of the strategic analysis is to evaluate XXL's internal and external environment. Which will also contribute to spot the strengths and weaknesses of the company, and also identify opportunities and threats. While the financial analysis's goal is to analyze both risks and the profitabilities of the company, the results from the strategic and financial analysis will contribute to the business forecast. The third part of this master's thesis contains a presentation of the business forecast of the company. The results from the forecasting will contribute to the estimation of the market value of XXL. After the estimation, a sensitivity analysis be presented. The purpose of the sensitivity analysis is to analyze the effects of the input and output variables that has been conducted. Finally, a comparable company analysis (CCA) will be performed. The purpose Of CCA is to evaluate the value of XXL, by using the metrics of other companies of similar size.

Based on the forecast and assumptions that have been conducted, our value estimation of XXL ASA was 53 NOK per share as of 02.05.2019. And the results from the comparable company analysis (CCA) provided us a price at 45 NOK per share. The market price was 34 NOK which is lower than the estimated value. Our conclusion is therefore the stock is undervalued and it is reasonable to issue a BUY recommendation for XXL ASA.

# FORORD

Denne masteroppgaven er skrevet som en avsluttende ledd i masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Nord Universitet – Bodø. Oppgaven utgjør 30 studiepoeng og er en del av hovedprofilen i finans og investering våren 2019.

Vi ville først og fremst finne et tema og selskap som vi synes ville vært interessant å undersøke nærmere på. Høsten 2018 ble det mye oppmerksomhet rundt sportsgiganten XXL på grunn av svake resultater som førte til et aksjefall på børsen. Avisartiklene og nyhetene om denne saken fanget vår oppmerksomhet. Vi tenkte derfor at dette ville vært en fin mulighet for oss å få benytte kunnskapen vår, som vi har tilegnet oss gjennom masterstudiet. XXL er et selskap vi begge har kjennskap til, gjennom selskapets sin aktive markedsføring og media. Vi hadde allerede bestemt oss på forhånd at vi ville fokusere på et norsk selskap som skulle være børsnotert på Oslo Børs. Dermed ble valget XXL ASA, ettersom vi begge er interessert i sport og trening, i tillegg til erfaringer som kunder hos XXL. Ved å utføre en verdivurdering av XXL ville vi også få muligheten til å lære mer om sportsbransjen og selskapet.

Til slutt, ønsker vi å bruke denne muligheten til å takke vår veileder, Øystein Gjerde, som har besvart våre spørsmål under prosessen, i tillegg til å komme med verdifulle innspill og konstruktive tilbakemeldinger.

Handelshøyskolen Bodø  
ved Nord Universitet  
19. mai. 2019



---

Martin Riise Antonsen



---

Tommy Ho

# SAMMENDRAG

XXL entret for første gang det norske markedet i 2001 og ble børsnotert i 2014. Selskapet regnes i dag som Nordens største sportskjede med totalt 82 varehus. Siden 2001 har XXL hatt en sterk vekst og levert positive resultater med stor suksess, men de to siste årene har XXL levert skuffende resultater, noe som har ført til aksjefall på børsen. Dermed ville dette vært interessant å undersøke nærmere, og samtidig finne ut hva markedsverdien på XXL ville vært i dag.

Formålet med denne masteroppgaven er å foreta en verdivurdering og en strategisk regnskapsanalyse av XXL ASA. Hensikten med å utføre en verdsettelse av XXL er å komme frem til en markedsverdi av selskapet som vil være et grunnlag for en handlingsstrategi. Verdsettelsen har blitt utført fra et investorperspektiv. Dermed har kildene i oppgaven vært basert på offentlig informasjon som er tilgjengelig for allmennheten.

Oppgaven er blitt delt opp i tre deler, hvor den første delen er en introduksjon som består av en selskapspresentasjon, bransjen og ulike verdsettelsesmetoder. Den andre delen består av en gjennomføring av strategisk analyse og regnskapsanalyse. Hensikten med den strategiske analysen er å kartlegge XXLs styrker og svakheter, i tillegg til å identifisere muligheter og trusler. Videre gjennomføres det en regnskapsanalyse, hvor målet er å analysere både risikoen og lønnsomheten, og omgruppere balanseregnskapet av selskapet. Den tredje delen av oppgaven inneholder en prognose for fremtiden og et fremtidsregnskap som vil være grunnlaget for verdivurdering av XXL. Fremtidsregnskapet er et resultat av funnene fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Deretter vil vi utføre en sensitivitetsanalyse, målet med analysen er å undersøke effekten av endringer basert på prognosen for fremtiden. Til slutt utføres det en komparativ verdsettelse som er en supplerende metode til den fundamentale verdivurderingen.

Basert på vår prognose og forutsetninger kom vi frem til at egenkapitalverdien til XXL ASA per 02.05.2019 til å være ca. 7,4 milliarder NOK. Dette gir en verdi per aksje på 53 NOK, mens resultatet fra komparative analysen ble det anslått en verdi på 45 NOK per aksje. På verdsettelsestidspunktet var børskursen på 34 NOK per aksje. Dermed konkluderer vi med at XXL ASA er underpriset og vi gir en kjøpsanbefaling.

# INNHALDSFORTEGNELSE

<b>1. INTRODUKSJON .....</b>	<b>1</b>
1.1 Bakgrunn og Motivasjon .....	1
1.2 Formål og Problemstilling.....	2
1.3 Avgrensninger .....	2
1.4 Oppgavens struktur .....	3
<b>2. PRESENTASJON AV BRANSJE OG SELSKAP .....</b>	<b>4</b>
2.1 Bransjepresentasjon.....	4
2.2 Sportsbransjen .....	4
2.2.1 Norge .....	5
2.2.2 Sverige.....	8
2.2.3 Finland.....	9
2.2.4 Østerrike .....	9
2.3 Selskapspresentasjon .....	10
2.3.1 Historie .....	10
2.3.2 XXL i dag .....	11
2.3.3 Aksjonærer .....	12
2.3.4 Historisk kursutvikling .....	13
<b>3. METODE.....</b>	<b>13</b>
3.1 Design.....	14
3.2 Datainnsamling.....	14
3.3 Validitet og reliabilitet .....	15
<b>4. VERDSETTELSESMETODER .....</b>	<b>15</b>
4.1 Fundamental verdsettelse .....	16
4.2 Komparativ verdsettelse .....	21
4.3 Opsjonsbasert verdsettelse .....	23
4.4 Valg av modell .....	24
4.5 Fremgangsmåte for fundamental verdsettelse .....	26

<b>5. STRATEGISK ANALYSE.....</b>	<b>27</b>
5.1 PESTEL.....	28
5.1.1 Politiske forhold .....	29
5.1.2 Økonomiske forhold.....	31
5.1.3 Sosiokulturelle forhold .....	37
5.1.4 Teknologiske forhold .....	39
5.1.5 Miljømessige forhold .....	42
5.1.6 Legale forhold .....	43
5.1.7 Oppsummering av PESTEL.....	44
5.2 Porters Fem Krefter .....	45
5.2.1 Potensielle inntrengere .....	46
5.2.2 Kunders forhandlingsmakt .....	48
5.2.3 Substitutter .....	49
5.2.4 Leverandørens forhandlingsmakt .....	50
5.2.5 Rivaliseringen i bransjen.....	52
5.2.6 Oppsummering av Porters Fem Krefter .....	54
5.3 VRIO .....	55
5.3.1 Varehus (Big Box-konseptet).....	56
5.3.2 Merkevarer.....	57
5.3.3 Innkjøp og logistikk .....	59
5.3.4 Ansatte/Organisasjonskultur .....	61
5.3.5 Oppsummering av VRIO .....	62
5.4 SWOT.....	63
<b>6. REGNSKAPSANALYSE.....</b>	<b>65</b>
6.1 Omgruppering av balansen.....	65
6.1.1 Immaterielle eiendeler .....	66
6.1.2 Varige driftsmidler .....	66
6.1.3 Finansielle anleggsmidler.....	66

6.1.4	Omløpsmidler .....	66
6.1.5	Kortsiktig gjeld.....	67
6.1.6	Langsiktig gjeld.....	67
6.2	Normalisering av resultatposter .....	68
6.2.1	Driftsinntekter .....	68
6.2.2	Driftskostnader .....	68
6.2.3	Valuta .....	68
6.2.4	Skatt.....	69
6.3	Nøkkeltall .....	70
6.3.1	Lønnsomhet.....	70
6.3.2	Likviditet .....	71
6.3.3	Soliditet .....	72
<b>7.</b>	<b>BEREGNING AV AVKASTNINGSKRAV .....</b>	<b>73</b>
7.1	Egenkapitalkostnad .....	74
7.1.1	Risikofri rente.....	74
7.1.2	Beta.....	75
7.1.3	Markedets risikopremie.....	76
7.2	Gjeldskostnad .....	76
7.3	WACC.....	77
<b>8.</b>	<b>PROGNOSE FOR FREMTIDEN .....</b>	<b>78</b>
8.1	Forventninger til fremtiden .....	79
8.2	Like for like vekst .....	81
8.3	Driftsinntekt .....	81
8.4	Kostnader .....	83
8.4.1	Varekostnad.....	83
8.4.2	Lønnskostnader .....	84
8.4.3	Andre driftskostnader .....	84
8.5	Investeringer .....	85
8.6	Skattesats .....	87

8.7	Prognostiserte kontantstrømmer.....	88
8.8	Terminalverdi .....	89
8.9	Verdivurdering .....	90
<b>9.</b>	<b>SENSITIVITETS ANALYSE .....</b>	<b>91</b>
9.1	Scenario 1: Ingen vekst .....	91
9.2	Scenario 2: Høy vekst .....	93
9.3	Verdi ved ulike avkastningskrav .....	94
<b>10.</b>	<b>KOMPARATIV VERDSETTELSE .....</b>	<b>95</b>
10.1	Pris/Bok (P/B) .....	96
10.2	Pris/Fortjeneste (P/E) .....	97
10.3	EV/EBIT.....	98
10.4	EV/Salg .....	99
10.5	Oppsummering av komparativ verdsettelse .....	99
<b>11.</b>	<b>KONKLUSJON.....</b>	<b>101</b>
11.1	Handlingsstrategi.....	102
	<b>REFERANSELISTE.....</b>	<b>103</b>
	<b>VEDLEGG.....</b>	<b>113</b>



## TABELLOVERSIKT

Tabell 1: Oversikt over sportsaktører i Norge .....	7
Tabell 2 Aksjonærer .....	12
Tabell 3 Historisk utbytte .....	12
Tabell 4 BNP per innbygger oversikt over de ulike landene .....	32
Tabell 5 Økonomisk oversikt over de nordiske landene .....	36
Tabell 6 Oppsummering av PESTEL analysen .....	44
Tabell 7 Oppsummering av Porters fem krefter .....	54
Tabell 8 Oppsummering av VRIO analysen .....	62
Tabell 9 Omgruppert balanse .....	67
Tabell 10 Historisk Driftsresultat .....	69
Tabell 11 Beta .....	75
Tabell 12 Beregning av egenkapitalkostnaden .....	76
Tabell 13 Utviklingen i NIBD i forhold til EBITDA .....	76
Tabell 14 Beregning av gjeldskostnad .....	77
Tabell 15 Beregning av WACC .....	78
Tabell 16 Antall varehus XXL per Q4/18 .....	80
Tabell 17 Like for like vekst .....	81
Tabell 18 Prognose totale salgsinntekter .....	82
Tabell 19 Prognose varekostnad .....	83
Tabell 20 Prognose lønnskostnader .....	84
Tabell 21 Prognose andre driftskostnader .....	84
Tabell 22 Balanseposter i prosent (%) av salgsinntekter .....	85
Tabell 23 Prognose Investert Kapital og Investeringer .....	86
Tabell 24 Prognose Effektiv skattesats .....	87
Tabell 25 Prognostisert kontantstrømmer i perioden 2019E – 2026E .....	88
Tabell 26 Terminalverdi .....	89
Tabell 27 Verdivurdering .....	90
Tabell 28 Prognose Scenario 1: Ingen vekst .....	92
Tabell 29 Scenario 1: Verdivurdering - Ingen vekst .....	92
Tabell 30 Prognose Scenario 2: Høy vekst .....	93
Tabell 31 Scenario 2: Verdivurdering - Høy vekst .....	94
Tabell 32 Ulike avkastningskrav og påvirkningen på verdien ved ulike scenarioer .....	94
Tabell 33 Verdiestimater ved bruk av en (P/B) multiplikator på XXL aksjen .....	96
Tabell 34 Verdiestimater ved bruk av en (P/E) multiplikator på XXL aksjen .....	97
Tabell 35 Verdiestimater ved bruk av en (EV/EBIT) multiplikator på XXL aksjen .....	98
Tabell 36 Verdiestimater ved bruk av en (EV/Salg) multiplikator på XXL aksjen .....	99
Tabell 37 Oppsummeringen av komparativ verdsettelsen, estimert verdi på XXL aksjen .....	99
Tabell 38 Oppsummering av komparativ verdsettelsen med beregning av median .....	100
Tabell 39 Handlingsstrategi for XXL- aksjen .....	102

## FIGUROVERSIKT

Figur 1: Omsetning i Sportsbransjen Norge.....	6
Figur 2 Markedsandeler per kjede i Norge.....	7
Figur 3 Omsetning i Sportsbransjen Sverige.....	8
Figur 4 Historisk aksjeutvikling .....	13
Figur 5 Selskapers livssyklus .....	24
Figur 6 Illustrasjon av fremgangsmåte.....	26
Figur 7 Rammeverk for Strategisk analyse .....	27
Figur 8 Rammeverk PESTEL-analyse .....	28
Figur 9 Selskapskatten hos de ulike landene.....	29
Figur 10 Utvikling i BNP per innbygger.....	32
Figur 11 Utviklingen i arbeidsledighet i Norge, Sverige, Danmark, Finland og Østerrike .....	33
Figur 12 Utviklingen i antall treningssentre i Norge fra 2008 til 2017 .....	38
Figur 13 Oversikt over aktivitetskategoriene i Norge i prosent .....	38
Figur 14 Andel av befolkningen i de Nordiske landene som handler på nett hver måned .....	40
Figur 15 Antall som har handlet med mobil i de nordiske landene .....	41
Figur 16 Rammeverk Porters fem krefter modellen.....	45
Figur 17 Rammeverk VRIO .....	55
Figur 18 Illustrasjon av varehus konseptet til XXL .....	57
Figur 19 Illustrasjon av rangeringen av forbrukervennlige ordninger hos sportskjedene.....	58
Figur 20 Oppsummering av SWOT .....	63
Figur 21 Omgruppering av balanse .....	65
Figur 22 Totalkapitalrentabilitet.....	70
Figur 23 Likviditetsgrad 1 .....	71
Figur 24 Likviditetsgrad 2 .....	71
Figur 25 Gjeldsgrad.....	72
Figur 26 Egenkapitalandel .....	73
Figur 27 Styringsrenten .....	74

# 1. INTRODUKSJON

I dette kapittelet vil vi starte med å redegjøre bakgrunnen for vår motivasjon for oppgaven. Deretter en kort presentasjon av problemstillingen og bakgrunnen for avgrensningene som har blitt foretatt. Til sist vil vi presentere oppgavens oppbygging og struktur, hvor vi kort vil presentere de ulike delene og kapitlene i oppgaven. Dette er for å gjøre det mer oversiktlig og enklere for leseren.

## 1.1 Bakgrunn og Motivasjon

Interessen for friluftsliv og fysisk aktivitet har hatt en økende trend de siste årene. Denne trenden gjør sportsutstursindustrien attraktiv for investorer. Et relevant og interessant selskap på det norske markedet som opererer innenfor dette området er XXL ASA. Selskapet driver virksomheten sin i de nordiske landene som Sverige, Finland, Danmark, og regnes som Nordens største sportskjede. I tillegg til er XXL sportskjeden som vokser raskest i verden, ifølge Sporting Goods Intelligence (Løhre, 2014). I 2017 åpnet XXL sitt første varehus i Østerrike, som også er første gangen XXL satser utenfor Norden. Videre har XXL planer om en ekspansjon til Sveits og Tyskland i fremtiden.

De to siste årene har XXL levert skuffende resultater, blant annet en svak vintersesong som har fått skylden for aksjefallet, og en skuffende Black-Friday kampanje. Dette har ført til medieoppmerksomhet og skriveri, men tross for svake tall har XXL fortsatt klart å vokse i markedsandeler. Dette er noe som har fanget oppmerksomheten vår, ettersom vi begge er interessert i sport og trening. I tillegg har vi kjennskap til XXL gjennom media, selskapets renommé og erfaringer som kunder hos XXL.

Vi har derfor valgt å skrive en oppgave om XXL, basert på selskapets nåværende situasjon noe vi synes ville vært interessant å følge. Samtidig ville dette være en kjempemulighet for oss, hvor vi kan få bruke kunnskapen vi har tilegnet oss gjennom masterstudiet. Ved å utføre en verdsettelsesoppgave, vil vi blant annet få benyttet kunnskapen vår i de kvantitative fagene som finans og regnskap, kombinert med de kvalitative fagene som strategi og ledelse. Noe

som gjør at vi også vil få en dypere forståelse om sportsbransjen, konkurrentene i bransjen og selskapets sin historiske utvikling.

## 1.2 Formål og Problemstilling

Ved å gjøre en strategisk analyse og en fundamental verdsettelse, vil man kunne belyse om XXL er en mulig lønnsom investering. Verdivurdering av XXL har blitt gjennomført tidligere, men på grunn av endringer i markedsforholdene og nyere finansiell informasjon, tror vi at en uavhengig og grundig undersøkelse vil kunne bidra med nyfangede og oppdaterte implikasjoner. Av denne grunn er vårt forskningsspørsmål: «*Hva er verdien av XXL ASA?*». Vi har til hensikt å benytte vårt estimat til å gi en kjøp-, selg- eller hold-anbefaling basert på den rådende kjøpsprisen.

## 1.3 Avgrensninger

I vår oppgave har vi valgt å ha et investorperspektiv, for å få et mest mulig riktig og realistisk bilde av verdivurderingen. Det er vanlig at investorer og analytikere baserer sine vurderinger og forutsetninger på offentlige informasjon, som er tilgjengelig for alle. Ettersom vi har valgt å ha et investorperspektiv, har vi også bestemt oss for å ikke ta direkte kontakt med selskapet. Dette gjør naturligvis at vi bare vil ha tilgang på samme offentlig informasjon som en alminnelig investor har. Dermed vil informasjonen vi baserer oss på være sekundærkilder. For eksempel årsrapporter, kvartalsrapporter og regnskap, i tillegg til avisartikler, XXL sin hjemmeside og konkurrentenes nettsider.

XXL opererer i fem land, noe som har ført til begrenset informasjon om relevante selskaper, bransjer og konkurrenter. Årsrapporten for 2018 til XXL ble ikke tilgjengelig før 24.04.19. Ettersom årsrapporten ble publisert i slutten av april, har det også stadig blitt publisert ny informasjon og tidsskrifter om både sportsbransjen og selskapet. Vi har dermed valgt å sette en informasjonsstopp og begrenset oppgaven til samme dato som årsrapporten ble publisert. På grunn av faktorer som innleveringsfristen og begrensningen på noen informasjon, kan dette ha påvirket verdivurderingen. Noe som har ført til at verdivurderingen ikke er blitt like nøyaktig som vi hadde ønsket.

## 1.4 Oppgavens struktur

Det første kapittelet i oppgaven startet som et innledningskapittel. Der ble bakgrunnen for motivasjon for oppgaven forklart, og deretter en kort presentasjon av problemstillingen.

Videre har vi valgt å dele de neste kapitlene inn i tre deler.

Del 1 av oppgaven omfatter kapittel 2-4. Kapittel 2 starter med en bransjepresentasjon og de ulike landene som XXL opererer i, deretter en selskapspresentasjon av XXL. Videre kommer kapittel 3 som består av en presentasjon av metode for datainnsamlingen. Til slutt i avslutter vi denne delen med kapittel 4, hvor det teoretiske fundamentet blir presentert og de ulike verdsettelsesmetodene, som vi har valgt å implementere i oppgaven.

Del 2 inneholder kapittel 5-7, som også er den analytiske delen av oppgaven. Kapittel 5 innebærer en strategisk analyse og ulike rammeverker, med en kvalitativ tilnærming. Til slutt vil den strategiske analysen bli oppsummert i en SWOT-modell. I kapittel 6 vil vi gjennomføre en kvantitativ regnskapsanalyse, hvor hensikten er å omgruppere balanseregnskapet. Resultatet og tallene fra regnskapsanalysen vil danne et grunnlag for verdivurderingen av XXL. Siste kapittel i analysen som er kapittel 7 skal vi beregne avkastningskravet for selskapet. Avkastningskravet vil bli benyttet for å beregne selskapets lønnsomhet og fordel.

Den siste delen av oppgaven består av kapittel 8-11. I kapittel 8 vil vi presentere prognosen for fremtiden og en presentasjon av fremtidsregnskapet. Grunnlaget for fremtidsregnskapet er funnene fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Videre vil fremtidsregnskapet bli brukt for å beregne verdien av XXL. I kapittel 9 vil vi utføre en sensitivitetsanalyse, og kapittel 10 vil bestå av en komparativ verdsettelse. Deretter avslutter vi oppgaven med en konklusjon og en handlingsstrategi for XXL i kapittel 11.

## 2. PRESENTASJON AV BRANSJE OG SELSKAP

I dette kapitlet vil vi gi en kort introduksjon av sportsbransjen, deretter presentere de ulike landene som XXL opererer i.

### 2.1 Bransjepresentasjon

XXL er et handelsforetak som er børsnotert, hvor fokuset er salg av sports og fritidsutstyr. Selskapet driver sin forretningsvirksomhet i Norge, Sverige, Danmark, Finland og Østerrike. Virksomheten drives gjennom nettbutikker og varehus (XXL, 2017).

De nordiske landene og Østerrike er kjent for å ha fire ulike årstider. Dette vil kunne påvirke varelageret ofte, på grunn av utskiftninger og tilpasningen etter de ulike årstidene. Dermed vil tilbud og etterspørsel etter sesongspesifikt klær og utstyr i varehusene variere. Dette vil påvirke den totale omsetningen både positivt og negativt, avhengig av værforholdene i de ulike landene (XXL, 2017). I Danmark har XXL så langt bare satset på nettbutikk, ettersom det ikke er fire tydelige sesonger i forhold til de andre landene (XXL, 2017). På grunn av dette har vi også valgt å ikke presentere sportsbransjen i Danmark.

### 2.2 Sportsbransjen

For å presentere sportsbransjen i dette kapitlet har vi valgt å følge den amerikanske bedriftsøkonomiprofessoren Michael Porters definisjon på en bransje:

*”Grupper av konkurrenter som produserer produkter eller tjenester som er nære substitutter hverandre, som kan påvirke hverandre direkte eller indirekte i markedet” (Porter, 1980).*

Med sportsbransjen velger vi derfor å definere alt salg av konsumvarer innen de ulike sportsaktivitetene, både innendørs og utendørs. Utstyr til fritidsaktiviteter vil også bli inkludert i definisjonen. Vi vil dermed fokusere kun på bedrifter og kjeder som spesialiserer seg innen sportsaktiviteter og fritidsaktiviteter. Andre kjeder som også selger sports- og fritidsutstyr, men som støtteaktivitet vil ikke bli betraktet i oppgaven. Eksempelvis på

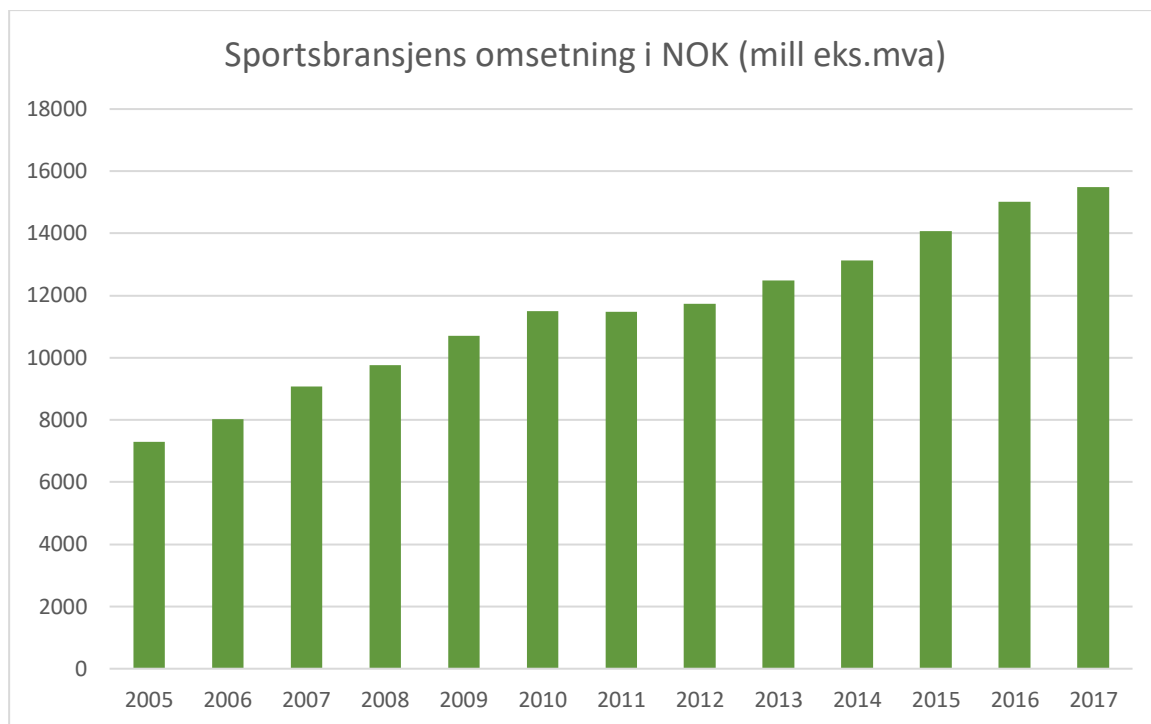
kleskjeder og butikker som ikke vil bli inkludert er: H&M, Biltema, Cubus, Urban og Europris. COOP har ikke sports og fritidsutstyr som sitt hoved vareportefølje i butikkene sine, men har blant annet satset på en egen avdeling for det. Ettersom Norsk Sportsbransjeforening også inkluderer COOP i den totale omsetningen for sportsbransjen, velger vi også å inkludere COOP (Sportsbransjen, 2018).

### 2.2.1 Norge

Norge er landet som selger mest sportsutstyr i verden og bruker desidert mest penger i Europa. Det viser seg i europeisk målestokk at sportsbransjen i Norge vokser mer enn andre land i Europa (Skomakerstuen, 2017). Blant annet har sportsbransjen de siste årene doblet omsetningen, og det omsettes sportsutstyr i Norge tre ganger gjennomsnittet enn Europa (NTB, 2018)

I perioden 2005 - 2010 vokste sportsbransjen mer enn all annen detaljhandel, mens i 2011 flatet veksten ut (Sportsbransjen, 2015). Innenfor varehandels gruppe var sportsbransjen i 2015 bransjen med sterkest vekstrate. I 2014 økte sportsbransjen omsetningen med 650 millioner kroner, mens i 2015 økte omsetningen med 950 millioner kroner med en vekstrate på 7,2% (Sportsbransjen, 2015). I 2016 fortsatte veksten i sportsbransjen med 6,6% fra 2015, og det ble blant annet solgt sportsutstyr for over 15 milliarder kroner (Dahl, 2017).

De siste 10 årene har sportsbransjen nesten doblet omsetningen sin, men 2017 var et svakt år for bransjen med en vekst på mindre enn 1% (Dahl, 2018). Den samlede omsetningen i 2017 for sportsbransjen var 15,5 milliarder kroner med en økning på 0,8%. Det er ned fra en vekst på 6,3% i 2016 da omsetningen var på 15 milliarder (Dagens Næringsliv, 2018). I 2018 vokste sportskjedene med 3,4% (Sportsbransjen, 2018).



Figur 1: Omsetning i Sportsbransjen Norge. (Sportsbransjen, 2018)

Sportsbransjen i Norge er svært preget av de fire ulike årstidene. Dette medfører at sportskjedene ofte må gjøre store utskiftninger i varelageret sitt flere ganger på et år. Varesortimentet må endres slik at det tilpasser de ulike årstidene og etterspørselen (XXL, 2017). Ifølge Trond Evald Hansen som er administrerende direktør i Norsk Sportsbransjeforening, at den milde vinteren i 2017 er en mulig forklaring på de svake første kvartalsresultatene og den svake veksten (Dahl, 2018). I andre kvartal er det sports-, friluftklær og sykkelsalget som står for en viktig del av omsetningen. Sykkelsalget i Norge er fortsatt høyt, men salget er blitt betydelig svakere enn det har vært tidligere. De siste årene har det vært en stor interesse og vekst i el-sykler. Det viser seg at veksten på el-sykler har doblet hvert år siden 2012, noe som kan være en forklaring for at sykkelsalget har blitt svakere. Det ble registrert ca. 52 000 el-sykler som ble solgt i sommerhalvåret i 2017 (Sportsbransjen, 2018).

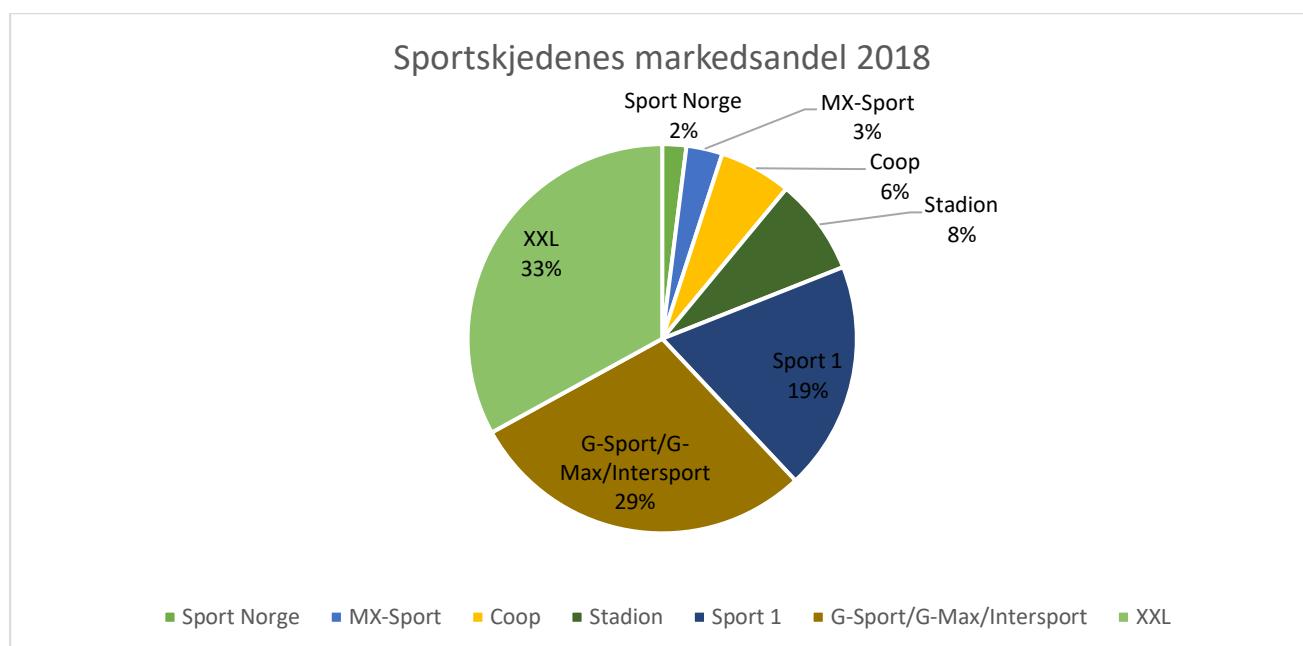
Kjedeutikkene står for hele 91% av sportsbransjens omsetning. Den sterke kjedestrukturen ved den norske sportsbransjen, gjør at Norge er det eneste landet i verden som har en slik kjedestruktur (Sportsbransjen, 2015).



Sportsbransjen i Norge er dominert av få store kjeder og flere mindre sportskjeder som konkurrerer. XXL og Gresvig-konsernet betraktes som de største aktørene i sportsbransjen, samtidig de største rivalene. Begge aktørene utgjør tilsammen en markedsandel på 62%. 2017 var et tøft år for Gresvig-konsernet med kjedene G-Sport, G-Max og Intersport. Det svake året førte til at XXL for første gang ble det største sportskonsernet i Norge, med en markedsandel på 32%. I 2018 hadde XXL en markedsandel på 33%, dermed en økning på 1% fra 2017, mens Gresvig-konsernet hadde en markedsandel på 29% i 2018. Videre følger Sport 1 (19%), Stadion (8%), Coop (6%), MX-Sport (3%) og Sport Norge (2%) (Sportsbransjen, 2018).

Kjede	Omsetning 2017	Omsetning 2018	Markedsandel 2018
<b>XXL</b>	4421	4623	<b>33%</b>
<b>G-Sport/ G-Max/Intersport</b>	4038	4169	<b>29%</b>
<b>Sport 1</b>	2633	2758	<b>19%</b>
<b>Stadion</b>	1106	1150	<b>8%</b>
<b>Coop</b>	789	790	<b>6%</b>
<b>MX-Sport</b>	644	498	<b>3%</b>
<b>Sport Norge</b>	117	112	<b>2%</b>

Tabell 1: Oversikt over sportsaktører i Norge. (Sportsbransjen, 2018)



Figur 2 Markedsandeler per kjede i Norge. (Sportsbransjen, 2018)

## 2.2.2 Sverige

Sportsbransjen i Sverige har en del fellestrekk med den norske sportsbransjen. Blant annet eksisterer det en sterk kjedestruktur og noen få store kjeder som dominerer bransjen. I tillegg er det fire tydelige sesonger i Sverige som Norge.

De største sportskjedene som dominerer sportsbransjen i Sverige er Stadium, XXL, Intersport, Sportringen og Team Sportia (Sportsfack, 2014). I 2013 hadde sportsbransjen i Sverige en omsetning på 22,05 milliarder SEK inklusiv moms, en økning på ca. 4,5 milliarder SEK siden 2008 (Sportsfack, 2014).



Figur 3 Omsetning i Sportsbransjen Sverige. (Sportsfack, 2014)

I 2016 vokste XXL med 23,7% i Sverige med en omsetning på 2,5 milliarder SEK, og selskapet fortsetter å ta store markedsandeler i Sverige (Dahl, 2017). XXL regnes i dag som den tredje største sportskjeden i Sverige med 27 varehus. Dermed ligger XXL rett bak Intersport som er den nest største sportsaktøren. Intersport hadde en nedgang på 2,9% i 2016 med en omsetning på 3,2 milliarder SEK. Stadium er den største sportskjeden i Sverige og hadde en omsetning på 4,2 milliarder SEK i 2016 med en vekst på 3,1% (Dahl, 2017).

### 2.2.3 Finland

Finland har de siste årene hatt en nedgang i økonomien med høy arbeidsledighet i landet. Ifølge Sporting Goods Intelligence fortsetter sportsbransjen i Finland å gjøre det bra og har hatt en vekst siden 2011 (Dahl, 2017). I 2018 hadde det finske markedet en markedsvekst på 1,5%, hvor XXL spilte en viktig rolle på markedet med en vekst på 12% samme året (XXL, 2018).

I likhet med Norge og Sverige har også Finland en sterk kjedestruktur og fire ulike årstider. Det finske markedet skiller seg ut ved at det eksisterer større uavhengige butikker i forhold til Norge og Sverige. Samtidig er hypermarked mer utbredt i Finland. I 2016 hadde det finske sportsmarkedet en økning på 4,2% med en total omsetning på 11,64 millioner kroner (Dahl, 2017).

Finlands største aktør i sportsbransjen er Kesko-gruppen som består av Intersport, Budget-Sport og Kesport. Intersport har 59 utsalg i Finland, mens Budget-Sport som er et lavpriskonsept under Intersport har 11 butikker. I 2016 hadde Intersport en liten økning i omsetning til tross for en vanskelig vintersesong i landet, med en omsetning på ca. 3,1 millioner kroner. (Dahl, 2017).

XXL entret det finske sportsmarkedet i 2014 med sitt første varehus i hovedstaden Helsinki (Haugen, 2013). XXL har i dag totalt 15 varehus og i 2016 hadde selskapet en omsetning på 1,16 millioner kroner, som tilsvarer en økning på 35,5%. Dermed vokser XXL stadig nærmere Kesko-gruppen. De to neste store aktørene i det finske sportsmarkedet er S-Group og Stadium. Begge hadde en 6% økning i 2016 (Dahl, 2017).

### 2.2.4 Østerrike

I likhet med de nordiske landene er det også fire ulike årstider i Østerrike, men det som skiller det østerrikske sportsmarkedet ut med de nordiske landene er at det eksisterer flere små butikker som dominerer. Det er vanlig at disse butikkene slår seg sammen i franchise-modell (XXL, 2017). Sportsbransjen i Østerrike har de siste årene hatt en relativ sterk vekst, noe som kan være et resultat på gode vintersesonger de siste årene (XXL, 2018). Det østerrikske

sportsmarkedet er estimert til å være på ca. 2 milliarder euro. Sportsutstyr per innbygger i Østerrike er på likt nivå som Sverige (XXL, 2018).

Sportsbransjen i Østerrike er kjent for å ha en driftsmargin på 8%, mens den norske sportsbransjen ligger på under 2% (Solem & Kaspersen, 2017). I 2017 åpnet både XXL og Decathlon som er verdens største integrerte sportskjede, varehus i Østerrike. Samme år meldte Intersport at de vil åpne 14 nye butikker i løpet av 2017. Intersport har en markedsandel på 26%, mens konkurrenten Sports Direct har 36 butikker med en markedsandel under 25% (Dahl, 2017). De største aktørene som opererer i Østerrike er dermed Intersport, Hervis Sports, Sports Direct, Decathlon og XXL som konkurrer (Skomakerstuen, 2018).

## 2.3 Selskapspresentasjon

### 2.3.1 Historie

XXL ble grunnlagt i 2000 av brødrene Tore og Øivind Tidemandsen med en visjon om å samle sport, trening og friluftsliv under samme tak (XXL, u.d.). Brødrene har lang erfaring innen varehandel, blant annet fra elektrokjeden Elkjøp. I et intervju med E24 sa Øivind Tidemandsen at *«suksessen som lå bak Elkjøp var lave priser, kjente merkevarer, stordriftsfordeler og det å flytte flere bransjer under samme tak»* (Tidemandsen, 2014). Da Elkjøp ble kjøpt av britiske Dixons Group i 1999, så brødrene Tidemandsen muligheten for å gjøre samme øvelse i sportsmarkedet. På denne tiden var inntjeningen til grossister og importører i markedet god, mens kjedene tjente lite og hadde høye kostnader. I tillegg bestod markedet i stor grad av spesialbutikker. Dermed ble XXL etablert med en plan om å bruke samme forretningsmodell som hadde gitt suksess i Elkjøp.

I 2001 åpnet det første XXL-varehuset, og ble med sine 3500 kvadratmeter Norges største varehus. Året etter ble nettbutikken åpnet, og innen 2005 ble ytterligere fem varehus og et sentrallager åpnet (XXL, u.d.).

Innen 2007 hadde XXL oppnådd en markedsandel i Norge på 8% med sine åtte butikker (Sportsbransjen, 2007). I 2010 kjøpte det svenske investeringsselskapet EQT 14,1% av aksjene i XXL (E24, 2010). Samme år åpnet XXL tre butikker i Sverige.

I 2013 ble XXL markedsleder i Norge med sine 22 butikker og markedsandel på 23,7% (Sportsbransjen, 2013). Året etter åpnet de sin første butikk i Finland. Selskapet ble notert på Oslo Børs 3. oktober 2014 til en pris på NOK 58 per aksje. Ett år senere hadde EQT solgt seg helt ut av selskapet. I løpet av deres investeringsperiode hadde de nesten firedoblet sin opprinnelige investering (Ekeseth, 2015).

I 2015 åpnet XXL sin første outlet-butikk i Charlottenberg. Året etter startet selskapet en løsning for e-handel i Danmark. Samme år etablerte XXL seg for første gang utenfor Norden, og i 2017 åpnet det første varehuset og nettbutikken i Østerrike (XXL, u.d.).

### 2.3.2 XXL i dag

XXL har i dag 36 varehus i Norge, i tillegg til varehus i Sverige, Finland og Østerrike noe som utgjør totalt 82 varehus, og er den største og raskest voksende sportskjeden i Norden etter omsetning (XXL, 2018). Selskapets mål er «å være ledende distribusjonskanal for et unikt utvalg av merkevarer innen sport, friluftsliv og villmark til lave priser» (XXL, u.d.). For å nå dette målet, vil XXL utnytte den forventede veksten i markedet og styrke konkurranseposisjonen ved å utnytte skalafordeler.

I 2017 genererte selskapet en omsetning på 8,7 milliarder kroner. Dette tilsvarer en vekst på 11,5% (XXL, u.d.). Veksten er et resultat av salg i butikk og på nett, og selskapet fortsetter å ta markedsandeler. I fremtiden vil XXL fokusere på å etablere seg utenfor Norden.

Etableringen i Østerrike er en del av en større ekspansjon til Europa som inkluderer Tyskland og Sveits (Solem, 2016). Dette er land med lignende værforhold og kundegrunnlag.

18. desember 2018 sendte XXL ut et resultatvarsel hvor de skriver at salgsvolumene har skuffet i samtlige markeder, og at administrerende direktør Ulf Bjerknes trekker seg etter to måneder i sjefsstolen (Hopland & Høgseth, 2018). Dette medførte et børsfall på 37% dagen etter, noe som tilsvarer to milliarder kroner av markedsverdien. Øivind Tidemanden sa til E24 at «når et selskap vokser så mye, blir det andre behov for kontrollrutiner og strukturer. Vi har ikke klart å utvikle de tingene i takt med at vi har vokst» (Tidemanden, 2018). Mye av

salget i 2018 ble allokert til Black Friday, og prisingen på nett har ikke vært gunstig. Tidemandsen sa til E24 at XXL tapte 40 millioner kroner på Black Friday, men selskapet leverte skuffende kvartalsrapporter i hele 2018, og fra 2016 til 2018 hadde aksjeprisen en nedgang på nærmere 80% (Hopland & Nilsen, 2018).

### 2.3.3 Aksjonærer

Aksjonær	Antall aksjer	I prosent
DOLPHIN MANAGEMENT	34 050 000	24,5 %
FERD AS	8 961 889	6,4 %
CITIBANK N.A.	6 750 000	4,9 %
ODIN NORDEN	6 750 000	3,9 %
FOLKETRYGDFONDET	4 238 176	3,0 %
VERDIPAPIRFONDET DNB NORGE (IV)	4 134 057	3,0 %
ARCTIC FUNDS PLC	3 803 772	2,7 %
J.P. MORGAN BANK S.A.	3 800 000	2,7 %
XXL ASA	3 175 490	2,3 %
STAMINA AS	2 834 566	2,0 %
ODIN NORGE	2 816 298	2,0 %
SUNDT AS	2 403 563	1,7 %
DANSKE INVEST NORSKE INSTIT. II.	2 041 919	1,5 %
GENI HOLDING AS	2 020 000	1,5 %
UNITED NATIONS JOINT STAFF PENSION	1 789 040	1,3 %
ROBERT IVERSEN HOLDING	1 336 341	1,0 %
VERDIPAPIRFONDET DNB NORGE SELEKTIV	1 279 364	0,9 %
ANDERS FJELD HOLDING	1 267 606	0,9 %
DNB NOR MARKETS, AKSJEHANDEL/ANALYSE	1 185 481	0,9 %
DANSKE INVEST NORSKE AKSJER INST.	1 078 550	0,8 %
ANDRE	44 653 552	32,1 %

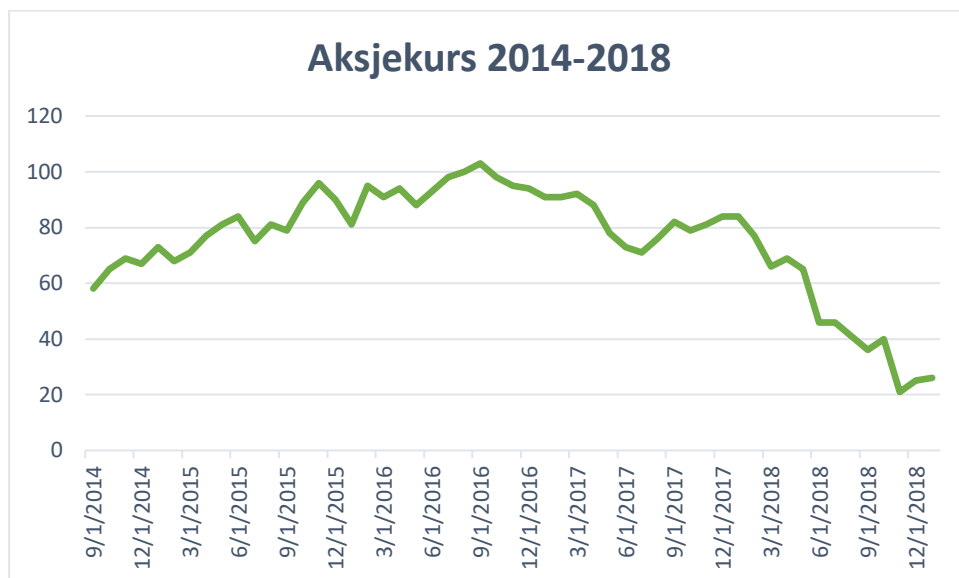
Tabell 2 Aksjonærer

XXL har betalt utbytte siden 2015. Deres mål er å ha et utbetalingsforhold 40-50 prosent av årsresultatet.

Utbytte	2015	2016	2017	2018
Ordinært utbytte	2	2	2	2

Tabell 3 Historisk utbytte

## 2.3.4 Historisk kursutvikling



Figur 4 Historisk aksjeutvikling

## 3. METODE

Vi skal i dette kapittelet forklare hvordan forskningspapiret er utført og hvilke forskningsmetoder som har blitt brukt. Vi vil også forklare forskningsdesign og hvilke datakilder som er brukt. Som en egenkapitalforskning tar vi sikte på å estimere verdien av en andel av XXL ASA. For å gjøre dette så nøyaktig og pålitelig som mulig, vil en grundig forklaring av de anvendte forskningsmetodene være av stor betydning.

## 3.1 Design

Forskningsdesign handler om å organisere forskningsaktivitet, inkludert datainnsamling, på måter som mest sannsynlig vil oppnå forskningsmålene (Easterby-Smith, et al., 2015). Vårt mål er å analysere XXL, og fastslå verdien av en aksje i selskapet. For å gjøre dette er vi nødt til å studere bedriften i dybden over tid. Dermed er argumentene for å gjennomføre dette som en case-studie av selskapet sterke. Johannesens, Christoffersen & Tufte (2004) skisserer tre typer forskningsdesign: eksplorerende, kausalt og deskriptivt. Eksplorerende forskning forsøker å svare på hvorfor noe skjer. Kausal forskning forsøker å etablere en årsakssammenheng mellom variabler. Deskriptiv forskning forsøker å beskrive en studieenhet i stor detalj. Vår studie faller under den siste kategorien.

## 3.2 Datainnsamling

Damodaran (2017) argumenterer for et brulagt gap mellom numre og fortellinger ved verdsettelse. Han insisterer på at den beste verdsettelsen er en historie knyttet til tall. Dette betyr at vår verdsettelse vil inneholde både kvalitative og kvantitative data. De kvantitative dataene vil brukes til å beregne verdsettelsen og de kvalitative dataene vil brukes for å lage fortellingen. Alle verdsettelse er forutinntatt. For å gjøre verdsettelsen så valid og reliabel som mulig, tar vi sikte på å begrense graden av skjevhet og i hvilken retning den skjer.

Den kvantitative dataen kan samles på tre forskjellige måter: observasjon, spørreskjema og sekundærdata fra en eksisterende database (Easterby-Smith, et al., 2015). I denne studien vil den kvantitative dataen være sekundærdata. Vi har brukt fritt tilgjengelig data fra kvartalsrapporter, årsrapporter, investorpresentasjoner og informasjon samlet fra XXL sitt nettsted. Dette gir informasjon om XXL sin virksomhet, regnskap og finansielle situasjon. Vi anser disse datakildene som pålitelige, siden de produseres av selskapet selv, og er lagd for investorformål. Andre kilder inkluderer norsk lov og nyhetsartikler om relaterte felt. All data som er brukt i denne studien har vært offentlig tilgjengelig, da en verdsettelse basert på innsideinformasjon er både ulovlig og uetisk. Disse datakildene er også relevante for den kvalitative analysen. De finansielle dataene i denne avhandlingen ble sist oppdatert **24.04.2019** for å inkludere XXL sin nyeste rapport. Vi vil sammenligne vårt verdiestimat med aksjekursen på denne datoen. Prisen for en aksje i XXL var **33,88 NOK** den **24.04.2019**.



### 3.3 Validitet og reliabilitet

Ifølge Joppe (2000) beskrives validitet som i hvilken grad forskningen faktisk måler det den har til hensikt å måle. Yin (2014) fokuserer på intern og ekstern konstruksjonsvaliditet. Intern validitet gjelder om det er årsakssammenheng mellom årsak og virkning, og dermed om man kan generalisere konklusjonen. For å styrke den interne validiteten, har vi til hensikt å bruke korrekt historisk data basert på den justerte sluttkursen på XXL-aksjen. Vi har også brukt flere metoder for å verifisere de viktigste inputene til verdsettelsen. Dette kalles triangulering (Easterby-Smith, et al., 2015). Fra det faktum at verdsettelsesmodeller er avhengig av hver enkelt sak, er det ingen garanti for at metodene som gjennomføres i denne studien vil være sanne for verdsettelse av et annet selskap eller det samme selskapet i en annen tidsperiode. Av denne forstand vil den eksterne validiteten betraktes som svak. Dette er imidlertid i tråd med den epistemologiske oppfatningen av moderne finans.

Reliabilitet referer til hvor pålitelig og nøyaktig de samlede dataene er strukturert og behandlet. For å teste reliabiliteten kan man utføre samme test flere ganger. Hvis resultatene er like, anses testen som reliabel (Easterby-Smith, et al., 2015). Det er vanskelig å argumentere for en høy grad av reliabilitet i en case-studie innrammet av det finansielle miljøet.

## 4. VERDSETTELSESMETODER

De ulike verdsettelsesteknikkene blir vanligvis delt inn i tre hovedteknikker: fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse (Damodaran, 2012). Som regel anses disse teknikkene som å være supplementer fremfor alternativer til hverandre. Ved valg av teknikk er det viktig å ta utgangspunkt i de mest vesentlige faktorene for verdsettelsen. Bransje, fase i livssyklus og utsikter for fortsatt drift er de faktorene med størst påvirkning for valg av teknikk.

## 4.1 Fundamental verdsettelse

Denne tilnærmingen sikter på å oppnå den faktiske verdien av en eiendel basert på antagelsen om at det underliggende perspektivet av aktiva er materielle og immaterielle faktorer. Dette konseptet ble først introdusert av J.B. Williams (1938), og la grunnlaget for en diskontert kontantstrømmetode, som fundamental verdsettelse er basert på. Fundamental verdsettelse er avhengig av inngående variabler som reflekterer eiendelens kontantgenererende egenskaper, forventet vekst i kontantstrøm og risikoen for investeringen. Alle disse faktorene avledes fra ulike datakilder. Fundamental verdsettelse krever mye input om bransje og selskap, og er derfor en krevende teknikk.

Fundamental verdsettelse kan deles inn i tre ulike teknikker (Reilly & Brown, 2012):

### Nåverdi av utbytte (DDM)

I utbyttmodellen brukes forventet utbytte til å utlede egenkapitalverdien. Den underliggende forutsetningen er at den fundamentale verdien av et selskap er summen av nåverdien til alle fremtidige forventede utbytter. Denne modellen fungerer best for selskap som utbetaler resterende kontantstrømmer som utbytte. Siden utbytte er den mest direkte formen for avkastning man får som aksjonær, fremstår utbyttmodellen som logisk.

### Nåverdi av fri kontantstrøm til egenkapital (FCFE)

Denne modellen måler et selskap sin evne til å betale aksjonærene etter å ha møtt sine forpliktelser.

$$FCFE = \text{nettoinntekt} - \text{netto kapitalutgifter} - \Delta\text{arbeidskapital} + \text{netto lån}$$

Hvor:

$$\text{Netto kapitalutgifter} = \text{kapitalutgifter} - \text{avskrivninger}$$

$$\Delta\text{Arbeidskapital} = (\text{omløpsmidler} - \text{kortsiktig gjeld})_t$$

$$- (\text{omløpsmidler} - \text{kortsiktig gjeld})_{t-1}$$

$$\text{Netto lån} = \text{ny gjeld} - \text{gjeldsbetaling}$$

FCFE er kontantstrømmen som er tilgjengelig for aksjonærer etter utbetalinger til alle andre kapitalleverandører og etter å ha reinvestert for fortsatt vekst (Reilly & Brown, 2012). Modellen er et alternativ til DDM, og ser på hva selskapet teoretisk kan betale til sine aksjonærer, i stedet for hva de betaler.

### Nåverdi av fri kontantstrøm til firma (FCFF)

FCFF er kontantstrømmer som kan henføres til alle kapitalleverandører i selskapet, både egenkapital og gjeld. Denne modellen returnerer med andre ord selskapsverdien (EV) til selskapet, som er den totale markedsverdien. EV er et mål på den totale verdien av de utstedte aksjene for et børsnotert selskap, og kan defineres som markedsverdier pluss netto gjeld. En ulempe med denne tilnærmingen er at markedspris av gjeld ofte ikke er offentlig tilgjengelig informasjon.

$$FCFF = EBIT(1 - t) - \text{netto kapitalutgifter} - \Delta NCWC$$

Hvor:

$$t = \text{skattesats}$$

$$\text{Netto kapitalutgifter} = \text{kapitalutgifter} - \text{avskrivninger}$$

$$\Delta \text{Arbeidskapital} = (\text{omløpsmidler} - \text{kortsiktig gjeld})_t$$

$$- (\text{omløpsmidler} - \text{kortsiktig gjeld})_{t-1}$$

Fundamentalverdien av et selskap i jevn vekst utledes ved å følge følgende formel:

$$V_0 = \frac{CF_1}{k_{c,sg} - g_s}$$

Hvor:

$$V_0 = \text{Fundamentalverdien til selskapet (egenkapital)}$$

$$CF_1 = \text{Forventet kontantstrøm neste år}$$

$$k_{c,sg} = \text{Stabil egenkapitalkostnad}$$

$$g_s = \text{Stabil vekst}$$

Kontantstrømmen er enten representert ved utbytte, FCFE eller FCFF. Disse bør diskonteres til nåverdier via kostnaden for kapital eller kostnaden for egenkapital. Egenkapitalkostnaden skal brukes på FCFE og DDM. FCFF blir diskontert med totalkapitalkostnaden.

Diskonteringsrentene er ulike fordi FCFF er grunnlagt av leverandører av både egenkapital og gjeld.

### Diskonteringsrenter

Diskonteringsrenten representerer avkastningen en investor kan forvente på like risikable investeringer. Diskonteringsrenten kan altså tolkes som en investor sin alternativkostnad ved å investere i et selskap. De ulike kontantstrømmene diskonteres gjennom forskjellige renter.

### Egenkapitalkostnad

Egenkapitalkostnaden kan avledes gjennom kapitalverdimodellen (CAPM). CAPM er risiko- og avkastningsmodellen som har vært i bruk lengst, og er fortsatt standarden for de fleste utøvere. Modellen er som følger:

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

Hvor:

$$r_f = \text{Risikofri rente}$$

$$\beta = \text{Beta}$$

$$r_m = \text{Forventet avkastning på markedsportefølje}$$

$$(r_m - r_f) = \text{Risikopremie på markedsporteføljen}$$

CAPM forteller at selskapets risikofaktor er lik den risikofrie renten som er lagt til en risikopremie (ERP). Risikopremien er justert med selskapets beta for å gjenspeile selskapets eksponering for systematisk risiko.

## Risikofri rente

Den risikofrie renten er en teoretisk avkastning for investorer på en sikkerhet med risiko lik null. Vi kan imidlertid aldri vite hva den risikofrie renten er med sikkerhet. Bedrifter bruker ofte en 10-års statsobligasjon som standard for en risikofri eiendel når det gjøres langsiktige investeringsbeslutninger, fordi dette er et observerbart instrument som forventes å oppføre seg i lignende måte til risikofrie eiendeler, fordi det selv er en eiendel med lav risiko. Varigheten på eiendelen bør imidlertid ideelt sett stemme overens med varigheten av investeringen. Norges Bank oppgir at den gjennomsnittlige renten per år på en tiårig statsobligasjon er 1,88% (Norges Bank, 2018)

## Risikopremie på markedsporteføljen

Risikopremien på markedsporteføljen kan beskrives som forskjellen mellom forventet avkastning på markedsportefølje og risikofri rente. Det er denne delen av CAPM som tar hensyn til risikoen ved investering i aksjer. Med andre ord blir investor kompensert for å bære systematisk risiko. Risikopremien for det norske markedet ligger ifølge PwC på rundt 5% (PwC, 2018).

## Beta

Beta måler den individuelle aksjens systematiske risiko i forhold til markedet. Den forteller derfor om risikobærende forhold mellom selskapet og markedet. Beta defineres som kovariansen av eiendelen dividert med markedsporteføljen:

$$\beta = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

Aksjer med beta mindre enn 1 forventes å være mindre volatile enn markedet. En beta som er høyere enn 1 indikerer derimot en høyere volatilitet enn markedet. Et selskap med beta lik 1 forventes å bevege seg mer eller mindre i takt med markedet. Har aksjen betaverdi lik 0, har den ingen systematisk risiko. Med utgangspunkt i finanst teori, kan man finne betaen ved å sammenligne avkastningen på aksjen til XXL med Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX).

### Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad

Den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC) er et vektet gjennomsnitt av gjeldskostnad etter skatt og egenkapitalkostnaden. Damodaran (2012) hevder at markedsverdiene på egenkapital og gjeld bør brukes, fordi det gir det beste målet for hvordan selskapet blir finansiert. Hvis markedsverdiene ikke er observerbare, kan bokverdiene benyttes.

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

Hvor:

$$R_e = \text{Egenkapitalkostnad}$$

$$E = \text{Egenkapitalverdi}$$

$$R_d = \text{Gjeldskostnad}$$

$$D = \text{Gjeldsverdi}$$

$$t = \text{Skattesats}$$

Gjeldskostnaden representerer selskapets rentesats på gjeld. Den er inkludert i WACC for å diskontere kontantstrømmen som kan henføres til långivere. Den kan beregnes ved å bruke en risikopremie basert på en kredittspredning som kan beregnes ut fra kredittvurderingen. Standardspredningen har en klar lenke til kostnaden for å låne penger. Høyere spredning betyr høyere lånekostnader, siden långiver må kompenseres med en standard risikopremie på lånet. Denne premien legges til risikofri rente. Den risikofrie renten angir gulvet for renten kredittinstitusjoner er villige til å låne penger på, siden ingen långivere er villig til å låne ut til en lavere rente enn avkastningen på en risikofri investering. Verdien av gjeldskostnaden etter skatt står for skattefradrag for renter.

WACC-modellen er avhengig av modellen som brukes til egenkapitalkostnaden. I tillegg kan det være problemer knyttet til hvordan gjeldskostnaden beregnes. Selskap uten kredittvurdering kan skape vanskeligheter knyttet til gjeldskostnadene.

## 4.2 Komparativ verdsettelse

I denne tilnærmingen sammenligner analytikerne eiendeler i markedet og deres tilsvarende pris, og antar at markedet har en tendens til å flytte prisen til en likevekt av tilbud og etterspørsel. Denne metoden er grunnlaget for relativ verdsettelse. Ved komparativ verdsettelse er en eiendel verdsatt ved å se på markedsprisen for lignende eiendeler. I forhold til aksjer betyr dette at investorer bestemmer om en aksje er underpriset ved å se på markedsprisen for lignende aksjer. Metoden avhenger dermed av at det finnes sammenliknbare selskap i markedet, og at disse i gjennomsnitt er priset korrekt. Dersom de sammenliknbare selskapene ikke er like må det korrigeres for forskjeller. Denne tilnærmingen er vanligvis mindre tidkrevende enn å verdsette en aksje gjennom en fundamentalverdivurdering.

Komparativ verdsettelse utføres gjennom multipler. En multiplere er et mål på selskapets helse som er avledet av finansielle beregninger. Telleren kan enten være markedsverdien eller EV. Nevneren er typisk et mål fra den årlige uttalelsen. Den gjennomsnittlige eller medianen multiplerverdien skal multipliseres med det finansielle målet for selskapet av interesse for å oppnå verdien av aksjen.

### P/E

Dette er en multiplere som viser forholdet mellom dagens markedsverdi og nettoinntekt. Prisen reflekterer markedets forventning om hvor høy inntjeningen vil bli i framtiden, og resultat per aksje illustrerer dagens inntjening. En høy P/E indikerer en forventning om høyere inntjening i framtiden. Dermed kan man si at P/E multipleren reflekterer forventet inntjeningsvekst (Kaldestad & Møller, 2011).

$$P/E = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Resultat per aksje}} = \frac{\text{Markedsverdi}}{\text{Årsresultat}}$$

Denne multipleren har en svakhet ved at den er påvirket av kapitalstrukturen i selskapet. I tillegg er netto inntekt oppgitt etter ikke-operasjonelle poster. Dersom selskapet for eksempel

skriver ned en eiendel, og på den måten får lavere resultat, blir P/E-verdien kunstig lav. En fordel med denne multippelen er at investorer med enkle beregninger kan avgjøre om aksjer er over- eller undervurdert.

### P/B

Dette er en multippel som viser forholdet mellom dagens markedsverdi og bokført verdi av egenkapital. En høy P/B indikerer at markedet har tro på høy verdiskapning for selskapet i fremtiden. En P/B på under 1 indikerer en forventning om at selskapet gjennom svak inntjening vil forringe verdier for investorene (Kaldestad & Møller, 2011).

$$P/B = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Bokverdi per aksje}} = \frac{\text{Selskapsverdi}}{\text{Egenkapitalens bokførte verdi}}$$

En ulempe med denne multippelen er at bokverdier påvirkes av regnskapsstandarder og kan tidvis gi feil inntrykk av verdien på eiendelen. På grunn av ulike regnskapsstandarder og lover i forskjellige land, kan det også være problematisk å sammenligne selskaper over ulike land. Fordelen med denne multippelen er at den er enkel å beregne og anvende. Samtidig kan man sammenligne seg med andre komparative selskaper.

### EV/EBIT

Denne multippelen gjør det mulig å sammenligne den underliggende driften til flere selskaper (Kaldestad & Møller, 2011). Ved å bruke EBIT fremfor EBITDA, tar man til en viss grad hensyn til investeringsbehovet ved å inkludere avskrivninger.

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Driftsresultat}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld} - \text{Kontanter}}{\text{Driftsresultat}}$$

EV/EBIT ser i likhet med P/B på verdi i forhold til resultat, men EV/EBIT tar hensyn til forskjeller i finansieringsstruktur blant selskapene. Den tar derimot ikke hensyn til forskjeller i investeringsrisiko. Den må derfor brukes sammen med andre modeller for å gi et helhetlig bilde av selskapet (Kaldestad & Møller, 2011).



## EV/Salg

Denne multippelen måler verdien av et selskap ved å sammenligne forholdet mellom selskapsverdien og selskapets salgsinntekter (Kaldestad & Møller, 2011).

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Salg}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld} - \text{Kontanter}}{\text{Driftsinntekter}}$$

En fordel med denne multippelen er at den kan brukes til sammenligning av selskap som går med underskudd, og vurdere hvilke potensiale som ligger i selskapets totale drift. Ulempen med denne multippelen er at selskapene sine inntekter er overordnet, og dermed ikke gir en presis sammenligning med mindre selskapene har like marginer.

### 4.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Den tredje tilnærmingen vedrører opsjonsbasert verdsettelse. Opsjonsbasert verdsettelse kan benyttes til å verdsette eventuelle realopsjoner som selskapet har. En realopsjon er en rett, men ikke en forpliktelse, til å foreta visse forretningsinitiativ. En realopsjon kan for eksempel være muligheten til å utsette eller avlyse et prosjekt, eller å eie patenter. Denne typen verdsettelse brukes ofte til å verdsette fleksibiliteten til selskapet, og benyttes ofte som et supplement til fundamental eller komparativ verdsettelse.

Siden opsjonsbasert verdivurdering tar høyde for verdien av fleksibilitet, egner ikke denne metoden seg for selskaper som er godt etablert og befinner seg i stabile miljøer. Den er derimot egnet for selskaper i bransjer med innslag av patenter, rettigheter og landområder for utvikling. Spesielt virksomheter innen eksempelvis farmasi er egnet for opsjonsbasert verdsettelse.

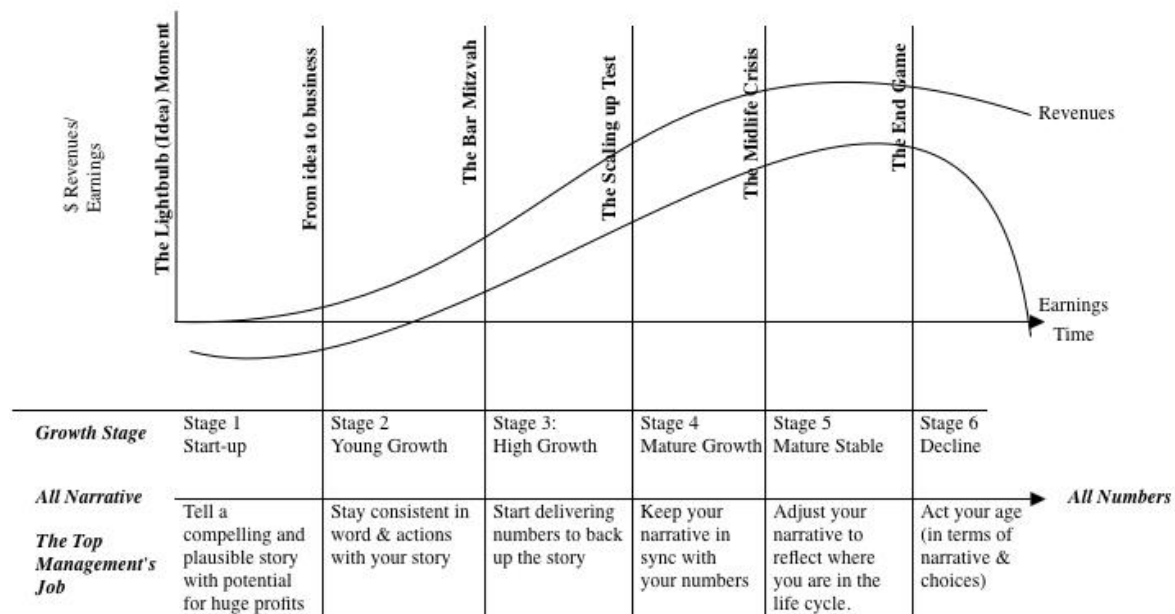
## 4.4 Valg av modell

Som nevnt tidligere er hvor i livssyklusen selskapet befinner seg en avgjørende faktor for valg av teknikk.

I oppstartsfasen er det lite regnskapsinformasjon fra tidligere år, og det er store endringer i selskapet. Dette trekker valget bort fra en fundamental verdsettelse. At et selskap er i oppstartsfasen gjør at multiplikatormodellen er den mest anbefalte teknikken, selv om det kan være få sammenliknbare selskaper i markedet.

I en moden fase med vekst er det som regel god tilgang på regnskapsinformasjon fra tidligere år, samtidig som selskapet er i en stabil posisjon. Dette er vesentlige faktorer for at man skal kunne gjennomføre en korrekt fundamental verdsettelse. Dermed er fundamental verdsettelse å anbefale for et modent selskap i vekst.

I en nedgangsfase går selskapet tilbake til en ustabil posisjon. Dette taler mot en fundamental verdsettelse, men siden man har mye regnskapsinformasjon fra tidligere år, er det mulig å benytte denne teknikken. Det vil være relevant å se på verdien av eiendelene som kan selges frem til selskapets oppløsning.



Figur 5 Selskapers livssyklus (Damodaran, 2012)

Når man skal velge en verdsettelsesteknikk, vurderer man også hvilken bransje selskapet befinner seg i, og om det er antatt fortsatt drift. Salg av sportsutstyr forventes å være svakt i fremtiden, men vi forventer at XXL skal snu fokus til innsparinger og lønnsom vekst. XXL er et selskap som har hatt kontinuerlig vekst siden oppstart. Med tanke på XXL sin posisjon i bransjen og resultater i 2018 kan det tale for at XXL har nådd en moden fase. Siden komparativ- og opsjonsbaserte verdsettelse egner seg som en supplerende rolle, og på bakgrunn av XXL sin posisjon i livssyklusen, vil vi legge til grunn rammeverket for en fundamental verdivurdering i denne verdsettelsen.

Reilly & Brown (2012) hevder at alle modeller basert på fundamentalverdi må sammenlignes med den rådende markedsprisen for å bestemme investeringsbeslutningen. Damodaran (2012) derimot, diskuterer fallgruvene ved å velge en uegnet fundamentalverdimodell. Koller, Goedhart & Wessels (2010) hevder at FCFE og FCFF vil gi samme verdi hvis de blir brukt riktig. Videre anbefaler de at man bruker FCFF for verdsettelse av ikke-finansielle selskaper. Suozzo, Cooper & Deng (2001) hevder at kombinerings av for mange verdidrivere til et enkelt estimat er en av farene ved multipler. I tillegg mislykkes de noen ganger i å fange den dynamiske naturen til næringsliv og konkurranse. Derfor foreslår vi å bruke multiplene til å supplere den beregnede fundamentalverdien. Liu, Nissim & Thomas (2002) fant i sin studie at fremtidige og historiske inntjeningsmålinger var de beste i forhold til relativ ytelse for å forklare aksjekursene. Verdsettelsen av XXL ASA vil derfor bli utført ved bruk av en fundamental verdivurdering, som suppleres med de fire multiplene som er representert.

## 4.5 Fremgangsmåte for fundamental verdsettelse

Rammeverket for fundamental verdsettelse er illustrert i figur 6.



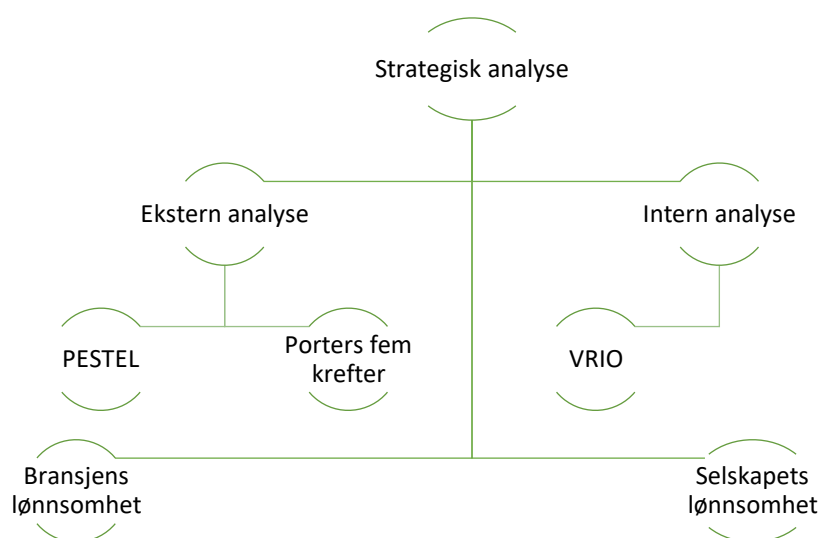
Figur 6 Illustrasjon av fremgangsmåte

Den strategiske analysen vil gjennomføres for å kartlegge selskapets styrker og svakheter, og muligheter og trusler som selskapet står ovenfor. I regnskapsanalysen vil vi omgruppere resultatregnskap og balanse for å være tilpasset et investorperspektiv. Dette er utgangspunktet for prognostisering av fremtidige kontantstrømmer og estimering av avkastningskrav. For å unngå at fremtidige prognoser skal være preget av tilfeldigheter, normaliseres historiske tall ved å fjerne finansielle poster og engangshendelser fra drift. Etter omgrupperingen vil vi gjennomføre en analyse av historiske regnskapstall, og sammenligne disse med noen av XXL sine konkurrenter. Videre vil fremtidsregnskapet utarbeides. Kontantstrømmene i fremtidsregnskapet vil neddiskonteres med tilhørende avkastningskrav. Resultatet av verdsettelsen vil være et fundamentalt verdiestimat. Vi vil også foreta en sensitivitetsanalyse og simulering for å evaluere om det foreligger usikkerhet i verdiestimatet. Til slutt vil vi utarbeide en handlingsstrategi på bakgrunn av det endelige estimatet.

## 5. STRATEGISK ANALYSE

I dette kapittelet vil vi foreta en strategisk analyse. Målet er å kartlegge XXL sine omgivelser og forhold som vil kunne påvirke XXLs lønnsomhet og posisjonen de har i markedet. Vi har videre valgt å dele analysen inn i to deler, en ekstern og en intern del. Den eksterne analysen har som mål om å identifisere de makroøkonomiske omgivelsene, konkurrentene i markedet og sportsbransjen. Den interne analysen fokuserer på å identifisere svakheter og styrker ved selskapets ressurser.

Det eksisterer i dag mange forskjellige strategiske rammeverk, hvor hver av de ulike rammeverkene har både sine sterke og svake sider. I denne oppgaven har vi valgt å benytte oss av tre ulike strategiske rammeverk. En PESTEL-analyse som vil gå inn på de makroøkonomiske forholdene som kan påvirke vekstmulighetene i bransjen. Porters fem krefter, også kjent som bransjeanalyse, vil bli benyttet for å analysere konkurransesituasjonen og ulike krefter som former sportsbransjen. Deretter vil vi bruke en VRIO analyse for å analysere de interne ressursene til selskapet. Vi har også valgt å dele ressursene inn i immaterielle og materielle ressurser. Til slutt vil den strategiske analysen bli oppsummert i en SWOT-analyse, hvor målet er å få en oversikt over de interne og eksterne faktorene som påvirker XXL. Selv om de strategiske rammeverkene vi har valgt er generiske modeller, er det forventet at modellene vil kunne gi en oversikt i makroomgivelser, bransjen og selskapsspesifikke faktorer som vil påvirke XXL.



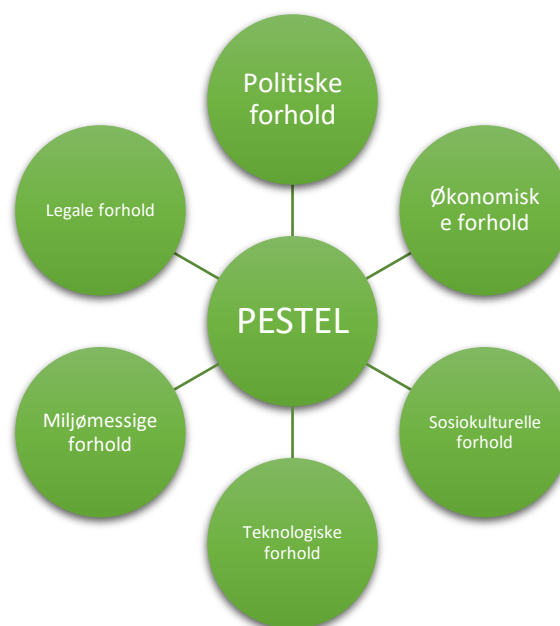
Figur 7 Rammeverk for Strategisk analyse

Bruken av strategisk analyse vil danne et grunnlag for å bekrefte om XXL har en strategisk posisjon. Dersom egenkapitalrentabiliteten er høyere enn egenkapitalkravet, vil selskapet oppnå en strategisk fordel (Pinto, et al., 2015). I tillegg vil analysen identifisere om selskapet har ressurser som vil gi konkurransefortrinn og muligheter til lønnsomhet.

Funnene fra den strategiske analysen vil gi et kvalitativt innblikk, som vil kunne bidra til regnskapsanalysen i kapittel 6 og prognosen for fremtiden i kapittel 8.

## 5.1 PESTEL

Formålet med en PESTEL-analyse er å belyse miljøet som selskapet opererer i. Eksempelvis de makroøkonomiske faktorene som påvirker selskapet (Johnson, et al., 2017). PESTEL analyserer seks forhold: politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og legale forhold. Ved å identifisere disse forholdene, vil man kunne finne hvilken påvirkningskraft og betydning disse forholdene vil kunne ha i dag og for fremtiden. Man kan da utnytte disse mulighetene og forsvare seg mot mulige trusler (Johnson, et al., 2017). Til slutt vil vi oppsummere hver av disse forholdene med en evaluering, om i hvilken grad disse faktorene vil påvirke XXL.



Figur 8 Rammeverk PESTEL-analyse

### 5.1.1 Politiske forhold

Politiske forhold innebærer myndighetens reguleringer, lover og forskrifter som kan påvirke selskapet og handelsmarkeder i et makroøkonomisk perspektiv (Johnson, et al., 2017).

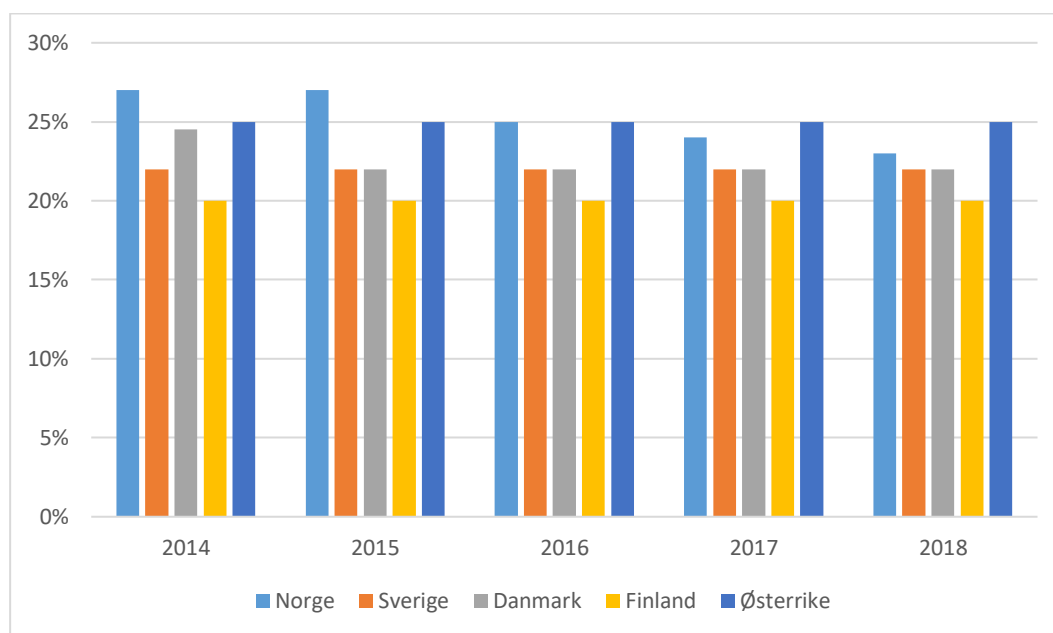
Eksempler på faktorer som skatt- og avgiftspolitik, politisk stabilitet, helsepolitikk og handelsrestriksjoner.

XXL driver virksomheten sin i de nordiske landene og Østerrike i Europa. Disse landene karakteriseres som politisk stabile stater og forutsigbare. Dermed vil det være lite sannsynlig for at drastiske økopolitiske endringer vil kunne oppstå brått på i fremtiden.

#### *Skattepolitikk*

Østerrike, Finland og Sverige har hatt en uendret selskapsskatt de siste fem årene på henholdsvis 25, 20 og 22 prosent. Norge reduserte fra 27 til 25 prosent i 2016 deretter fra 24 i 2017 til 23 prosent i 2018. I Sverige var selskapsskatten på 22 prosent i 2018, mens Østerrike, Finland og Danmark hadde en selskapsskatt på 25, 20 og 20 prosent.

I 2019 vil selskapsskatten i Norge reduseres til 22 prosent, og basert på utviklingen de siste årene er det ikke utenkelig at den vil reduseres ytterligere i fremtiden.



Figur 9 Selskapsskatten hos de ulike landene

### *Handelsrestriksjoner*

XXL har omtrent 400 leverandører. Majoriteten av disse befinner seg innenfor EU, men produksjon av tekstiler foregår som regel i Asia. Tekstilbransjen har lenge blitt kritisert for dårlige lønns- og arbeidsforhold – spesielt i Asia. Dersom det blir forsøkt å forbedre dette gjennom politiske reguleringer, kan varekostnader øke.

I forhandlingene om statsbudsjettet for 2019 ble det vedtatt at den avgiftsfrie grensen på import av varer fra utlandet skal avvikles fra 1.1.2020 (Nærings- og fiskeridepartementet, 2018). Dette vil gjøre det dyrere å bestille varer fra utlandet, og kan hjelpe XXL med å bli bedre rustet i konkurransen mot utenlandske nettbutikker. Danmark, Sverige, Finland og Østerrike er alle medlem av EU. Ved kjøp av varer fra et annet EU-land skal det ikke betales toll, men som regel skal det betales merverdiavgift. Ved kjøp av varer fra land utenfor EU er det egne beløpsgrenser for toll- og merverdiavgift for hvert enkelt land. Norge er medlem av det europeiske frihandelsforbundet (EFTA). Selv om Norge ikke er medlem i EU, får Norge innvilget fri handel på grunn av medlemskapet i EFTA.

### *Helsepolitikk*

Ifølge Verdens Helseorganisasjon, har antall sykkelig overvektige blitt nesten tredoblet siden 1975 (WHO, 2018). I 2016 var mer enn 1,9 milliarder personer over 18 år overvektige, hvorav 650 millioner var sykkelig overvektige. Disse utgjør henholdsvis 39 og 13 prosent av verdens befolkning. Overvekt og fedme er knyttet til kardiovaskulære sykdommer, diabetes, artrose og noen typer kreft. Sykdommer som skyldes overvekt og fedme bidrar til store kostnader. En rapport fra McKinsey har beregnet de årlige utgiftene relatert til fedme til 2,8 % av verdens samlede bruttonasjonalprodukt. Dette tilsvarer omtrent de årlige globale utgiftene til krig og terror (McKinsey Global Institute, 2014).

Overvekt og fedme øker stadig mer i den norske befolkningen, og mellom 15 og 20 prosent av alle voksne i Norge anslås å ha fedme (Helsedirektoratet, 2017). Antall fedmeoperasjoner som ble gjort i Norge var nesten doblet fra 2008 til 2015. I 2015 ble det registrert 1885 personer som ble operert ved offentlige norske sykehus for fedme, noe som bidrar til store kostnader for det offentlige (Helsedirektoratet, 2017). En reduksjon på de offentlige kostnadene knyttet til fedme og overvekt kan være en motivasjon for myndighetene til å sette i gang tiltak for å redusere fysisk inaktivitet. Økt fokus på et sunnere valg som sport og friluftsliv vil naturligvis ha en positiv effekt for både XXL og sportsbransjen.



Basert på analysen som har blitt gjort hittil, kommer vi fram til at de positive effektene går opp i opp med de negative effektene. XXL driver sine virksomheter i de nordiske landene og Østerrike. Disse landene regnes som stabilt politiske miljøer. Vi forventer derfor at sannsynligheten for store politiske endringer ikke vil skje i nærmeste fremtid. Skattesatsen i Norge vil bevege seg nedover til samme nivå som de andre nordiske landene. Det er allerede forventet at selskapskatten vil videre ned fra 23% i 2018 til 22% i 2019. Vi anser at endringene i skattesatsen i Norge ikke vil ha noen store konkurransemessige effekter for sportsbransjen eller XXL. Økt fokus på en sunnere livsstil, kosthold og trening fra myndighetenes side vil dermed ha positive effekter. Mens rammebetingelsene til tekstilarbeidere i u-land som befinner seg i Asia, vil føre til høyere varekostnader. Dermed vil de politiske forholdene ha en *nøytral effekt* på bransjen og XXL.

### 5.1.2 Økonomiske forhold

Økonomiske forhold har som mål å identifisere eksterne økonomiske faktorer som kan påvirke selskapet. Inflasjon, renter, økonomisk vekst, arbeidsledighet og bruttonasjonalproduktet (BNP) er elementer som vil kunne påvirke XXL og konsumentenes etterspørsel (Johnson, et al., 2017).

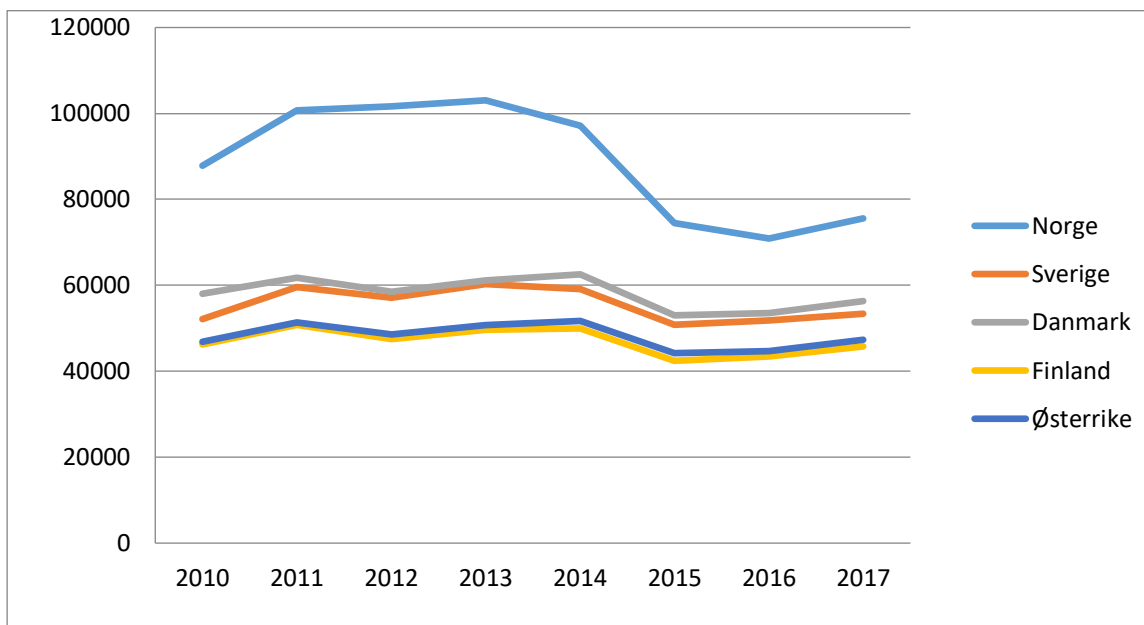
Bruttonasjonalprodukt per innbygger brukes ofte som et mål på velstandsnivået i et land. Ved å bruke BNP som mål er økonomien i Norden og Østerrike blant de mest velstående i verden (FN, u.d.).

Kundene som handler hos XXL og sportsbransjen er private konsumenter. Kundenes etterspørsels etter sportsutstyr og fritidsutstyr vil bli påvirket av de makroøkonomiske forholdene som BNP, privat konsum og rentenivået.

Land	BNP per innbygger (2017)
Norge	75 505
Sverige	53 442
Danmark	56 308
Finland	45 703
Østerrike	47 291

Tabell 4 BNP per innbygger oversikt over de ulike landene (FN, u.d.)

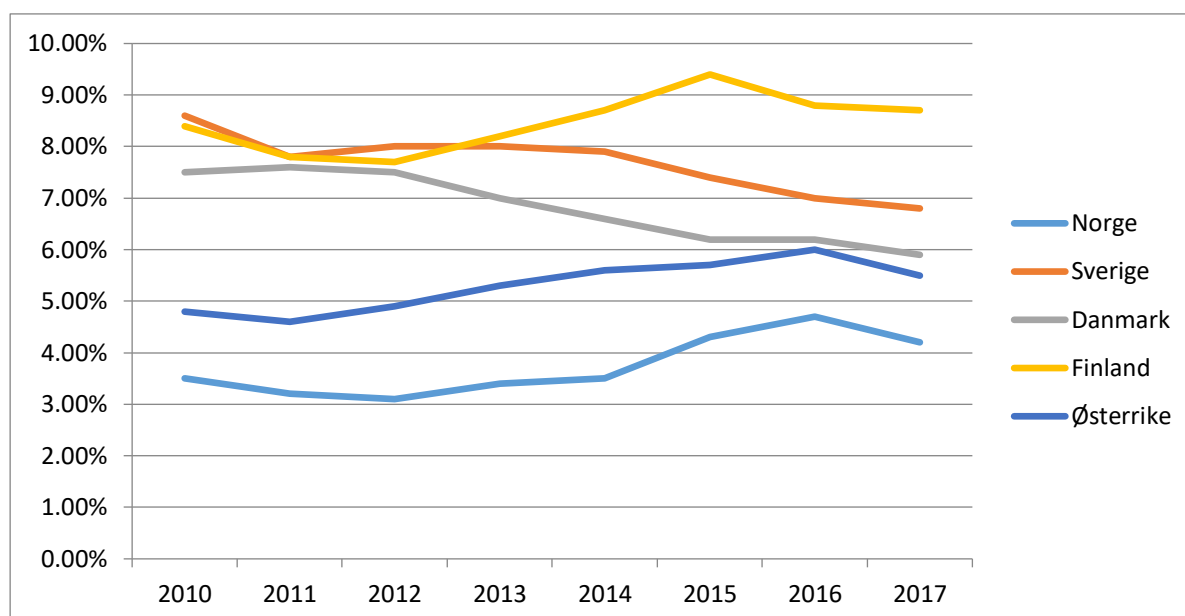
Tabell 4 viser BNP per innbygger hos de ulike landene XXL operer i. Norge har i flere år vært rangert på toppen i Europa når det gjelder BNP per innbygger. I 2017 falt Norge ned til en 4. plass på BNP listen, men allikevel har Norge 46% høyere BNP-nivå enn gjennomsnittet i Europa. Oljeprisfallet var årsaken til nedgangen i BNP ifølge Statisk sentralbyrå (SSB). Nedgangen i oljeprisen har blant annet ført til lavere inntekter i Norge, noe som har ført til utslaget i statistikken (Moe & NTB, 2017).



Figur 10 Utvikling i BNP per innbygger (i USD) i Norge, Sverige, Danmark, Finland og Østerrike, fra år 2010 til 2017 (FN, u.d.)

De nordiske landene hadde i 2016 en høyere økonomisk vekst enn både USA, Japan og EU. Vekstraten i de nordiske landene var på 2% mens USA, Japan og EU hadde vekstrate på 1,6%, 1% og 1,9% (Nordisk samarbeid, 2017).

Arbeidsledighet kan anses som et samfunnsproblem, i tillegg kan arbeidsledigheten til et land fortelle om hvordan den økonomiske situasjonen er. I de nordiske landene er arbeidsledigheten lavere enn resten av EU, der Norge har tre ganger lavere arbeidsledighet enn resten av Europa. Arbeidsledigheten i de nordiske landene gikk ned i 2017, mens investeringene hadde en vekst (Fondsfinans, 2018). Lav arbeidsledighet og høy sysselsetting er blant annet viktig for å kunne opprettholde og utvikle et velferdssamfunn.



Figur 11 Utviklingen i arbeidsledighet i Norge, Sverige, Danmark, Finland og Østerrike i prosent (FN, u.d.).

### Norge

Oljeprisfallet i 2014 har ført til at Norsk økonomi har vært preget av nedgangstider (Regjeringen, 2018). Fra 2013 til 2016 hadde inntektene for olje og gass falt med 200 milliarder norske kroner, blant annet gikk investeringen i petroleumsvirksomheten ned med 30%. På grunn av nedgangstiden i oljeprisen førte det til en lavere økonomisk vekst og høyere arbeidsledighet (Regjeringen, 2018). I 2017 hadde Norge en økonomisk vekst på 2%, inflasjon på 1,9%, en rente på 1,6% og arbeidsledighet på 4,3% (Nordisk samarbeid, 2018).

Ifølge SSB vil oljeinvesteringen i 2019 vokse med 13,2%, mens i 2020 vil den øke med 0,5%, deretter med 0,2% i 2021. (Strandli, 2018).

En økning i petroleumsinvesteringer vil føre til en moderat oppgang i norsk økonomi fra nedgangstiden i 2014. Renten skal videre oppover, lønnsveksten vil stige og arbeidsledigheten vil falle (SSB, 2018). Utviklingen i norsk økonomi peker mot en positiv retning, og økonomien de neste årene kan forventes å stabilisere seg med en positiv vekst.

Arbeidsledigheten fortsetter å synke, mens norske bedrifter investerer mer både i og utenfor oljesektoren. Dermed kan man anta at nedgangskonjunktoren etter oljeprisfallet er forbi (Regjeringen, 2018).

### *Sverige*

Svensk økonomi har hatt en tøff periode sammen med resten av Europa. Den svenske økonomien hadde en vekst på 3,5% i fjerde kvartal i 2016. Veksten i Sverige er hovedsakelig drevet av en oppgang i konsum, investering og eksport (SSB, 2017).

I 2017 var den økonomiske veksten 2,3%, inflasjon på 1,9%, rente 0,7% og arbeidsledigheten på 6,8% (Nordisk samarbeid, 2018). Ifølge den svenske banken Skandinaviska Enskilda Banken (SEB), vil Sverige ha en BNP-vekst på 2,9% i 2018 og 2,4% i 2019.

Arbeidsledigheten ligger på 6,2% i 2018, og det er forventet at den vil synke til 5,9% i 2019 (Linblad, 2018). På grunn av en vedvarende inflasjon i Sverige er pengepolitikken ekspansiv og vil fortsette slik de neste årene. Dette har blant annet bidratt til en svakere svensk krone og styrket konkurransekraften for selskapene i Sverige (OECD, 2018). Veksten i eksport, høyere offentlig forbruk og høyere privat konsum er faktorer som har vært viktige for BNP-veksten i Sverige. Arbeidsledigheten viser seg til å falle gradvis nedover og BNP-veksten fortsetter å vokse.

Svensk økonomi har hatt en sterk vekst og vokst raskere enn verdensøkonomien, men det kan forventes at veksten vil bremse litt opp i de kommende årene (LO, 2017).

### *Danmark*

Finanskrisen i 2008 rammet Danmark hardt, og landet har siden den gangen ikke klart å komme tilbake på det samme økonomiske nivået som i 2007 (FN, 2018). Danmark har hatt en svak vekst siden 2010 med en vekst på 2% (SSB, 2017). I 2015 var Danmark i en

lavkonjunktur på grunn av den negative veksten, noe som førte til at økonomien stagnerte. Den danske økonomien begynte å ta seg sakte opp igjen i 2016, med en BNP-vekst på 1,1%. Forbedringen i privat konsum og eksporten av varer er faktorer som står bak den økonomiske veksten i 2016, etter en stagnasjon i 2015 (Ritzau, 2016). I 2017 hadde Danmark en økonomisk vekst med 2,3%, inflasjon på 1,1%, rente 0,5% og arbeidsledighet på 5,9% (Nordisk samarbeid, 2018).

Den økonomiske veksten i Danmark forventes å vokse med rundt 2% i 2019, for deretter å holde seg på et stabilt nivå i 2020. Forbedringen i privat konsum, skattereduksjon og eksport av varer vil fortsette å spille en viktig rolle for veksten i fremtiden. Inflasjonen er satt opp til å være på rundt 2% ved utgangen av 2020 (OECD, 2018). Storbritannia er en viktig handelspartner for Danmark. Dermed vil usikkerheten rundt brexit også berøre den danske økonomien og finansmarkedene (OECD, 2018).

### *Finland*

Finland har den svakeste statsfinansen i Norden, med en statsgjeld som utgjør mer enn 60% av BNP (Fondsfinans, 2018). Finsk økonomi har hatt flere vanskelige år med en svak økonomisk vekst, helt siden 2007. I 2015 var den økonomiske situasjon forverret, noe som førte til at Finland hadde et lavere økonomisk nivå enn de hadde før finanskrisen i 2008. Mellom 2008 og 2016 hadde Finland så vidt vekst i økonomien (Gjendem, 2015). Nabolandet Russland har hatt en nedgang i økonomien på grunn av oljeprisfallet, noe som også har rammet Finland på grunn av handelsrestriksjonene.

En reduksjon i lønn ved å øke arbeidstiden uten kompensasjon har bidratt til å gjøre den finske økonomien mer konkurransedyktig, men en reduksjon i lønn har også ført til at den finske sparingen er blitt negativ (LO, 2017). I 2017 hadde Finland en økonomisk vekst på 2,8%, inflasjon på 0,8%, en rente på 0,5% og arbeidsledighet på 8,8% (Nordisk samarbeid, 2018).

Utsikten i finsk økonomi har forbedret seg. En sterk etterspørsel på finske eksportvarer har blant annet bidratt til en økning i investering i 2018. Det har tatt langt tid for Finland å omstille økonomien etter finanskrisen (Fondsfinans, 2018). Vi kan dermed forvente at veksten de neste årene vil være relativt lave.

## Økonomisk oversikt over de nordiske landene (2017)

Land	Danmark	Finland	Norge	Sverige
Arbeidsledighet	5,7%	8,8%	4,3%	6,8%
Inflasjon	1,1%	0,8%	1,9%	1,9%
Rente	0,5%	0,5%	1,6%	0,7%
Økonomisk vekst	2,3%	2,8%	2,0%	2,3%

Tabell 5 Økonomisk oversikt over de nordiske landene (Nordisk samarbeid, 2018)

### Østerrike

Østerrike er et av de mest stabile landene i EU med et godt utviklet økonomisk system (FN, 2016). I 2018 hadde Østerrike en økonomisk vekst på 2,7% og det er forventet at den vil holde seg stabilt ut 2019. Eksporten av varer spiller en viktig faktor i det østerrikske økonomien. I 2017 var veksten på eksport på 4,6% og det er ventet at den vil være på 4,2% i 2019 (Reuters, 2018).

Fastlandsøkonomien i Østerrike beskrives som robust og den økonomiske veksten er forventet til å bremse litt opp i 2020. Inflasjonen er også satt til å bli tregere med 2% de to neste årene. Usikkerheten rundt Euroområdet og brexit vil påvirke eksporten og investeringene i landet. I 2017 var arbeidsledigheten i Østerrike på 5,5% noe som er lavere enn de nordiske landene utenom Norge (OECD, 2018).

Den økonomiske veksten i de nordiske landene har vært sakte siden finanskrisen i 2009, og Norge har hatt en nedgangstid siden oljepris fallet i 2014. Selv om forholdene har forbedret seg, forventes det fortsatt at veksten i Norge, Sverige, Danmark, Finland og Østerrike til å være svake fremover. På grunn av den svake økonomiske situasjonen i de nevnte landene, vurderer vi de økonomiske forhold til å ha en *negativ effekt* på bransjen og XXL.

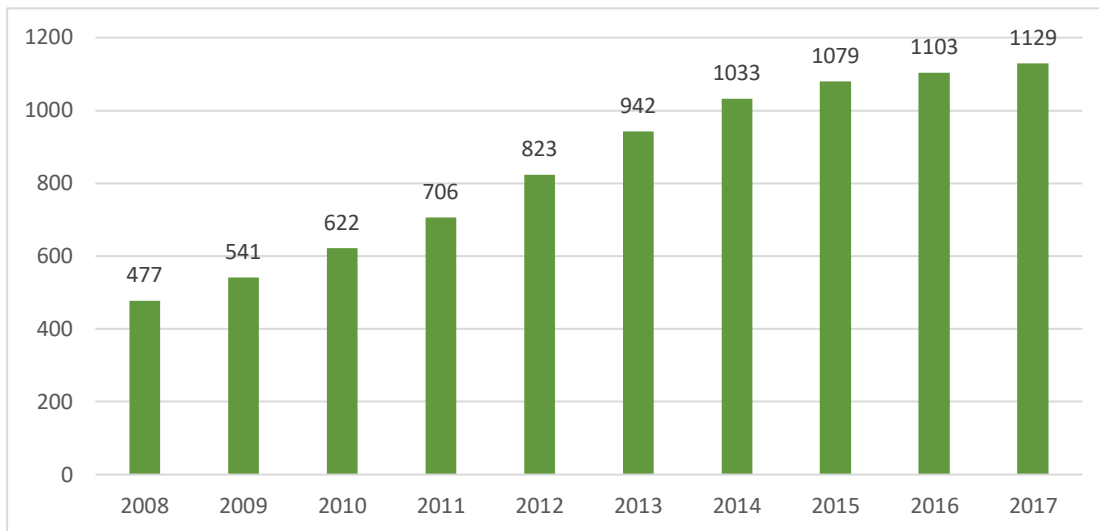
### 5.1.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiale forhold innebærer faktorer som livsstil, helse og kulturelle begrensninger. Analysen av de sosiale forholdene vil gi et innblikk i hvordan forbrukernes behov i bransjen er formet (Johnson, et al., 2017).

Sportsbransjen har i de siste ti årene opplevd en sterk vekst. Hovedfaktoren til denne veksten kan være på grunn av en økt interesse for sport, trening og helse. Det er ikke bare Norge som har opplevd denne veksten, men også resten av de nordiske landene.

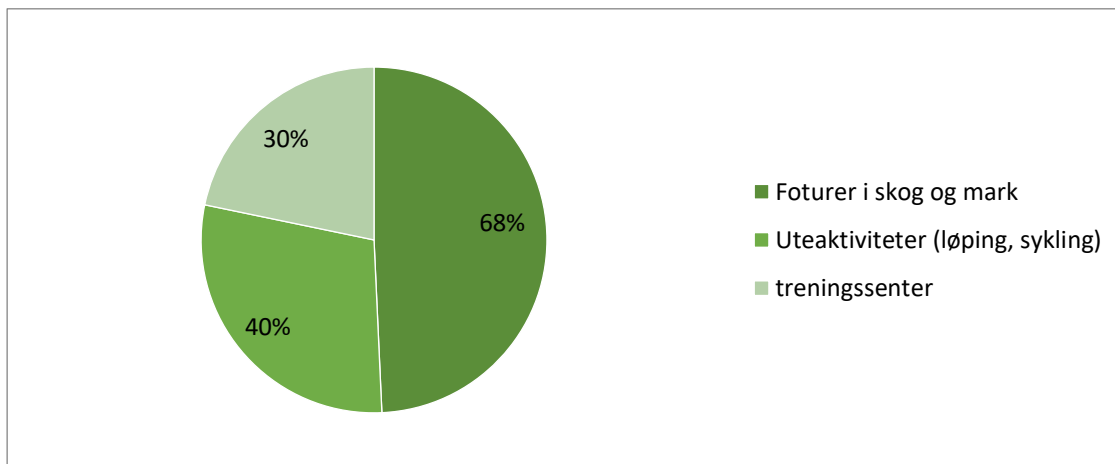
Statistisk Sentralbyrå (SSB) har gjennomført en levekårsundersøkelse hvert år siden 1973. Hvor målet med undersøkelsen er å kartlegge den norske befolkningens deltakelse i sport, treningsaktiviteter og friluftsliv. Ut ifra levekårsundersøkelsen som ble utført i 2016, viste det seg at 83% av befolkningen i alderen 16 eller eldre trener minst en gang i uken. I 2004 og 2007 var det 73% av befolkningen som trente minst en gang i uken, og i 2001 var tallet på 66%. Funnene fra undersøkelsen viser at befolkningen i Norge trener mer nå enn tidligere (SSB, 2016).

European Commission gjennomførte en lignende undersøkelse. Hvor hensikten er å undersøke de 28 landene som er medlem av EU. Undersøkelsen til European Commission som har fått navnet "*Sport and physical activity*" ble publisert i 2018. Ut ifra denne undersøkelsen viste det seg at Sverige, Finland og Danmark er de mest fysiske aktive landene i Nord-Europa. Funnene fra undersøkelsen viser at 69% av folket trener eller driver med sport mins en gang i uken i Finland, mens i Sverige var det 67% og Danmark 63%. Derimot viser det seg at Østerrike deltar mindre i sport eller aktivitet, enn den forrige undersøkelsen som ble gjort i 2013 (European Commission, 2018).



Figur 12 Utviklingen i antall treningscentre i Norge fra 2008 til 2017 (Virke, 2017).

Ifølge en rapport som ble publisert i 2017 av Virke, oppgir 3 av 4 nordmenn at de trener minst en gang i uken, og mer enn 40% trener tre ganger eller mer hver uke. Det viste seg også at menn og kvinner var omtrent like aktive. De største aktivitetskategoriene er fotturer i skog og mark med 68%. Deretter kommer uteaktiviteter i form av løping, sykling og ski med 40%, og til slutt treningscenter med 30%, som figur 13 illustrerer. Figur 12 viser en utvikling på treningscenter i Norge fra 2008 til 2017 (Virke, 2017).



Figur 13 Oversikt over aktivitetskategoriene i Norge i prosent (Virke, 2017).

I 2014 ble det registrert en nedgang på 6% hos de store jeansprodusentene. Samtidig ble det registrert en økning på 7% av salg på yogabukser og løpetights (Jensen, 2014). Salget av treningsklær er blitt større og øker stadig raskere enn salg av andre type klær.



Det er blitt attraktivt å se sporty ut, og folk har blitt mer opptatt av helse og kosthold. Dette kan være en forklaring på at sportsbransjen har tatt markedsandeler fra klesbransjen de siste årene (Sportsbransjen, 2015).

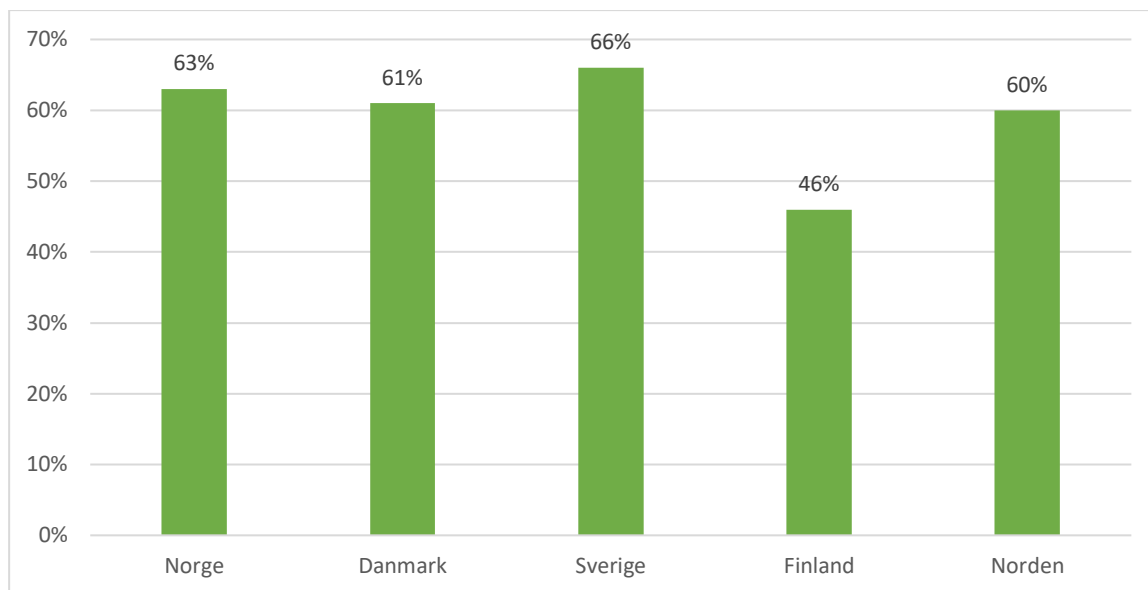
En stor del av veksten i den norske sportsbransjen de 10 siste årene kan antas å stamme fra økningen på at flere trener og er opptatt av en sporty livsstil. Det viser seg at det ikke bare er i Norge, men også de nordiske landene har opplevd samme vekst. Dette er noe vi mener vil gi en *positiv effekt* for både bransjen og XXL.

#### 5.1.4 Teknologiske forhold

Den teknologiske utviklingen kan ses på som både en trussel og mulighet for aktørene og bransjen. Dermed anser vi den teknologiske utviklingen som en av de viktigste faktorene i makronivået. Faktorer som kan påvirke aktørene og bransjens omgivelser er blant annet internettets rolle, innovasjon og teknologi (Johnson, et al., 2017).

XXL har hatt en tøff periode i 2017 med negativ vekst. Til tross for den tøffe perioden viste det seg at nettbutikken til XXL hadde en positiv vekst på 40% (Haugen, 2018). Ifølge den tidligere toppsjefen i XXL, Ulf Bjerknes, er det forventet at nettsalget vil stå for 30% av salget i 2023 (Hopland, 2018). I 2015 ble det omsatt ca. 2,8 milliarder norske kroner på sports-, fritids- og hobbyutstyr på internett. Dette er en vekst på rundt 18% fra 2014 (Sportsbransjen, 2015). Utviklingen på teknologi og netthandel er i sterk vekst. Dermed vil selskaper kunne bli mer lønnsomme ved å tilpasse seg denne utviklingen. Det har blitt stadig mer normalt å sitte hjemme foran datamaskinen eller mobilen for å handle, istedenfor å dra til de fysiske butikkene.

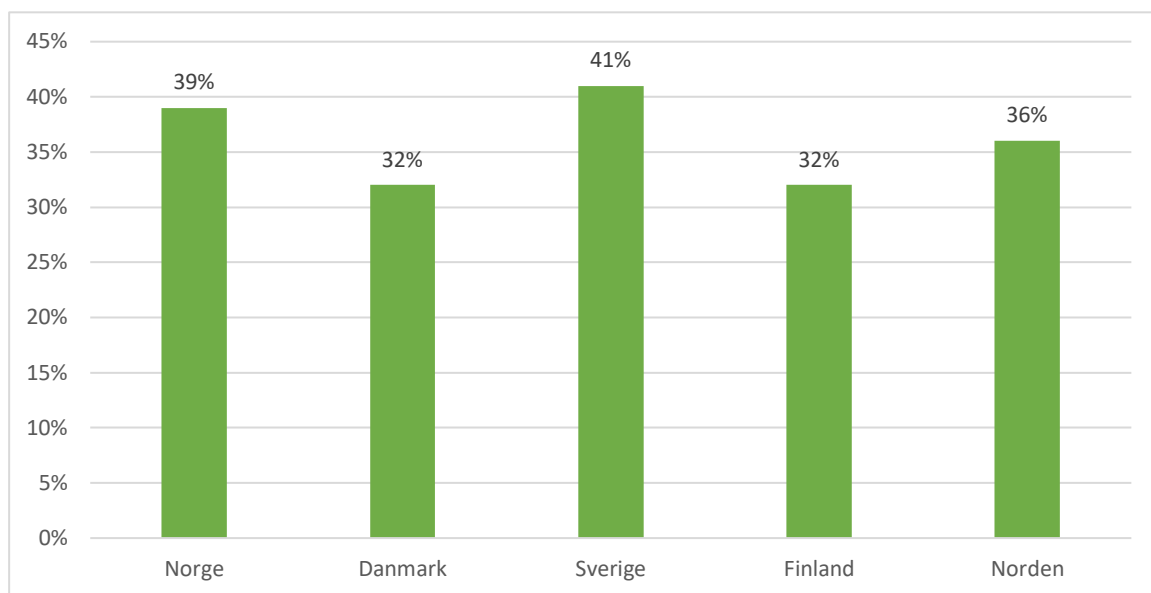
I 2018 publiserte Postnord en rapport som viste hvordan netthandelen var i de nordiske landene. Ifølge rapporten ble det registrert at 60% av den nordiske befolkningen mellom 18 og 79 år handlet på nettet i 2017. Dette tilsvarer 202,8 millioner norske kroner i 2017 på netthandel (Postnord, 2018).



Figur 14 Andel av befolkningen i de Nordiske landene som handler på nett hver måned (Postnord, 2018).

Figur 14 illustrerer andelen av befolkningen i de nordiske landene som handler gjennom internett, og det viser seg at Sverige er den største netthandelsnasjonen i Nord. Det ble anslått en gjennomsnittsverdi på 1 886 NOK per person som handlet på nettet i Sverige, med 3,6 millioner forbrukere og en total omsetning på 80,7 milliarder NOK i 2017. Danmark har derimot det høyeste tallet med 2 137 NOK per person på netthandel, med 1,9 millioner forbrukere som handlet på nettet i 2017. I Norge ble det anslått en gjennomsnittsverdi per person på 2 048 NOK med 1,8 millioner forbrukere (Postnord, 2018).

Finland viser seg til å skille seg ut fra Norge, Danmark og Sverige, som vi kan se i figur 14. Finland har tilsvarende internettdekning som de andre nordiske landene, men ligger bak de andre landene når det gjelder netthandel (Postnord, 2018). Ifølge netthandelseksperten Sinikka Eloranta i Postnord Finland, kan den svake veksten delvis skyldes at landet har vært i en lavkonjunktur. Men i de siste årene har økonomien i Finland forbedret seg, noe som også viser at netthandelen har hatt en vekst (Postnord, 2018).



Figur 15 Antall som har handlet med mobil i de nordiske landene (Postnord, 2018).

Netthandel på mobil er blitt mer tatt i bruk enn tidligere. Det viser seg at Sverige er landet i Norden som har kommet lengst i utviklingen med bruk av mobil for å handle. Fire av ti svensker oppgir at de har brukt mobilen til å handle på nettet, mens en tredjedel av Norden gjør det samme (Postnord, 2018). Forbrukere i alderen 18 til 49 år bruker mobilen for å handle oftere enn de eldre, dette gjelder alle de nordiske landene (Postnord, 2018).

XXL har satset mye på nettbutikken sin, noe som har resultert til at selskapet har den største, og mest veletablerte nettsiden i Norden. Denne tilpassingen har resultert til positive tall for XXL. Selv om det har vært to svake år med negativ vekst, har netthandelen hatt en positiv vekst. Det ser ut til at XXL håndtere den økende netthandel-trenden godt, ved å utvikle en veletablert nettplattform som er både raskt og effektiv.

Vi kan dermed konkludere med at de teknologiske forholdene vil ha en *positiv effekt* for XXL, siden det viser seg at det er fortsatt vekstmuligheter.

### 5.1.5 Miljømessige forhold

Miljø og etisk handel har de siste årene blitt viktigere og har fått større oppmerksomhet. Dette har blant annet ført til mer miljøvennlige produkter og transport. Den miljømessige faktoren kan ha en viktig rolle for sportsbransjen. Ved økt fokus på miljø og bærekraftige produkter, eksisterer det derfor store muligheter for sportsaktørene og bransjen. På grunn av at forbrukerne er blitt mer opptatt av miljø og etisk handel, stiller de stadig høyere krav til at bedrifter må opptre ansvarlig (Virke, 2018).

I 2017 lanserte Initiativ for etisk handel (IEH) en rapport om etisk handel i Norge. Det ble oppgitt at 58% av forbrukerne har høye forventninger og krav til bedriftene de handler hos. 71% svarte at de er helt eller delvis enig i at de velger å unngå bedrifter som har tilknytning til uforsvarlig miljøhåndtering og arbeidsvilkår. 24% svarte at de har sluttet å kjøpe et produkt av hensyn til miljø, og 17% av befolkningen er helt eller delvis enig i at de får tilstrekkelig informasjon om hvilke forhold varene de handler blir produsert under (IEH, 2017).

Transport og avfallshåndtering er andre viktige miljømessige forhold sportsbransjen står overfor. XXL har strategisk valgt å plassere sine to sentrallager i Norge og Sverige, blant annet nærmere jernbaner og flyplasser. Dette vil kunne bidra til å redusere antall biler på veiene, som igjen vil redusere utslipp ved transport. Dermed vil transporten foregå direkte fra leverandøren til varehusene (XXL, 2017). Både Posten Norge og XXL har inngått et miljøbasert samarbeid, hvor hensikten er å redusere egne klimagassutslipp. I tillegg har begge innført klimanøytrale servicepakker. I stedet for tradisjonell levering med biler vil leveringen med klimanøytrale servicepakke foregå med tog (XXL, u.d.).

Fokuset på miljø har blitt viktigere enn tidligere, og har fått mye mer oppmerksomhet. Både media og forbrukere er blitt mer opptatt av miljøvennlige produkter og bedrifter. Økningen og engasjementet på miljø og bærekraftige produkter vil kunne skape muligheter for sportsbransjen, men vil også ha negative konsekvenser. Hvis selskapene ikke opptre seg ansvarlige eller fører miljøvennlige produkter, vil dette kunne skade selskapets omdømme. Vi kan dermed forvente at det miljømessige forholdene vil ha en *nøytral effekt* for XXL.

### 5.1.6 Legale forhold

Legale forhold kan bli sett på som en av de viktigste forholdene et selskap eller en bransje utsettes for. Dette inkluderer både eksterne og interne faktorer. De eksterne faktorene er lover som gjelder i et gitt marked, mens interne faktorer er virksomhetens egne juridiske grenser (Johnson, et al., 2017).

Store deler av produksjonen og produktene i sportsbransjen og XXL foregår i de asiatiske landene. Dermed er det viktig at selskapet har både kunnskap og informasjon om hvor produktene kommer fra og arbeidsforholdene de produseres under. XXL krever at leverandørene driver etisk handel, og godkjenner ikke barnearbeid eller korrupsjon (XXL, 2017).

XXL regnes som næringsdrivende i Norge, og må blant annet forholde seg til markedsføringsloven. I 2016 tok Forbrukerombudet kontakt med XXL, hvor selskapet måtte fjerne løftet sitt om prisgaranti som de markedsførte på hjemmesiden. Dette ble stemplet som ulovlig markedsføring, og XXL måtte skriftlig signere på at dette ikke måtte gjentas (Brækhus, 2016). XXL selger jaktutstyr og skytevåpen. Ved salg av skytevåpen i Norge må man følge loven for produktkontroll. De siste årene i Norge har det vært en diskusjon om søndagsåpne butikker. Hvis dette blir vedtatt, vil dette kunne bidra til en økt lønnskostnad og andre kostnader. Selv om det ikke er noe bevis på at dette vil påvirke de totale salgsinntektene.

De legale forholdene er strenge og det er viktig at selskapet følger de relevante lovene og reglene innen markedet. Ved å bryte regelverket kan det fort føre til store konsekvenser. Blant annet vil omdømmet til selskapet bli svekket. Derfor oppsummerer vi med at de legale forholdene har en *nøytral effekt* på XXL, ettersom selskapet ikke har brutt noen alvorlige lover som har ført til store konsekvenser.

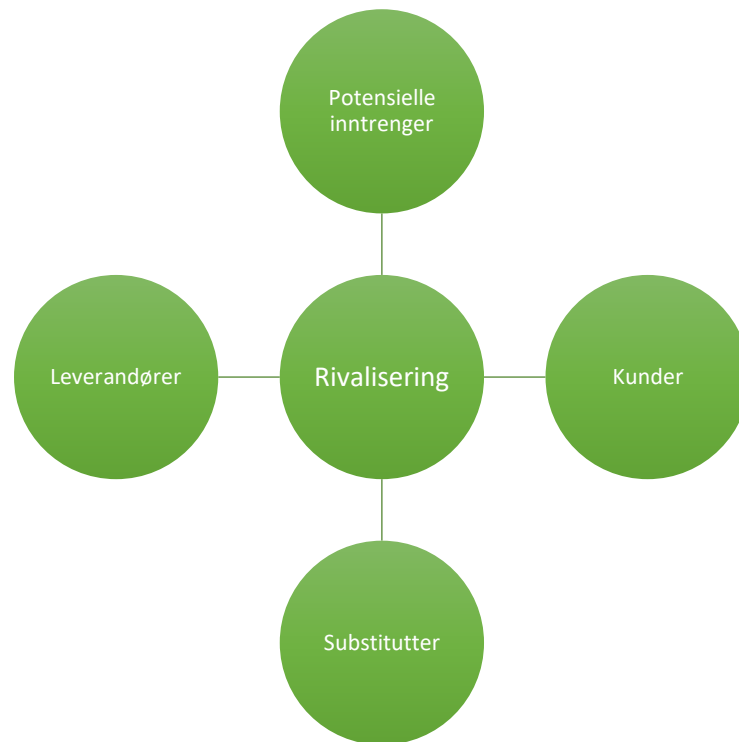
### 5.1.7 Oppsummering av PESTEL.

Oppsummeringen av PESTEL-analysen er illustrert i tabellen nedenfor. Basert på analysen som har blitt utført, kom vi fram til at de politiske, legale og miljømessige forholdene vil ha en *nøytral effekt* for XXL. De nåværende økonomiske forholdene i landene som XXL opererer i har hatt negative vekst de siste årene. Selv om forholdene har forbedret seg, har veksten fortsatt vært svak. Noe som kan ha en *negativ effekt*. En økende trend på sunn livstil og trening, i tillegg til at netthandel hos forbrukerne er i stadig vekst, vil kunne bidra til positive resultater for selskapet. Dermed vil de sosiokulturelle og teknologiske forholdene ha en *positiv effekt*. Etter vår vurdering og basert på analysen, konkluderer vi med at den totale effekten av PESTEL analysen vil ha en **moderat positiv** effekt på både sportsbransjen og XXL.

PESTEL	
<b>P (Politisk forhold)</b>	Nøytral
<b>E (Økonomisk forhold)</b>	Negativ
<b>S (Sosiokulturelle forhold)</b>	Positiv
<b>T (Teknologiske forhold)</b>	Positiv
<b>E (Miljømessige forhold)</b>	Nøytral
<b>L (Legale forhold)</b>	Nøytral

Tabell 6 Oppsummering av PESTEL analysen

## 5.2 Porters Fem Krefter



Figur 16 Rammeverk Porters fem krefter modellen

Porters fem krefter, også kjent som bransjeanalyse, har som mål å kartlegge hvor sterk konkurransen i en bransje er (Johnson, et al., 2017). Ved å kartlegge konkurransesituasjonen i en bransje, vil det kunne gi oss informasjon og innsikt til å vurdere lønnsomheten og verdier som skapes i sportsbransjen og XXL (Pinto, et al., 2015).

Porters fem krefter ser på fem ulike faktorer som er avgjørende. Disse fem faktorene vil påvirke konkurransesituasjonen: potensielle inntrengere, kundenes forhandlingsmakt, substitutter, leverandørens forhandlingsmakt og den interne rivaliseringen mellom sportskjedene i bransjen (Pinto, et al., 2015). Til slutt vil vi oppsummere bransjeanalysen ved å vurdere de fem kreftene ved å rangere de fra lav, moderat eller høy påvirkningskraft. Samtidig vil vi observere hvilken effekt de vil ha på konkurransen i bransjen.

## 5.2.1 Potensielle inntrengere

Potensielle inntrengere og nye aktører i en bransje har et mål om å vinne markedsandeler. Dette vil føre til priskrig, press på kostnader og investeringsbehovet i et marked. Hvis det er enkelt å komme inn i markedet for å etablere seg, vil dette føre til hindringer og vanskeligheter for de eksisterende aktørene i bransjen (Johnson, et al., 2017).

I markedet hvor inngangsbarrieren er høy, vil trusselen for nye og potensielle inntrengere være lavere. Typiske inngangsbarrierer kan blant annet være stordriftsfordeler, differensiering, høy kundelojalitet eller høy kapitalinvestering. Inngangsbarrierene vil bidra med å redusere potensielle aktører å entre bransjen (Pinto, et al., 2015).

Om trusselen for potensielle inntrengere er høye eller lave, avhenger hvor høy inngangsbarrieren er, og hvordan de eksisterende aktørene i bransjen vil reagere på inntrengere som vil inn. I et marked hvor inngangsbarriere er lave, og de eksisterende aktørene viser lite respons, vil det føre til at trusselen for potensielle inntrengere blir høyere.

I 2015 ble det registrert ca. 650 sports butikker i Norge, mens i 2008 var det ca. 800 butikker. Noe som viser en nedgang i antall sportsbutikker i Norge (Sportsbransjen, 2015). En forklaring på nedgangen kan være den høye konkurransen mellom de store aktørene som satser på store varehus. Etableringen av store varehus vil kunne bidra til stordriftsfordeler, som følges av pressede priser og lavere marginer. Dette vil bidra til å redusere trusselen for nye inntrengere. De store aktørene kan konkurrere på pris til en viss grad, noe som vil gjøre det vanskeligere for de mindre aktørene.

Stordriftsfordeler handler om at selskaper får lavere kostnader på grunn av bedre forhåndsvilkår ved kjøp av større kvantum og lavere enhetskostnader (SNL, 2014). Dette er fordi de faste kostnadene blir delt opp i et større antall varer. Aktører med store varehus som XXL og Gresvig-konsernet vil kunne oppnå stordriftsfordeler. På grunn av sine størrelser vil de ha muligheten til å oppnå reduserte lagerkostnader, og dermed forbedrede innkjøpsbetingelser og reduserte transportkostnader. Dette gjør det krevende for potensielle inntrengere som ønsker å entre markedet for å konkurrere på pris mot de store aktørene som allerede er godt etablert. Dermed vil stordriftsfordeler for de fysiske butikkene og varehusene ha en høyere inngangsbarriere.



Sportsbransjen i Norge er stort sett dominert av få og store sportskjeder. Både XXL og Gresvig konsernet utgjør til sammen 62% av markedsandelene i bransjen. Sportsbransjen er overetablert, hvor de store kjedene åpner varehus stort sett over alt i storbyene. Noe som gjør at det blir mindre plasser for enkeltbutikker (Solem, 2017). I tillegg foretrekker de store sportskjedene å satse på større varehus enn mindre butikker. Dette vil bidra til å løfte inngangsbarrierene og fordelen med å oppnå stordriftsfordeler.

De siste årene har netthandel hatt en betydelig sterk vekst i Norge. XXL hadde blant annet en netthandelsvekst på 38% i 2018. Konsernsjefen i XXL, Tolle Grøterud, forventer at netthandelen i sportsbransjen vil ligge på 30-40% i fremtiden (Hopland, 2019). Utviklingen av netthandel har bidratt til nye konkurrenter, som kun baserer seg på nettet. Nisjebedriftene som opererer på nettet har hatt en stor suksess med positiv vekst de siste årene (Hopland, 2019). Bedrifter på nettet som Fjellsport, Skittfiske og Milrab har alle hatt en kraftig vekst. Både Milrab og Skittfiske nådde for første gang en omsetning på 100 millioner kroner i 2018. Det ser ut til at nisjebedriftene fortsetter å vokse og vil ta en liten markedsandel i bransjen (Hopland, 2019). Butikker som er basert på netthandel har en fordel med at de har lavere driftskostnader, noe som gjør at det kan være attraktivt for flere små aktører å komme inn i markedet. Dette vil senke inngangsbarrieren, som betyr at det vil være lettere for potensielle inntrengere for å entre markedet.

XXL og Gresvig-konsernet sammen med de eksisterende aktørene i markedet har alle opparbeidet seg til sterke posisjoner, med høy kundelojalitet og kundetilfredshet. Ved høyt fokus på samfunnsansvar, reklamemateriell, opplæring av personell og goodwill, har sportskjedene skapt gode relasjoner med kundene. Sportskjedene har samtidig jobbet seg oppover til et godt omdømme, noe som har bidratt til å styrke posisjonen deres i bransjen. I 2018 ble det utført en spørreundersøkelse gjort av Norsk Kundebarometer, hvor målet var å undersøke kundelojalitet og kundetilfredshet hos norske forbrukere (BI, 2018). Funnene fra undersøkelsen viser at XXL hadde en score på lojalitet på 86,1% og en tilfredshet på 71%. Dermed er XXL på toppen blant konkurrentene sine, mens seks andre bedrifter i sportsbransjen hadde en gjennomsnittlig score på 80% på kundelojalitet (BI, 2018). Høy score i undersøkelsen og kundelojalitet vil tyde på at kundene i større grad vil komme tilbake, men høy kundelojalitet vil nødvendigvis ikke bidra til å heve inngangsbarrieren. Dette kan ha noe med at forbrukerne er prisbevisste, noe som kan være årsaken til veksten på netthandel de siste årene. Det er blitt billigere og enklere å handle på nettet, noe som tiltrekker kundene. Selv med høy kundelojalitet kan kunden fortsatt velge butikken med lavest pris, så lenge

byttekostnaden ikke overstiger prisforskjellen. Dermed vil lave byttekostnader kunne svekke inngangsbarrieren. Dette kan motivere de mindre aktørene og nye inntrengere som opererer på nettet.

Det eksisterer flere inngangsbarrierer som kan bidra til å redusere trusselen fra nye potensielle inntrengere. Utviklingen av netthandel og nettbutikker har bidratt til en enklere og rimeligere prosess med å starte opp nettbutikk enn fysisk butikk. På grunn av prisbevisste forbrukere, lave byttekostnader i sportsbransjen og trusselen for nye konkurrenter på internett, konkluderer vi med at trusselen fra nye aktører og potensielle inntrengere som *høye*.

### 5.2.2 Kunders forhandlingsmakt

Kundene i et bestemt markedet som har stor forhandlingsmakt, vil blant annet ha makten til å presse ned prisen eller kreve høyere kvalitet/service. Dette kan føre til redusert lønnsomhet i en bransje (Pinto, et al., 2015). Kundenes forhandlingsmakt er høy dersom produktene eller tjenestene i en bransje er like eller ikke-differensierte. I tillegg vil lave byttekostnader bidra med å øke forhandlingsmakten (Johnson, et al., 2017).

Forhandlingsgruppen i sportsbransjen består for det meste av privatpersoner og handler som regel i små kvantum. På grunn av at kundene ikke handler i store volumer, vil det ikke spille så stor rolle om kunden velger å handle hos en av konkurrentene. Dermed vil ikke dette ha store konsekvenser eller betydninger for sportskjedene, men hvis alle kundene opptrer likt vil dette ha konsekvenser. Dette vil øke forhandlingsmakten hos kundene, men det er lite sannsynlig at dette vil kunne oppstå, siden hver enkelt kunde handler som regel for sitt eget behov.

Tidligere måtte kundene forholde seg til de lokale sportsbutikkene. Det var en utfordring for kundene å få informasjon om utvalget og prisene hos de ulike sportsbutikkene. Utviklingen ved bruk av internett har blant annet ført til prissammenligningsverktøyer, noe som gjør at kunden nå har muligheten til å være oppdatert på vareutvalget, prisforskjellene og kampanjene hos de forskjellige butikkene. Dermed har kunden fått bedre oversikt over tilbudene og prisforskjellene hos de ulike sportsbutikkene. I tillegg med netthandel har

kundene også muligheten til å handle internasjonale merker, som eksempelvis ikke selges i de lokale butikkene. Dette vil kunne bidra til lavere byttekostnader.

På grunn av prissammenligningsverktøyer og veksten på et stort antall nettbutikker, har kunden muligheten til å sammenligne prisene mellom konkurrentene for å finne hvor det er lavest pris. Dette har ført til at de fleste kjedene i sportsbransjen har innført en lavprisgaranti/prismatch for å møte denne utfordringen, og dermed fått redusert marginene. Kundene har muligheten til å bytte mellom de ulike konkurrentene enkelt, noe som viser til lave byttekostnader. Siden kundene i bransjen handler i lavt kvantum, vil det ikke ha store konsekvenser om en eller to kunder bytter mellom konkurrentene. Vi vil dermed konkludere med at kundenes forhandlingsmakt i sportsbransjen som *moderat*, og vi anser at det vil være slikt fremover.

### 5.2.3 Substitutter

Substitutter kan være erstatning eller stedfortreder for et annet produkt. Eksempelvis varer og produkter som er lik hverandre, og vil gi den samme nytten (SNL, 2018). Ved flere substitutter har kundene muligheten til å kjøpe andre produkter fra andre bransjer som ligner eller kan erstatte produktene fra sportsbransjen. Dette kan redusere etterspørselen og lønnsomheten for sportsbransjen. Høy trussel fra substitutter vil dermed føre til at en bransje kan bli fremstilt som mindre attraktiv (Johnson, et al., 2017).

XXL selger kjente merkevarer som mange av de andre konkurrentene også selger, og det eksisterer i tillegg til en del substitutter fra andre bransjer. Kles- og skobransjen selger produkter som ligner, og kan erstatte en del av vareporteføljen til sportsbransjen. I 2017 publiserte Virke en handelsrapport, hvor det viste seg at sportsbransjen har de siste årene tatt en del av salgsandelene fra kles- og skobransjen (Virke, 2017). Dette viser til at det eksisterer lave byttekostnader og høy substitutt mellom bransjene. Dermed vil kles- og skobransjen anses som substitutter.

Trening- og fritidsklær er blitt stadig mer brukt i hverdagslivet, og sunn livsstil har blitt en trend. Noe som gjør at klesbutikker som Cubus, H&M og en del andre rimeligere butikker i klesbransjen har begynt å følge trenden. For eksempel hettegenser og joggebukser som kan brukes til trening og fritid. Skobransjen kan også oppfattes som en substitutt, hvor skobutikkene selger tilsvarende produkter. Eksempelvis sko som kan benyttes til både tur og

trening, som ikke nødvendigvis er et kjent sportsmerke. Dermed vil både kles- og skobransjen bidra til flere substitutter på markedet. Dette gjør at kundene har flere alternativer å velge mellom, i tillegg til at det eksisterer lave byttekostnader.

XXL og Gresvig-konsernet sammen med de andre sportskjedene selger også utstyr som sykler, ski, jaktutstyr, og andre typer sport. Både Clas Ohlson og Biltema selger også sykler som kan anses som substitutter. Selv om de ikke tilbyr service og kjente sykkelmerker på samme måte som sportsbutikkene. Mange av skisentrene tilbyr muligheten til å leie ski og snowboard utstyr. Dette kan være en mulig trussel for sportsbransjen, for de som ikke ønsker å bruke mye penger på skiutstyr. Medlemskap hos treningssentre har som regel utstyr som tredemølle og vekter som sportsbutikkene også selger.

Det finnes et stort utvalg av substitutter på markedet fra andre bransjer som selger lignende produkter som sportsbransjen. Det eksisterer også lave byttekostnader mellom bransjene, noe som gjør at forbrukere som ikke ønsker å bruke mye penger på kjente sportsmerker og utstyr, vil ha muligheten til å velge rimelige alternativer fra andre bransjer. Vi konkluderer derfor med at trusselen fra substitutter er **høy**.

#### 5.2.4 Leverandørens forhandlingsmakt

Leverandørens forhandlingsmakt er høy dersom det eksisterer få leverandører i en bransje (Pinto, et al., 2015). Høye byttekostnader er med på å bidra til en høyere forhandlingsmakt hos leverandøren. Eksempelvis hvis produktene leverandøren tilbyr er differensiert og det ikke eksisterer substitutter for produktet eller merkevaren.

Ved en høyere forhandlingsmakt vil leverandøren ha muligheten til å kreve høyere priser eller redusere marginene hos andre aktører (Johnson, et al., 2017).

Det er vanlig at sportsbransjen har et enormt utvalg av antall leverandører som leverer produkter og varer til sportskjedene. XXL har ca. 400 ulike leverandører, både internasjonale og nasjonale varemerker (XXL, 2017). XXL har en egen innkjøpsavdeling som blant annet tar avgjørelsen for produktbredden og mengden av varer i varehusene. Innkjøpsavdelingen har fullt ansvar innenfor hver av de ulike produktkategoriene, i tillegg til forhandlingen med de forskjellige leverandørene (XXL, 2017). Ved å ha en egen innkjøpsavdeling vil innkjøperne ha stor innflytelse når det gjelder valg av leverandører, produkter og merker som tas inn i

varesortimentet. Vi regner med at dette foregår på samme måte hos de andre aktørene i sportsbransjen, spesielt de store aktørene.

XXL tilbyr et vidt spekter av produkter fra 400 ulike leverandører, dette tallet er ganske høyt for en butikk som spesialisert seg i et begrenset sortiment. Dette viser at det eksisterer mange potensielle leverandører i sportsbransjen. På grunn av dette vil sportskjedene ha flere alternativer til å velge mellom ulike produkter fra forskjellige leverandører. Dette viser at det er lave byttekostnader, noe som kan indikere at sportskjedene har mer makt enn leverandørene.

De siste årene har de store internasjonale merkene som Nike og Adidas satset på egne butikker i store byer, vertikal integrasjon (Porter, 1980). For eksempel i 2017 åpnet Nike sin første butikk i Norge som befinner seg i Oslo (Rustad, 2017). Samtidig som Nike selger produktene sine i fysisk butikk selger de også direkte på nettbutikken sin. Dermed konkurrer Nike mot kjedebutikkene i sportsbransjen som også selger Nike-produkter. Ved en vertikal integrasjon vil leverandørens forhandlingsmakt økes, siden leverandørene blir mindre avhengige av sportsbutikkene. Nordmenn kjøper kjente merker og er merkebevisste (Sportsbransjen, 2015). Sportskjedene må derfor tilpasse seg kundenes etterspørsel på kjente merker. Sportsmerker som de fleste forbrukere forventer en sportsbutikk skal selge, eksempelvis Nike, Adidas og Puma. Dermed vil de store leverandørene som fører disse merkene ha en høyere forhandlingsmakt.

I sportsbransjen eksisterer det et høyt antall tilbydere og lave byttekostnader, noe som indikerer at det eksisterer mange ulike leverandører. Dermed vil forhandlingsmakten hos leverandørene svekkes. Likevel er det noen leverandører som har høy forhandlingsmakt. Dette gjelder da store leverandører som fører kjente sportsmerker og produkter med høy etterspørsel fra forbrukerne. Det er blitt vanligere at store leverandører velger en vertikal integrasjon, noe som kan være en trussel i fremtiden for sportsbransjen. Hittil ser det ut til at sportskjedene har en høyere forhandlingsmakt enn leverandørene. Dermed konkluderer vi med at leverandørens forhandlingsmakt i sportsbransjen som *lav*.

### 5.2.5 Rivaliseringen i bransjen

Graden av rivalisering mellom aktørene i en bransje kan fortelle noe om konkurransesituasjonen. Hvis bransjen er preget av et høyt antall tilbydere, lav vekst, høye faste kostnader, og/eller overkapasitet i bransjen på grunn av høy utgangsbarriere, vil rivaliseringen anses som høy (Pinto, et al., 2015).

En måte å vokse på er å vinne markedsandeler fra konkurrentene, og en lav grad av produktdifferensiering vil bidra til å øke konkurransesituasjonen (Johnson, et al., 2017).

Sportsbransjen i de nordiske landene er dominert av en eller to større aktører som har betydelig markedsandel, i tillegg til flere mindre aktører med lavere markedsandeler. Ifølge Porter (1980) er rivaliseringen i en bransje høy dersom aktørene i en bransje har like stor makt. I dette tilfellet stemmer det ikke helt med sportsbransjen i de nordiske landene, ettersom det bare er en eller to aktører som dominerer. Dette kan vise at rivaliseringen i bransjen er moderat.

Konkurransen i sportsbransjen er hovedsakelig preget av en sterk priskonkurranse, noe som har ført til at marginene de siste årene har redusert. De mindre aktørene har ikke ressurser eller nok kapasitet til å kjempe mot de største aktørene. Perioden fra 2003 til 2014 hadde sportsbransjen i Norge doblet omsetningen, men samtidig har veksten vært lavere siden 2010 (Solem & Kleppe, 2015). Rivaliseringen og den tøffe priskonkurransen har ført til at antall sportskjeder i Norge har gått ned siden 2008, hvor de enkeltstående butikker i sportsbransjen er blitt hardest rammet av konkursbølgen (Solem & Kleppe, 2015). Den svake økonomiske utsikten, tøff priskonkurranse og et større krav om effektivitet kan være skylden for konkursbølgen. Dette viser til at det eksisterer høy grad av rivalisering i bransjen.

Graden av produktdifferensiering vil også kunne påvirke kundenes aktivitet om å bytte mellom de ulike aktørene, noe som bidrar til en priskonkurranse. Vi anser derfor produktdifferensieringen i sportsbransjen som relativt lave. Dermed vil det være enkelt for kundene å bytte mellom de forskjellige sportskjedene, noe som vil føre til en økt rivalisering. Økningen av rivalisering kan være et resultat av presset fra kundene og en negativ prisvekst de siste årene, i tillegg til trusler fra potensielle inntrengere og substitutter (Sportsbransjen, 2015).

I Norge er de største aktørene XXL med en 33% markedsandel og Gresvig-konsernet (G-Sport, G-Max/Intersport) med 29%, som til sammen utgjør 62% av markedsandelene i sportsbransjen. Gresvig-konsernet har i flere år vært størst i Norge med høyest markedsandel. I 2017 overtok XXL og ble for første gang Norges største sportskonsern (Ripegutu, 2018). Med tilnærmet like markedsandeler vil dette bidra til en økt i rivalisering i bransjen. Aktørene i bransjen prøver å få dominans over hverandre ved å vinne markedsandeler. Dette skjer gjennom priskriger og bruken av annonser/kampanjer, for å gjøre inntrykk om hvem som har det beste tilbudet og er billigst. Sportsbransjen er en beinhard bransje, konkurransen mellom XXL og G-Sport har trekket lønnsomheten i sportsbransjen ned, og priskrigen mellom kjedene har gått utover marginene, ifølge MX-Sport toppsjefen, Petter Bjørheim (Solem, 2018). Sportsbransjen er overetablert, noe som har bidratt til at mindre aktører blir presset ut av konkurransen. Dette viser til at det er høy rivalisering mellom sportskjedene (Solem, 2017).

Sportsbransjen er dominert av få og store aktører. Produktdifferensieringen mellom leverandørene anses som lave, noe som vil bidra til en økt rivalisering. I tillegg er bransjen overetablert, og det har blitt registrert flere konkurser av sportsbutikker de siste årene. På grunn av den tøffe priskonkurransen mellom sportskjedene og kampen om markedsandeler mellom de største sportsaktørene, konkluderer vi med at den interne rivaliseringen i sportsbransjen er **høy**. Dette er noe vi tror vil fortsette fremover.

## 5.2.6 Oppsummering av Porters Fem Krefter

Styrken på de ulike kreftene i Porters fem krefter blir oppsummert i tabellen nedenfor, hvor kreftene blir rangert mellom lav, moderat og høy.

Funnene fra analysen viser at leverandørene i bransjen har liten makt, ettersom det eksisterer mange ulike leverandører. I tillegg til at sportskjedene har muligheten til å velge ut hvilke varemerker de ønsker å tilby i butikkene sine. Dermed vil leverandørene utgjøre en **lav trussel**. De fleste som handler i sportsbutikkene er privatpersoner som ofte handler i små kvantum. Dette vil ikke ha store konsekvenser for sportskjedene, siden kundene ikke handler i grupper eller på likt, men på grunn av prissammenligningsverktøyer på internett, har kundene muligheten til å sammenligne priser mellom de ulike sportskjedene. I tillegg til lave byttekostnader har kundene fått en høyere forhandlingsmakt enn tidligere. Dermed vil kundene utgjøre en **moderat** trussel.

Ved bruk av Porters fem krefter analysen kom vi fram til at konkurranseintensiteten i sportsbransjen er relativ høy. På grunn av den **høye trusselen** fra potensielle inntrengere, høy rivaliseringen mellom sportskjedene og høy trussel fra substitutter, konkluderer vi med at sportsbransjen er en **middels attraktiv** og **moderat lønnsom** bransje.

TRUSSEL	LAV	MODERAT	HØY
<b>Inntrengere</b>			X
<b>Kunder</b>		X	
<b>Substitutter</b>			X
<b>Leverandører</b>	X		
<b>Rivalisering</b>			X
<b>Total Vurdering</b>			X

Tabell 7 Oppsummering av Porters fem krefter



## 5.3 VRIO

VRIO er et analyseverktøy som brukes til å vurdere og kartlegge selskapets interne ressurser (Johnson, et al., 2017). Ved å vurdere et selskaps interne ressurser, vil man kunne finne hvilke ressurser som vil gi varige konkurransefortrinn. Det er fire krav som må oppfylles for å oppnå konkurransefortrinn: verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og organisert. Ved å vurdere og rangere ressursene, vil man i tillegg kunne identifisere styrker og svakheter for selskapet (Johnson, et al., 2017).



Figur 17 Rammeverk VRIO

- *Verdifull* (Valuable): En ressurs regnes som *verdifull* dersom de gir konkurransefortrinn, og i tillegg skaper verdi for både kunden og selskapet.
- *Sjelden* (Rare): En ressurs kan anses som *sjelden* og vil gi konkurransefortrinn dersom ingen eller få konkurrenter har tilgang på den. Eksempelvis kan dette være tilgang på kompetanse eller et kjent merke som de andre aktørene ikke har tilgang til.
- *Ikke-imiterbar* (Imitability): Ressurser som konkurrentene ikke klarer å oppnå det samme eller ikke klarer å etterligne. Eksempelvis kan dette være kompleksitet eller kultur som gjør det vanskelig for konkurrentene å imitere.
- *Organisert* (Organization): Ressurser gir ikke nødvendigvis varige konkurransefortrinn hvis selskapet ikke klarer å utnytte verdien av ressursene. Dermed må et selskap klare å organisere seg på en måte slik at de kan utnytte det fulle potensialet av ressursene sine.  
(Johnson, et al., 2017)

Vi har valgt å dele XXL sine ressurser inn i materielle og immaterielle ressurser. De materielle ressursene vi har valgt å analysere er varehuskonseptet, merkevare, innkjøp og logistikk. De immaterielle ressursene vil være ansatte og organisasjonskulturen. Ressursene som har blitt valgt ut i analysen er ressurser vi mener spiller en viktig rolle for XXL, og som kan antas å ha vært med på å bidra til den posisjonen selskapet har i dag.

### 5.3.1 Varehus (Big Box-konseptet)

XXL entret det norske sportsmarkedet for første gang i 2001 med sitt Big Box-konsept (alt-i-ett), og var de første i sportsbransjen til å gjøre dette. XXL har i dag totalt 36 varehus i Norge. Mesteparten av varehusene til XXL er lokalisert i kjøpesentre eller i store handelsparker. Plasseringen av varehusene er ofte strategisk plassert, og befinner seg som regel i nærheten av boligområder, hvor det eksisterer et antall potensielle kunder i nærområdet (XXL, 2017).

XXLs varehus varierer i størrelser og er mellom 3000 - 5300 kvadratmeter (XXL, 2017). Dette gjør at XXL har større varehus enn en del av konkurrentene sine. Ved å ha store varehus vil det bidra til muligheten for å bestille inn store varepartier fra leverandørene sine. Dette gjør at XXL kan presse ned innkjøpskostnadene, og vil dermed oppnå stordriftsfordeler. I tillegg får kundene også muligheten til å handle alt de trenger samlet på et sted. Varehusene er delt inn i seks avdelinger, hvor hver av avdelingene fungerer som spesialiserte butikker. I hver av disse avdelingene finnes det et team med ansatte som er blitt trent opp, og er spesialister innen feltet de har ansvar for.



Figur 18 Illustrasjon av varehus konseptet (Big-Box) til XXL (XXL, 2017).

Big Box-konseptet er mer anerkjent i utlandet hvor det internasjonale markedet er større enn i Norge. Konseptet blir blant annet benyttet i flere andre land av andre store sportskjeder. I Norge var XXL de første som benyttet seg av dette konseptet og har lyktes med det. Per dags dato eksisterer det et fåtall sportskjeder som har et lignende konsept i de nordiske landene. På grunn av at det eksisterer et fåtall i bransjen som har et slikt konsept, vil vi konkludere med at Big Box-konseptet er en *sjelden* ressurs. I senere tid har konkurrenter som G-Max i Norge og Stadium i Sverige implementert et lignende konsept. Dermed oppfyller ressursen ikke kravet som *ikke-imiterbar*. Vi konkluderer derfor med at Big Box-konseptet vil gi XXL et **midlertidig konkurransefortrinn**.

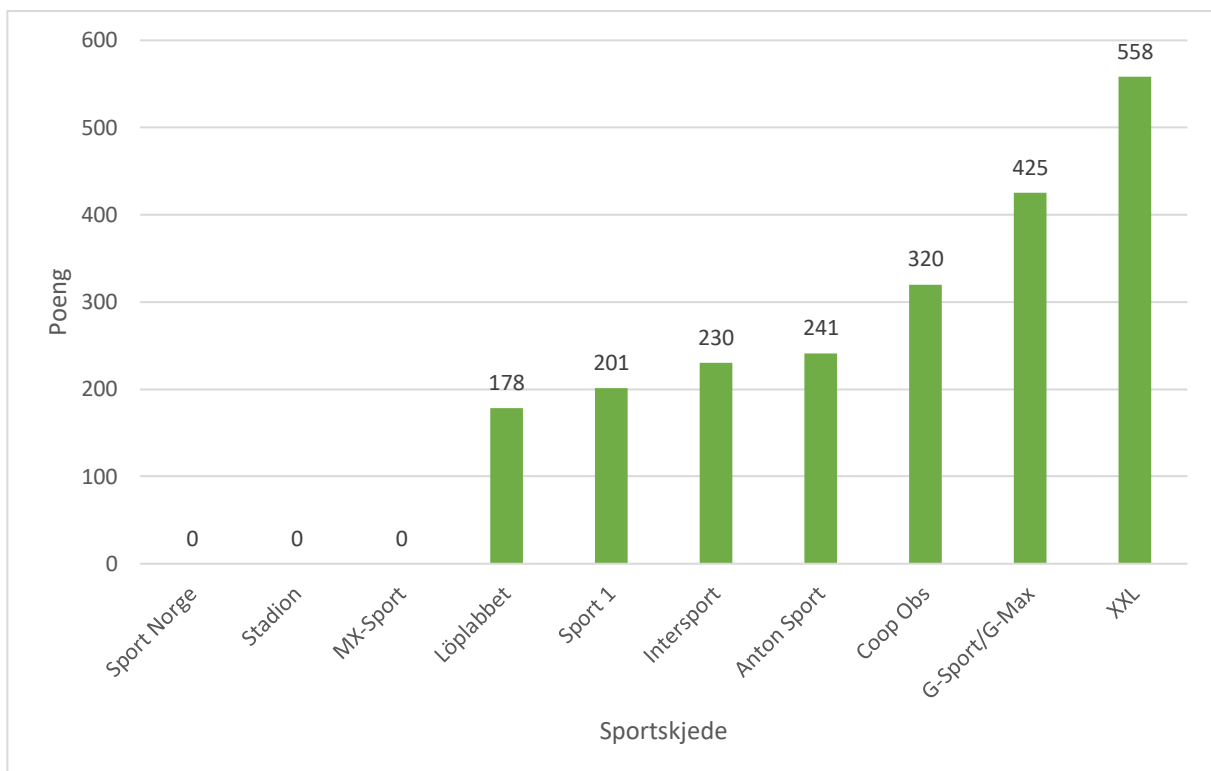
### 5.3.2 Merkevare

XXL tilbyr et bredt spekter av merkevarer innen sportsutstyr, klær og sko, med produkter fra over 400 ulike leverandører. Å være ledende distribusjonskanal på markedet med et bredt og unikt utvalg av merkevarer er XXL sitt mål (XXL, 2017). Selskapet opererer med flere kundefordeler som prisløfte, 100% fornøyd garanti og 100 dagers angrerett. Dette vil bidra med å øke kundelojaliteten (XXL, 2017).

Prisløftet som XXL tilbyr, innebærer at hvis en kunde kjøper en identisk vare hos en av konkurrentene til en lavere pris, vil kunden innen 30 dager etter kjøpsdato få tilbakebetalt differansen hos XXL. 100% fornøyd garanti går ut på at kunden får muligheten til å prøve ut varen i 30 dager, og eventuelt bytte den til en annen modell innen samme varegruppe, dersom kunden ikke er fornøyd. I tillegg til 100% fornøyd garanti tilbyr XXL også 100 dagers åpent kjøp. Dette går ut på at kunden får muligheten til å levere tilbake ubrukte varer som er blitt kjøpt, og få pengene tilbake. Kunden får også en 3 års gratis sykkelservice ved kjøp av sykkel hos XXL.

(XXL, u.d.)

De overnevnte garantiene som XXL tilbyr er med på å øke kundetilfredsheten. I tillegg vil det bidra positivt på XXL sin lavprisprofil på markedet. Forbrukerrådet rangerte ti sportskjeder i Norge, hvor målet var å kartlegge hvilke sportskjeder som hadde de beste forbrukervennlige ordningene. Ut ifra denne rangeringen havnet XXL på toppen av listen, med en score på 558 poeng. Andre plass i rangeringen var G-Sport/G-Max med 425 poeng, og tre kjeder fikk 0 poeng, som figur 19 illustrerer (Forbrukerrådet, 2019).



Figur 19 Illustrasjon av rangeringen av forbrukervennlige ordninger hos sportskjedene i Norge (Forbrukerrådet, 2019).

I 2018 publiserte Handelshøyskolen BI en undersøkelse gjort av Kunde Barometer. Målet med undersøkelsen var å kartlegge kundetilfredshet og lojalitet blant norske forbrukere. Ut av alle sportskjedene kom XXL på toppen av rangeringen (BI, 2018). I 2014 utførte VG en pristest på de tre største sportskjedene i Norge. Resultatet fra testen viste at XXL kom best ut (Hvamstad, 2014). TV2 gjorde en måling blant sportskjedene i 2016, hvor hensikten var å finne hvor sportsutstyr var rimeligst i Norge. Funnene fra målingen viste at XXL var rimeligst på markedet, og hadde ca. 12% lavere priser enn konkurrentene sine på identiske varer og produkter (Yildirim, 2016).

I 2001 entret XXL sportsmarkedet og er i dag Nordens største sportskjede. XXL har klart å bygge opp et sterkt merkenavn og kundelojalitet, som ikke kan kopieres direkte av andre. Derimot er det mulig å etterligne renomméet til XXL, eksempelvis om å være en lavpriskjede eller billigst på markedet. Det er få eller ingen av konkurrentene som har klart å oppnå posisjonen og resultatene som XXL har oppnådd. Dermed konkluderer vi med at XXLs merkenavn fyller kravene som en *sjelden og ikke-imiterbar* ressurs for selskapet. Gjennom en integrert verdikjede og et sterkt fokus på kostnader, har dette bidratt til at XXL har lavere driftskostnader enn konkurrentene sine (XXL, 2017). På grunn av dette har XXL klart å holde sitt prisløfte, og fått redusert prisene til forbrukerne sine. Dette har gjort at de har klart å tilby lavere priser enn konkurrentene sine. Dermed kan merkevarenavnet til XXL ses på som en *organisert* ressurs og vil gi XXL et **varig konkurransefortrinn**.

### 5.3.3 Innkjøp og logistikk

XXL skiller seg ut fra konkurrentene sine ved at de eier og driver varehusene sine selv. Dette gjør at XXL har full kontroll over vareflyten, i tillegg til salgshallene og varebeholdningen. Ved en full integrert modell, en sentralisert innkjøpsfunksjon med effektiv logistikk og en kontrollert verdikjede, vil dette kunne bidra til en lavere kostnad, og samtidig en enklere og mer effektiv drift. Dette gjør at XXL er i stand til å møte trusler og muligheter, i tillegg til å skape verdi. Dermed vil en slik struktur ses på som en *verdifull* ressurs for XXL.

XXL har to sentrallager som befinner seg i Norge og Sverige. Disse to kan ses på som kjernen i verdikjeden. Sentrallageret i Norge befinner seg på Gardermoen og betjener de norske varehusene, mens sentrallageret i Sverige befinner seg i Örebro, og betjener de svenske, finske og østerrikske varehusene (XXL, 2018). Sentrallagrene er strategisk plassert for å utnytte mulighetene som leveringsruter, hovedveier, flyplasser og jernbane på en best mulig måte (XXL, 2017). Ved å ha sentrallageret plassert mellom Norge og Sverige, vil dette bidra til en mer effektiv og enklere transport av varer til de forskjellige varehusene. 73% av varene i Norge er levert gjennom sentrallageret i 2015, mens i Sverige og Finland var tallet på rundt 70% (XXL, 2016). Dette er med på effektiviseringen av logistikken og kostnadene. Ved å ha en slik ordning og system, vil det bidra til høyere omløpshastighet og en optimal beholdning i varehusene. De lave kostnadene som XXL har oppnådd er et resultat av effekten av sentrallageret og den effektive logistikken. Dette gjør at XXL kan sette lavere priser på varene sine enn konkurrentene. Fra en pristest som ble gjennomført av TV2, viste det seg at XXL har ca. 12% lavere priser på de samme varene, sammenlignet med konkurrentene sine (Yildirim, 2016). Det er veldig få eller ingen av konkurrentene til XXL i Norden som har et lignende sentrallagersystem. Sentrallagrene til XXL er en viktig ressurs som kan anses som verdifull for både selskapet og kundene. Dermed vil sentrallageret ses på som en *sjelden* ressurs for selskapet. XXL har ikke noe patent på sentrallagersystemet sitt. Dermed er det mulig for konkurrentene å etterligne ressursen. På grunn av dette vil ikke ressursen fylle kravet som en *ikke-imiterbar* ressurs.

Innkjøps og logistikkrutinene er et viktig element av forretningsmodellen, og en viktig ressurs for XXL. Resultatet av dette har bidratt til at XXL kan operere på en effektiv måte, og samtidig ha konkurransedyktige priser. Det er et fåtall i bransjen som har et slikt system. Dermed kan innkjøp og logistikkrutinene anses som en *sjelden* ressurs for XXL. De store konkurrentene som G-Max og Stadium benytter seg av en lignende forretningsmodell. Men det viser seg at XXL fortsetter å ta markedsandeler fra andre kjeder. Ifølge Norsk Sportsbransjeforening (2016) er XXL den eneste sportskjeden som har hatt en årlig vekst i markedsandeler siden 2007. Dette kan være en indikasjon på at XXLs modell er bedre enn konkurrentene sine. Men på grunn av at dette er en ressurs som konkurrentene kan oppnå i fremtiden med muligens samme resultat, konkluderer vi med at innkjøp og logistikk vil gi XXL et **midlertidig konkurransefortrinn**.

### 5.3.4 Ansatte/Organisasjonskultur

De ansatte har direkte kommunikasjon med kundene som handler i butikken. Dermed utgjør de ansatte en viktig ressurs for selskapet. XXL er derfor avhengig av å ha de mest engasjerte, motiverte og kompetente selgerne. "Big Box-konseptet" til XXL har ulike avdelinger. Derfor er det viktig at de ansatte har de riktige kompetansene i de forskjellige avdelingene.

Eksempelvis en som er skientusiast jobber i skiavdelingen, mens en som jobber med våpen står i våpenavdelingen. Slik at kundene får den hjelpen de trenger fra de ansatte som er spesialister innen feltet, i tillegg som har god kunnskap om produktene og varemerkene. Dette vil bidra med å styrke merkevaren til XXL. Dermed utgjør de ansatte en *verdifull* ressurs.

Suksessoppskriften bak XXL er menneskene, ifølge XXL-sjefen, og hvert år ansetter XXL ca. 500 nye medarbeidere (Løhre, 2014). For hvert nye varehus som åpnes blir de nyansatte sendt på et tredagers opphold på Camp-XXL, som befinner seg i Finnskogen i Norge (XXL, 2017). Der arrangeres det grundige presentasjoner om selskapet, kursopplæring og team-building. Målet med dette er få alle i organisasjonen til å få en bedre forståelse og innsikt om hvordan selskapet fungerer, og selskapets mål. I tillegg vil dette øke samholdet mellom de ansatte i de andre butikkene. Dette vil bidra med å bygge en sterk prestasjonskultur, og samtidig øke trivselen og motivasjonen for de ansatte. XXL tilbyr også et eget talentprogram, hvor målet er å gi de ansatte som ønsker å bli butikksjef en mulighet (XXL, 2017). Dermed kan vi anta at XXL har oppnådd en sterk prestasjonskultur og er en attraktiv arbeidsplass, noe som vil tiltrekke dyktige selgere og ledere.

Tore Tidemandsen, tidligere XXL gründer fortalte i et intervju med E24:

*"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."* (Nissen-Meyer, 2014).

Det vil hele tiden være utskiftninger av ansatte, noen som slutter og nye som ansattes.

Dermed vil ikke hver enkelt ansatt kunne karakteriseres som en *sjelden* ressurs. Kulturen som XXL har klart å bygge opp gjennom årene vil derimot anses som *unik* ressurs. En organisasjonskultur er vanskelig å imitere, på grunn av at det er tidskrevende å implementere, og krever en lang prosess. Organisasjonskulturen som XXL har skapt vil ikke forsvinne selv

om enkelte ansatte slutter og blir erstattet. Kulturen er med på å gi verdier for både XXL, de ansatte og kundene. Dermed vil vi konkludere med at organisasjonskulturen er en *sjelden* ressurs og vil gi **varige konkurransefortrinn**, ettersom at det er en ressurs som er krevende å imitere.

### 5.3.5 Oppsummering av VRIO

VRIO-analysen som har blitt foretatt er oppsummert i tabellen nedenfor. Ressursene som har blitt analysert i kan anses som viktige ressurser for XXL, og har bidratt til posisjonen og suksessen XXL har i dag. Alle de nevnte ressursene gir ikke varige konkurransefortrinn. XXL har opparbeidet et sterkt merkenavn og renommé som lavpriskjede, og som Nordens største sportskjede. I tillegg har XXL bygget opp en sterk organisasjonskultur gjennom årene, og er blitt en attraktiv arbeidsplass, noe som kan være en av forklaringene på den store suksessen bak selskapet. Dermed konkluderer vi med at merkevare og organisasjonskultur vil gi XXL varige konkurransefortrinn. Big Box-konseptet og logistikksystemet er ressurser som kan ses på som *verdifulle* og *sjeldne* for selskapet, men på grunn av at det er mulig for konkurrentene å oppnå de samme ressursene ved å etterligne, konkluderer vi med at de vil gi midlertidige konkurransefortrinn for XXL. De ansatte er en *verdifull* ressurs og vil dermed bidra til konkurransedyktig paritet.

RESSURS	VERDIFULL	SJELDEN	IKKE- IMITERBAR	ORGANISERT	UTFALL (KONKURRANSEFORTRINN)
<b>Big Box-konseptet</b>	Ja	Ja	Nei	Nei	Midlertidig
<b>Merkevare</b>	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig
<b>Innkjøp og logistikk</b>	Ja	Ja	Nei	Nei	Midlertidig
<b>Ansatte</b>	Ja	Nei	Nei	Nei	Konkurransedyktig
<b>Organisasjonskultur</b>	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig

Tabell 8 Oppsummering av VRIO analysen



## 5.4 SWOT

Målet med en SWOT analyse er blant annet å kartlegge selskapets egne sterke og svake sider, og samtidig identifisere muligheter og svakheter. SWOT er en forkortelse for *strength*, *weakness*, *opportunities* og *threats*. Vi vil benytte SWOT til å oppsummere den strategiske analysen, som omfatter både den interne og eksterne analysen fra de forrige delkapitlene. I den eksterne analysen ble Porters fem krefter og PESTEL benyttet, mens i den interne analysen ble VRIO tatt i bruk.



Figur 20 Oppsummering av SWOT

XXL regnes i dag som Nordens største sportskjede og vokser videre i markedsandeler. Funnene fra den eksterne analysen viser at det fortsatt eksisterer gode muligheter for videre vekst. Det ser ut til at XXL allerede utnytter en del av mulighetene. Ved å utnytte mulighetene er XXL godt forberedt på å møte utfordringene og truslene i omgivelsene. XXL har de siste årene satset på og utviklet en velfungerende nettbutikk, noe som har bidratt med å styrke

kampen mot potensielle aktører som satser på nettbutikk. Samtidig har de benyttet mulighetene for vekst i netthandel, noe som har resultert til positive tall for XXL.

Den største trusselen kommer fra økningen fra andre substitutter og nisjebutikker. På grunn av den lave inngangsbarrieren, vil det være lettere for potensielle aktører å entre bransjen.

Kombinert med lave byttekostnader vil det være enkelt for kundene å bytte mellom de ulike tilbyderne. Dermed anser vi trusselen for potensielle inntrengere som høye.

En svakhet XXL står overfor er at selskapet opererer i en svært væravhengig bransje. Dette kan påvirke salget betydelig. Eksempelvis kan en svak vintersesong føre til dårlig salg av vinterutstyr, men hvis det er en god vintersesong kan det bidra til positive resultater. Dermed kan dette også ses på som en mulighet.

Fra figur 20 ser vi at det eksisterer flere styrker enn svakheter for selskapet. Funnene fra den interne analysen viser at XXL har få varige konkurransefortrinn, men fortrinnene har likevel bidratt til strategiske fordeler og posisjonen som XXL har i dag. XXL har klart å opparbeide seg til et sterkt merkenavn på markedet. Ved en videre utvikling av merkevaren sin, vil dette kunne bidra positivt til ekspansjonsplanene til de potensielle markedene som Sveits og Tyskland. Den sterke prestasjonskulturen som XXL har bygget opp, gjør at XXL fremstår som et attraktivt selskap å jobbe for. Dermed tiltrekker de seg dyktige selgere og ledere. XXLs effektive logistikk, stordriftsfordeler og den sterke relasjonen med leverandørene har bidratt til kostnadsfordeler og konkurransefortrinn. Dette har resultert til at XXL kan kjempe på lavere priser enn konkurrentene sine.

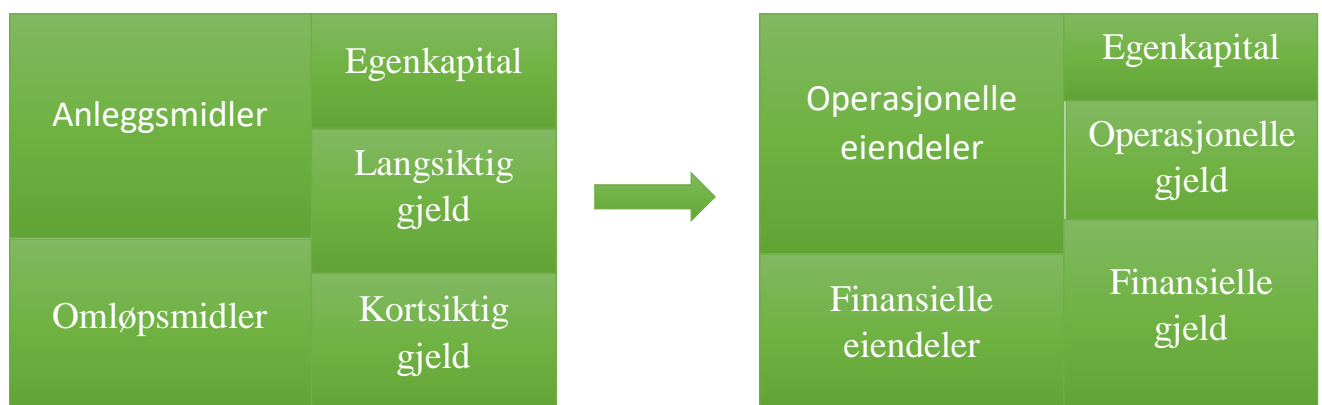
Vi kan dermed konkludere med at XXL har oppnådd en solid posisjon i sportsbransjen, og har skapt strategiske fordeler for selskapet. Med en strategisk posisjon har XXL klart å oppnå en egenkapitalrentabilitet som er høyere enn egenkapitalkravet. Funnene fra den strategiske analysen vil bli beregnet med i prognosen for XXLs fremtid og fremtidsregnskapet i kapittel 8.

## 6. REGNSKAPSANALYSE

Historiske regnskap er fordelaktig for kreditorer når de analyserer selskapets evne til å tilbakebetale lån. Vårt formål vil være å analysere selskapet fra et investorperspektiv. Uten riktig restrukturering av regnskapstallene, vil ikke presisjonen til analysen være tilstrekkelig. I regnskapsanalysen vil regnskapstallene til XXL omgrupperes for å være tilpasset et investorperspektiv. Resultatregnskapet vil normaliseres ved å fjerne unormale poster, siden vi ikke kan forutse at disse elementene skal skje i fremtiden. Det er også viktig å justere inntjening og balanse for målefeil. Etter omgrupperingen vil det gjennomføres en analyse av historiske regnskapstall, som vil sammenlignes med XXL sine konkurrenter. Datagrunnlaget består av regnskapstall fra 2014 til 2018. Utfallet av dette kapitlet vil skape et bedre grunnlag for estimering av fremtidige kontantstrømmer.

### 6.1 Omgruppering av balansen

Målet med å omgruppere balansen er å identifisere *investert kapital*. Omgrupperingen er illustrert i figur 21.



Figur 21 Omgruppering av balanse

### 6.1.1 Immaterielle eiendeler

XXL sine immaterielle eiendeler består av goodwill, varemerker og programvarer. Konsernets bokførte goodwill er på ca. 2,7 mrd. NOK. Dette beløpet er relatert til oppkjøp av XXL Sport og Villmark AS i 2010. XXL sine immaterielle eiendeler antas å brukes i driften, og klassifiseres derfor som operasjonell.

### 6.1.2 Varige driftsmidler

XXL leier alle sine butikklokaler. Disse utgiftene ligger under andre driftskostnader i regnskapet. Derfor består de varige driftsmidlene i hovedsak av butikkinventar, maskiner og utstyr. Alle varige driftsmidler antas å brukes i driften, og klassifiseres derfor som operasjonell.

### 6.1.3 Finansielle anleggsmidler

Pr. 2018 har XXL 9 millioner NOK i finansielle eiendeler. Dette antas ikke å brukes i driften, og klassifiseres dermed ikke som operasjonell.

### 6.1.4 Omløpsmidler

XXL sine omløpsmidler består av varer, fordringer og bankinnskudd/kontanter. Fordringer består av kundefordringer, forhåndsbetalte kostnader og påløpte inntekter. Det antas at XXL sine varer og fordringer er operasjonelle.

Bank-/kontantbeholdningen er pr. 2018 på ca. 194 mill. NOK. Eventuelt overskuddslikviditet bør klassifiseres som finansielle eiendeler, men det kreves en del kontanter å drifte selskapet. Koller m.fl. (2010) mener at kontantbeholdninger over 2% av salgsinntektene bør klassifiseres som finansielle eiendeler. For XXL tilsvarer 2% av salgsinntektene at de kan ha en operasjonell kontantbeholdning på ca. 189 mill. NOK. Høy sesongvariasjon må også tas

høyde for i sportsbransjen, siden dette krever store utskiftninger i varelageret flere ganger i året. På bakgrunn av dette klassifiseres hele kontantbeholdningen til XXL som operasjonell.

### 6.1.5 Kortsiktig gjeld

Den kortsiktige gjelden er på ca. 2,8 mrd. NOK, og består av leverandørgjeld, rentebærende gjeld, betalbar skatt, skyldige offentlige avgifter og annen kortsiktig gjeld. Den rentebærende gjelden er på 994 mill. NOK, og klassifiseres ikke som driftsrelatert.

### 6.1.6 Langsiktig gjeld

XXL sin langsiktige gjeld består av utsatt skatt på 98 mill. NOK og langsiktig konserngjeld på 1,08 mrd. NOK. Konserngjelden består av rentebærende banklån, og defineres som finansiell gjeld. Ifølge Koller m.fl. (2010) skal utsatt skatt som skyldes driften behandles som egenkapitalekvivalent.

Omgruppert balanse for 2014-2018 blir da som følger:

Omgruppert balanse (tall i en mill. NOK)	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Operasjonelle anleggsmidler</b>	3 429	3 529	3 668	3 850	3 893
<b>Operasjonelle omløpsmidler</b>	1 904	2 310	3 003	3 840	3 787
- <b>Driftsrelatert gjeld</b>	965	1 296	1 400	1 801	1 808
<b>Investert kapital</b>	<b>4 368</b>	<b>4 543</b>	<b>5 271</b>	<b>5 889</b>	<b>5 872</b>
<b>Finansielle anleggsmidler</b>	-	-	2	4	9
<b>Sum</b>	<b>4 368</b>	<b>4 543</b>	<b>5 273</b>	<b>5 893</b>	<b>5 881</b>
<b>Egenkapital</b>	3 219	3 366	3 608	3 846	3 708
<b>Utsatt skatt</b>	52	61	51	42	98
<b>Finansiell gjeld</b>	1 097	1 116	1 614	2 005	2 075
<b>Sum</b>	<b>4368</b>	<b>4 543</b>	<b>5 273</b>	<b>5 893</b>	<b>5 881</b>

Tabell 9 Omgruppert balanse

## 6.2 Normalisering av resultatposter

For å få så nøyaktige prognoser som mulig, peker Koller m.fl. (2010) på viktigheten av å fjerne engangshendelser fra resultatet. Regnskapsnotene gjennomgås for å identifisere unormale poster.

### 6.2.1 Driftsinntekter

Driftsinntektene består av salgsinntekter som knytter seg til salg av varer. Denne posten klassifiseres som normal.

### 6.2.2 Driftskostnader

Driftskostnadene består av varekostnader, lønnskostnader, avskrivninger og andre driftskostnader. Varekostnadene anses som normale, siden de er tilknyttet salg av varer. Lønnskostnader og avskrivninger anses også som normale. Andre driftskostnader består primært av husleie, markedsføringskostnader og andre kostnader. Husleie og markedsføring anses som normale poster. Andre kostnader består av IT-lisenser, vedlikehold, avgifter og andre kostnader. Denne posten anses også som normal.

### 6.2.3 Valuta

Realisert og urealisert tap og gevinst knyttet til valuta fremkommer som annen finansinntekt og -finanskostnad. Disse postene er derfor ikke inkludert i driftsresultatet. Siden disse postene relaterer seg til salgsinntekter og varekostnader, kan det argumenteres for at de er operasjonelle. Vi velger allikevel å ikke ta høyde for dem i beregningen av normalisert NOPLAT, fordi det er vanskelig å beregne effekten av disse postene mot driften, siden det er begrenset informasjon i regnskapsnotene.

## 6.2.4 Skatt

Kaldestad & Møller (2011) anbefaler å bruke effektiv skatt på driftsresultatet. XXL har pr. 2018 sin virksomhet i fem land med ulik nominell selskapsskatt. Dermed vil den effektive skatten variere. Effektiv skatt på historisk resultat kan beregnes ved å vekte nominell skatt i hvert land med andel av totale salgsinntekter. For noen år vil det oppstå avvik, men dette antas å være på grunn av engangshendelser. I tabellen under er det beregnet normalisert historisk driftsresultat, NOPLAT og ROIC.

Resultatregnskap (tall i en mill. NOK)	2014	2015	2016	2017	2018
Salgsinntekter	5 212	6 486	7 813	8 709	9 475
<b>Normaliserte inntekter</b>	<b>5 212</b>	<b>6 486</b>	<b>7 813</b>	<b>8 709</b>	<b>9 475</b>
Vekst i salgsinntekt	30,0%	24,4%	20,5%	11,5%	8,8%
Varekostnader	3 083	3 908	4 694	5 265	5 938
Lønnskostnader	799	991	1 240	1 416	1 615
Andre driftskostnader	732	863	1 055	1 201	1 380
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>4 614</b>	<b>5 762</b>	<b>6 989</b>	<b>7 882</b>	<b>8 933</b>
Engangsposter	-	-	-	-	-
<b>Normalisert EBITDA</b>	<b>598</b>	<b>724</b>	<b>824</b>	<b>827</b>	<b>542</b>
EBITDA margin	11,5%	11,2%	10,5%	9,5%	5,7%
Bruttomargin	40,8%	39,7%	39,9%	39,5%	37,3%
Avskrivning	80	91	127	159	189
<b>EBITA</b>	<b>518</b>	<b>633</b>	<b>697</b>	<b>668</b>	<b>353</b>
Skatt	114	139	153	147	78
<b>NOPLAT</b>	<b>404</b>	<b>494</b>	<b>544</b>	<b>521</b>	<b>275</b>
<b>Investert kapital</b>	<b>4 368</b>	<b>4 543</b>	<b>5 271</b>	<b>5 889</b>	<b>5 872</b>
<b>ROIC</b>	<b>9,2%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,3%</b>	<b>8,8%</b>	<b>4,7%</b>

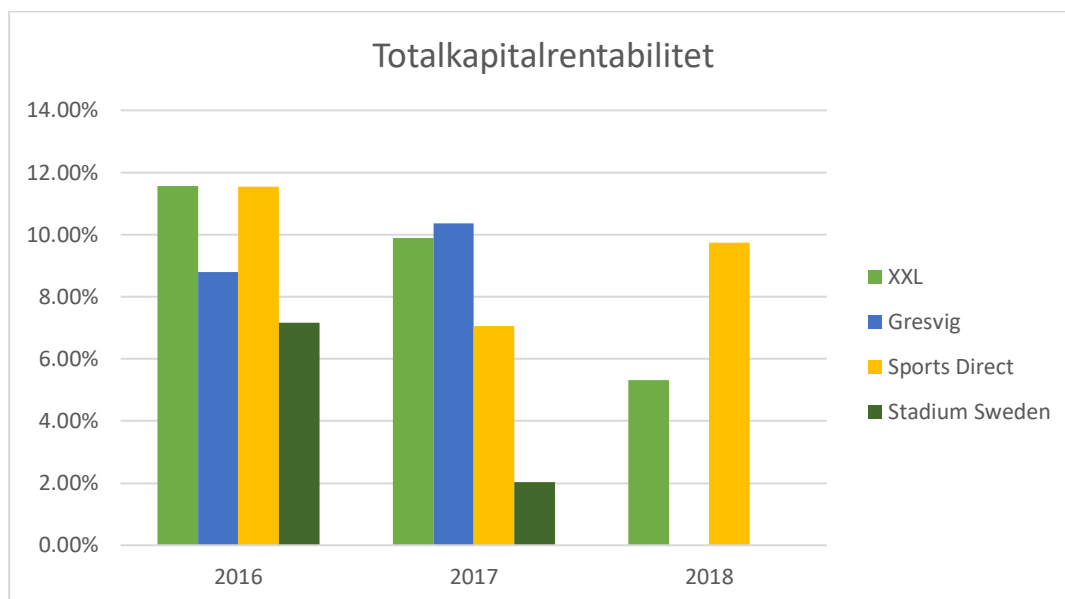
Tabell 10 Historisk Driftsresultat

## 6.3 Nøkkeltall

Vi vil beregne regnskapsmessige nøkkeltall for de siste tre årene. Nøkkeltallene vil sammenlignes med samme tall fra konkurrenter. Formålet med denne analysen er å belyse selskapets økonomiske stilling, lønnsomhet og vekstmuligheter, og å identifisere graden av risiko som forbindes ved å investere i selskapet.

### 6.3.1 Lønnsomhet

Lønnsomhet uttrykker et selskap sin evne til å skape overskudd. Uten tilstrekkelig lønnsomhet, vil ikke selskapet kunne overleve på lengre sikt. Totalkapitalrentabiliteten måler bedriftens totale avkastning på den samlede kapitalen som er bundet i selskapet. Dette nøkkeltallet viser altså hvor effektivt selskapet har vært i forvaltningen av sine ressurser. Den er dermed et mål på inntjeningen i perioden, uavhengig av finansieringen.



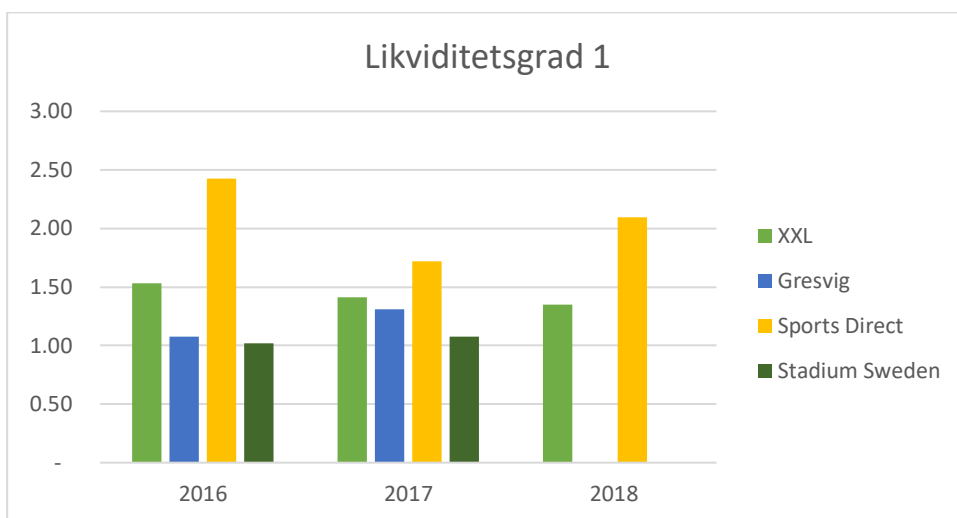
Figur 22 Totalkapitalrentabilitet XXL, Gresvig, Sports Direct og Stadium Sweden

Som figur 22 viser, har XXL sin totalkapitalrentabilitet sunket hvert år siden 2016. I 2018 hadde selskapet en totalkapitalrentabilitet på 5,32%. Samme år hadde Sports Direct en totalkapitalrentabilitet på 9,74%. I 2017 hadde Gresvig og Stadium Sweden en totalkapitalrentabilitet på henholdsvis 10,36% og 2,03%.

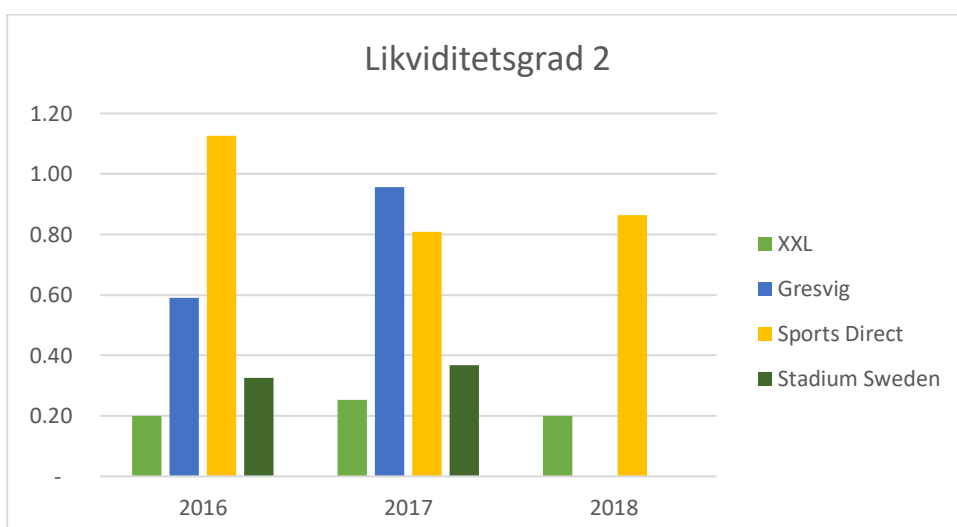


### 6.3.2 Likviditet

Likviditet er synonymt med selskapets betalingsevne. En analyse av likviditeten til et selskap undersøker dermed dens evne til å betale sine forpliktelser ved forfall. Nøkkeltallene likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 viser i hvilken grad omløpsmidler er finansiert med kortsiktig gjeld. Som et generelt krav bør likviditetsgrad 1 være større enn 2, og likviditetsgrad 2 større enn 1. Normalt består de mest likvide omløpsmidlene av alle omløpsmidler unntatt varelageret. Dermed trekkes varelager fra omløpsmidler ved beregning av likviditetsgrad 2.



Figur 23 Likviditetsgrad 1 XXL, Gresvig, Sports Direct og Stadium Sweden



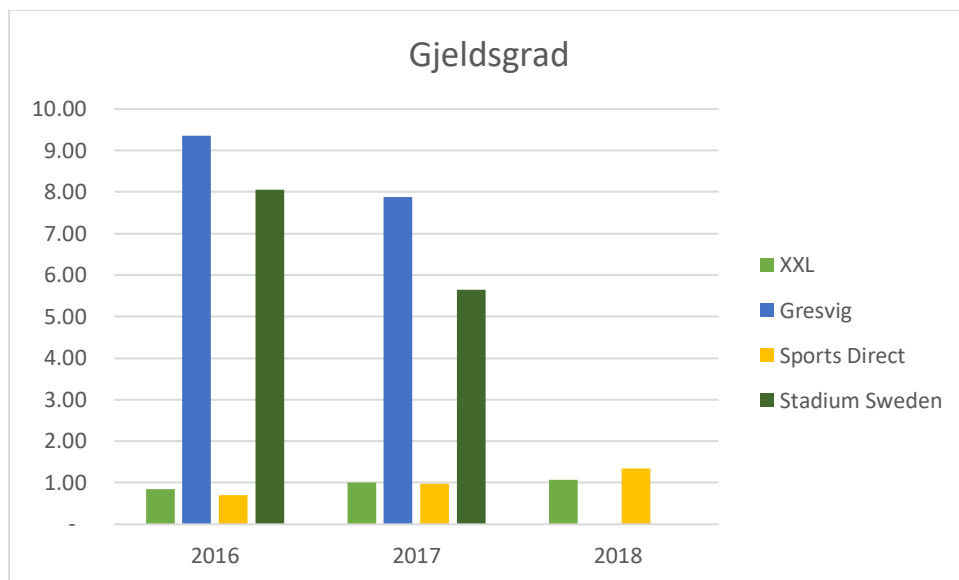
Figur 24 Likviditetsgrad 2 XXL, Gresvig, Sports Direct og Stadium Sweden

Historisk har Sports Direct hatt klart høyest likviditetsgrad. Når vi fjerner de mest likvide omløpsmidlene, ser vi at XXL har lavest likviditetsgrad. Dette gir en indikasjon på at XXL har en dårligere betalingsevne enn sine konkurrenter. Sammenligner man XXL sitt utfall for likviditetsgrad 1 og 2, er det tydelig at de har store verdier i varelagre, og få kundefordringer.

### 6.3.3 Soliditet

Soliditet sier noe om selskapets evne til å tåle tap, og uttrykkes blant annet gjennom egenkapitalandel og gjeldsgrad. Egenkapitalandel viser hvor stor andel av eiendelene som er finansiert med egne midler. Den er også et mål på hvor mye selskapet kan tape før gjelden også påføres et tap. Som et generelt krav vil en egenkapitalandel på 30-35% være tilfredsstillende.

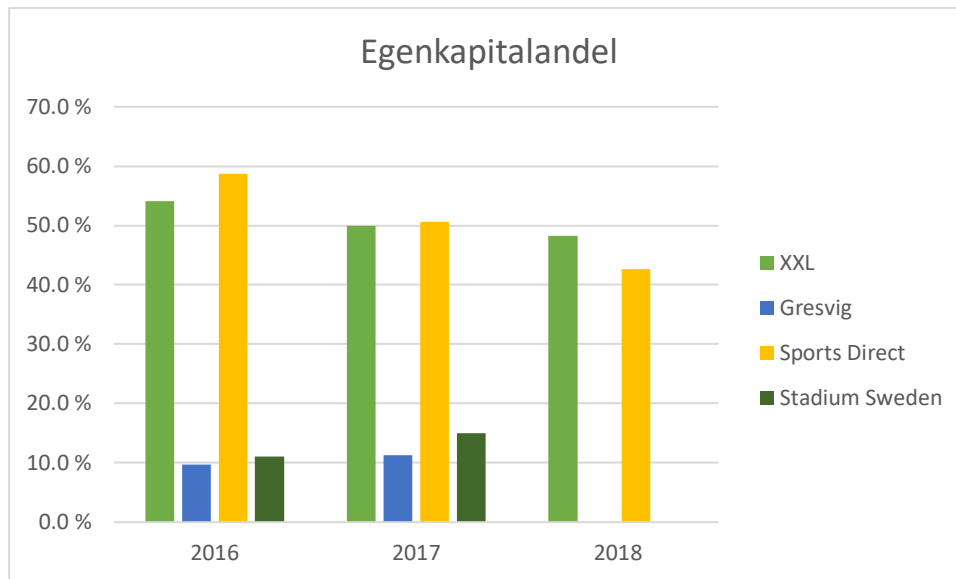
Gjeldsgraden viser forholdet mellom kapitalen som er finansiert av utenforstående, og andelen som er finansiert av eiere. Jo lavere gjeldsgrad, jo bedre er soliditeten til selskapet.



Figur 25 Gjeldsgrad XXL, Gresvig, Sports Direct og Stadium Sweden

XXL har klart å holde en lav gjeldsgrad gjennom måten de finansierer sine nye butikker på. Tabellen viser at XXL og Sports Direct har mye lavere gjeldsgrad enn Gresvig og Stadium Sweden. Dermed har Gresvig og Stadium Sweden en høyere risiko for mislighold av lån, og

de vil ha de vanskelig for å tilegne seg nye lån. XXL og Sports Direct skiller seg ut med mye høyere egenkapitalandel enn sine konkurrenter, som vist i tabellen under.



Figur 26 Egenkapitalandel XXL, Gresvig, Sports Direct og Stadium Sweden

XXL har i analyseperioden ikke hatt en tilfredsstillende likviditet, men dette kan som sagt skyldes at omløpsmidlene deres i størst grad består av varelager. Ser man kun på likviditetsgrad 1 har de en tilfredsstillende betalingsevne. I sammenheng med en tilfredsstillende lønnsomhet, meget god soliditet og funnene i den strategiske analysen, konkluderer vi med at XXL ikke er utsatt for en betydelig høy økonomisk risiko.

## 7. BEREGNING AV AVKASTNINGSKRAV

For å kunne beregne et vektet avkastningskrav til totalkapitalen må det beregnes og identifiseres flere faktorer. Vi vil først beregne egenkapitalkostnaden ved å velge en risikofri rente, beregne beta og bestemme markedets risikopremie. Videre vil vi beregne gjeldskostnaden, og til slutt beregnes WACC ved å vekte egenkapital- og gjeldskostnaden med deres markedsverdier.

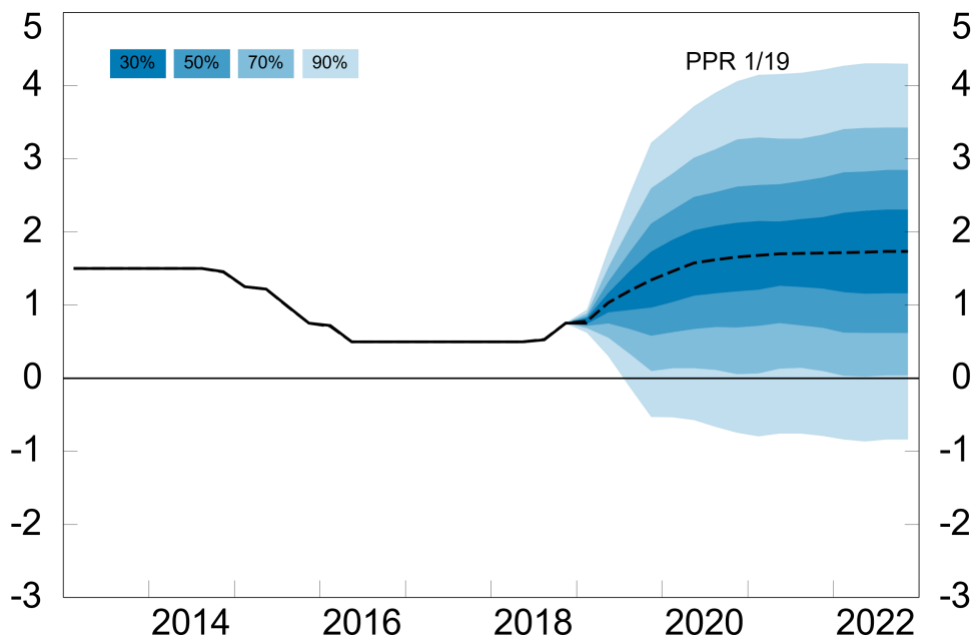
## 7.1 Egenkapitalkostnad

For å beregne egenkapitalkostnaden benyttes CAPM-modellen, som ble presentert i kapittel 4.

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

### 7.1.1 Risikofri rente

Som et estimat på risikofri rente brukes vanligvis statsobligasjonsrenter. Vi har valgt å bruke en 10-årig statsobligasjonsrente som risikofri rente, siden varigheten på denne stemmer best overens med varigheten på kontantstrømmene som skal verdsettes. Den norske 10-årige statsobligasjonsrenten er på verdsettelsestidspunktet 1,88% (Norges Bank, 2018). Figuren under viser styringsrenten i prosent siden 2010 og anslag frem i tid.



Figur 27 Styringsrenten (Norges Bank, 2018)

I fremtiden forventes det at renten vil øke. Utgangspunktet for beregning av egenkapitalkostnad vil derfor være gjennomsnittet for de siste 30 årsgjennomsnittene. Dette

gjennomsnittet vil utgjøre rentenivået i steady state. Det er lagt til grunn at utviklingen vil være lineær. Dette medfører en økning fra 1,88% i 2019 til 5,20% i 2026. En risikofri rente på 5,20% i 2026 virker å være en svært høy økning. Vi velger derfor å kombinere dette gjennomsnittet med informasjon om dagens rentekurve, og justerer risikofri rente ned med 1,2%. Dette gir en økning fra 1,88% i 2019 til 4% i 2026.

## 7.1.2 Beta

Beta er et mål på risikoen til den enkelte aksje sett relativt til aksjemarkedet, og forteller noe om hvor disponert aksjen er for den generelle markedsrisikoen. For å estimere betaen til XXL kan vi enten estimere den på basis av selskapets historiske data, eller dra nytte av en beta som er estimert av andre analytikere (Kaldestad & Møller, 2011). Vi velger å estimere betaen basert på XXL sin historiske kurs fra Oslo Børs, samtidig som vi sammenligner denne med Damodarans industribeta.

Vi baserer vårt estimat på betaen ut ifra månedlig kurs fra og med mars 2015 fram til dato for vår verdivurdering. Betaestimatet blir beregnet ved å dele kovariansen mellom børsavkastningen til XXL og avkastningen til markedet på variansen til markedsavkastningen, der markedsavkastningen er representert ved hovedindeksen på Oslo Børs. Dette gir en betaverdi på 1,1. Det vil si at om indeksen går opp (ned) med 1%, vil XXL typisk gå opp (ned) med 1,1%.

Vi har valgt å sammenligne vårt estimat med Damodarans globale industribeta for «Retail (special lines)», som baseres på 91 selskaper.

Industry name	Number of firms	Average unlevered Beta	Average levered beta
Retail (special lines)	91	0,80	1,07

Tabell 11 Beta

Som vi ser fra tabellen er den gjennomsnittlige betaen for industrien på 1,07. Dette estimatet er omtrent det samme som vi fikk gjennom vår beregning. Vi anser derfor at en beta på 1,1 er rimelig.

### 7.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie representerer meravkastningen man kan forvente i aksjemarkedet sammenlignet med den risikofrie renten. PwC gjennomfører årlig en undersøkelse om risikopremien i det norske markedet. I 2018 ble denne beregnet til 5% (PwC, 2018). Derfor velges markedets risikopremie til å være 5%.

Egenkapitalkostnaden kan dermed beregnes:

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Risikofri rente	1,88%	2,18%	2,48%	2,79%	3,09%	3,39%	3,69%	4,00%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Risikopremie	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
<b>CAPM</b>	<b>7,33%</b>	<b>7,63%</b>	<b>7,93%</b>	<b>8,24%</b>	<b>8,54%</b>	<b>8,84%</b>	<b>9,14%</b>	<b>9,45%</b>

Tabell 12 Beregning av egenkapitalkostnaden

## 7.2 Gjeldskostnad

XXL har et langsiktig lån fra et konsortium av banker. Renten knyttet til banklånet er basert på NIBOR, STIBOR og EURIBOR, pluss en margin som er betinget av konsernets forhold mellom EBITDA og rentebærende gjeld (NIBD). I tabellen nedenfor ser vi XXL sin utvikling i NIBD i forhold til EBITDA.

NIBD/EBITDA	2014	2015	2016	2017	2018
EBITDA	598	724	824	827	542
NIBD	1 097	1 116	1 614	2 005	2 075
<b>NIBD/EBITDA</b>	<b>1,83</b>	<b>1,54</b>	<b>1,96</b>	<b>2,42</b>	<b>3,83</b>

Tabell 13 Utviklingen i NIBD i forhold til EBITDA

Gjeldskostnaden har blitt beregnet ved å dele rentekostnad på rentebærende gjeld de siste tre årene, for deretter å beregne gjennomsnittet for disse årene. Dette gir en gjeldskostnad på 1,6%. Siden låneavtalen til XXL bygger på forutsetninger om NIBOR, STIBOR og EURIBOR, pluss et forholdstall mellom NIBD og EBITDA, vil det fort kunne ende i spekulering om hva dette forholdstallet normalt er. Derfor vil vi benytte den historisk gjennomsnittlige lånerenten i prognosen, selv om denne vil kunne avvike fra selskapets virkelige lånerente.

Gjeldskostnad	2016	2017	2018
Rentekostnad	20	34	36
NIBD	1 614	2 005	2 075
Lånerente	1,24%	1,70%	1,73%
<b>Gjennomsnittlig lånerente</b>	<b>1,6%</b>		

Tabell 14 Beregning av gjeldskostnad

Norsk økonomi har vært preget av nedgangstider siden 2014, og det forventes at dette vil snu i tiden fremover, som nevnt i den strategiske analysen. Markedsrenten forventes å øke i tiden fremover, og XXL har en flytende rente på sine banklån. Beregningene tar heller ikke hensyn til mulige nedgangstider i fremtiden. Vi velger derfor vi å runde lånerenten opp til **3%**.

### 7.3 WACC

WACC estimeres ved å bruke markedsverdier for egenkapital og gjeld. Den bokførte gjelden brukes i beregningen, siden denne er et godt estimat på virkelig verdi. Vi antar at denne ikke har endret seg etter verdsettelsestidspunktet. **Pr. 31.12.2018 var verdien av gjelden på 2 075 000 000 NOK.** Markedsverdien av egenkapital finner man ved å multiplisere antall utstedte aksjer med aksjeprisen på verdsettelsestidspunktet. Det er utstedt 139 096 080 aksjer,

og aksjeprisen stod **24. april 2019 i 33,88 NOK**. Dette gir en markedsverdi på egenkapital på **4 712 575 190 NOK**. Dette gir en egenkapitalandel på 69,4% og gjeldsandel på 30,6%.

WACC som er beregnet i tabellen under vil benyttes som diskonteringsfaktor, og ved beregning av terminalverdi vil vi bruke et avkastningskrav på **7,3%**.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CAPM	7,33%	7,63%	7,93%	8,24%	8,54%	8,84%	9,14%	9,45%
Gjeldskostnad	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Gjeldsandel	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Egenkapitalandel	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
<b>WACC</b>	<b>5,80%</b>	<b>6,01%</b>	<b>6,22%</b>	<b>6,43%</b>	<b>6,64%</b>	<b>6,85%</b>	<b>7,06%</b>	<b>7,27%</b>

Tabell 15 Beregning av WACC

## 8. PROGNOSE FOR FREMTIDEN

I dette kapittelet vil vi utarbeide et fremtidsregnskap for XXL. Informasjonen og funnene fra den strategiske analysen i kapittel 5 og regnskapsanalysen i kapittel 6 vil bidra til fremtidsregnskapet.

Gjennomføringen av den strategiske analysen har både gitt innsikt på utviklingen og ressursene i XXL, i tillegg til sportsbransjens muligheter og utfordringer. Regnskapsanalysen har gitt oss et innblikk i hvordan den økonomiske utviklingen har vært i XXL sammenlignet med sportsbransjen. Ved å gjennomføre et fremtidsregnskap vil det danne et grunnlag for å beregne verdien av egenkapitalen og aksjeprisen til XXL.



## 8.1 Forventninger til fremtiden

I den strategiske analysen viste det seg at det eksisterer gode vekstmuligheter for XXL, selv om XXL har hatt to svake år med skuffende resultater i Norge. Med skuffende resultater har XXL fortsatt klart å være i vekst og tatt markedsandeler. Sportsbransjen er preget av høy konkurranseintensitet med moderat lønnsomhet. Fra Porters fem krefter kommer det frem at de største konkurransekraftene kommer fra et høyt antall mulige inntrengere og substitutter. Dette viser at det er høy rivalisering i sportsbransjen. Det er forventet at konkurransesituasjonen vil forbli slik i tiden fremover, og det samme gjelder den moderate konkurransen fra kunder og lave konkurransen fra leverandørene.

Muligheter og trusler fra SWOT-analysen kan ses på som de viktigste elementene som vil kunne påvirke fremtidsregnskapet i størst grad for XXL. Mulighetene som videre ekspansjon i Europa, netthandel og den teknologiske utviklingen, kan regnes som svært sentrale i fremtiden for videre vekst. XXL entret markedet i Østerrike for første gang i 2017 med to varehus, og er allerede godt i gang med planene sine om en videre ekspansjon i Mellom-Europa. Hovedsakelig med tanke på nabolandene til Østerrike som Tyskland og Sveits. XXL har samtidig et mål om å bli Europas største sportskjede.

I dag har XXL totalt 3 varehus i Østerrike, og XXL har planer om å åpne 15 butikker i Østerrike før en videre ekspansjon til nabolandene Tyskland og Sveits (Skomakerstuen, 2018). Ekspansjonen i Sverige og Finland kan tyde på at selskapet vil forsøke å åpne 3 til 4 varehus i året, i en femårsperiode i Østerrike. Fordelen med en ekspansjon til land som Tyskland, Østerrike og Sveits er at landene er større enn Norge målt etter befolkning, noe som viser at det er potensiale for vekstmuligheter. Samtidig eksisterer det fire tydelige sesonger, og gode vinterforhold med alpene i nærheten som er attraktiv for skiferie. Markedene i de nevnte landene er både større og omfatter dermed flere aktører som kan ligne på XXL, men med den historiske bakgrunnen til XXL og suksessen de har oppnådd i nordiske landene, vil dette tyde på at XXL har gode muligheter til å gjøre det godt i Tyskland, Østerrike og Sveits. Nye markeder i disse landene betyr også nye rivaler og økt konkurranse, noe som kan føre til at marginfordelen vil reduseres i fremtiden. Den sterke merkevaren og organisasjonskulturen

som XXL har opparbeidet seg vil gi varige konkurransefortrinn, og vil definitivt være en fordel i ekspansjonen i de nevnte landene.

	Q4/17	Endring	Q4/18
<b>Norge</b>	32	4	<b>36</b>
<b>Sverige</b>	26	1	<b>27</b>
<b>Finland</b>	15	0	<b>15</b>
<b>Østerrike</b>	2	2	<b>4</b>
	<b>75</b>	<b>7</b>	<b>82</b>

Tabell 16 Antall varehus XXL per Q4/18 (XXL, 2018).

XXL har i dag skrevet under 5 nye leieavtaler. Planen er 2 nye varehus i Sverige, 2 i Finland og 1 i Østerrike. XXL har som mål å åpne 6 til 7 nye varehus innen 2019 (XXL, 2018). XXLs videre ekspansjonsplaner er allerede godt i gang, noe som vil danne et grunnlag for veksten i kommende periode. Fremtidsregnskapet vil dermed omfatte både den fremtidige veksten i det nye og det eksisterende markedet.

Det nordiske sportsmarkedet kan anses som ”mettet”, og det vil dermed være begrenset hvor mye XXL kan vokse videre i Norden. Derfor vil vi tro at store deler av den fremtidige veksten vil komme fra en videre ekspansjonen utenfor de nordiske landene.

Funnene fra den strategiske analysen forteller oss at sportsbransjen fortsatt er en middels attraktiv og en moderat lønnsom bransje for XXL å operere i. Dette viser til at XXL vil kunne fortsette å vokse videre i bransjen, men i lavere grad enn tidligere. Vi tror at veksten i sportsbransjen vil stagnere og den tøffe konkurransen vil dra aktørene i bransjen tettere hverandre. Dette vil resultere i at XXL ikke lenger vil skille seg direkte ut fra de andre aktørene i bransjen, og dermed vil fungere som et ”gjennomsnittlig” selskap. Som et resultat av dette vil regnskapstallene til XXL vende tilbake til gjennomsnittet, også kalt *mean-reversion* (Chen, 2019)

## 8.2 Like for like vekst

Like for like vekst kan sees på som synonymt med vekst i eksisterende varehus. Denne veksten viser vekst i varehusene som var i drift i forrige driftsår. I 2018 hadde XXL en inntektsvekst på 4,7% i Norge, 1,8% i Sverige, 14,7% i Finland og 49,3% i Danmark. Som sagt i den strategiske analysen, antar vi en svak økonomisk vekst i de nordiske landene. I tillegg antar vi at det ikke vil være mulig for XXL å vokse på markedsandeler i det nordiske markedet lenger. Vi tror derimot at dette vil være mulig med ekspansjon og nye varehus i Mellom-Europa, og dermed tror vi veksten vil være god de første årene. Derfor blir prognosene for like for like vekst slik:

Like for like vekst	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Norge	3,5%	3,0%	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%
Sverige	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,9%
Danmark	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%	2,0%	1,5%	1,1%
Finland	5,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%	1,5%	1,0%	0,8%
Mellom-Europa	12,0%	12,0%	12,0%	10,0%	7,5%	5,0%	2,5%	2,0%
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,3%</b>	<b>3,4%</b>	<b>2,6%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,6%</b>

Tabell 17 Like for like vekst

Den langsiktige veksten i hvert land settes lik inflasjonsnivået i de ulike landene.

Gjennomsnittet av dette vil brukes i beregning av terminalverdi.

## 8.3 Driftsinntekt

Driftsinntektene kan regnes som den viktigste driveren for verdier i et selskap. De andre verdiene avhenges av utviklingen i driftsinntektene. Dermed vil det være naturlig å prioritere driftsinntektene først. Utviklingen i driftsinntektene er en del av driftsinntektsveksten som igjen blir beregnet på bakgrunn av XXLs historiske vekst og den fremtidige strategien for selskapet.

Veksten for XXL fremover vil være preget av ulike faktorer i de forskjellige landene XXL opererer i. I Norge har XXL hatt en høy vekst, noe som har resultert i at XXL er blitt landets største sportskjede, til tross for svake resultater de to siste årene. I 2018 hadde XXL 36 varehus i Norge, og det kan se ut som XXL har snart nådd grensen på hvor mange flere varehus de kan åpne i landet. Dermed vil fremtidsveksten komme som følge av økning i omsetning per varehus. Det er naturlig at når et selskap blir større i et land, vil inntekten og fortjenesten stagnere litt. Det vil som sagt ikke vokse på samme nivå som da selskapet entret markedet. Med høyere inntekt vil det bli mer utfordrende å levere høy vekst. I tillegg vil store selskaper som er suksessfulle tiltrekke seg mer konkurranse enn mindre selskaper i en bransje. Dermed vil vi ikke ta de historiske gjennomsnittlige driftsinntektsvekstene i betraktning ved beregningen av de fremtidige driftsinntektene.

Vi antar at XXL vil fortsette å vokse de neste årene, basert på selskapets nåværende posisjon i det eksisterende markedet. Det er planlagt at XXL skal åpne flere varehus i Sverige, Finland og Østerrike i 2019. I tillegg mener vi at den kraftige veksten i netthandel og storsatsingen på nettbutikk vil være med på å bidra til en økt vekst fremover. XXL har også videre planer om en ytterligere ekspansjon i nabolandene til Østerrike som Tyskland og Sveits. Som nevnt tidligere så har XXL allerede varehus i de fleste storbyene både i Norge og Sverige. Vi anser derfor markedet i Norge som ”mettet” av overetablering av sportsbutikker både fra XXL og konkurrenter. Dermed tror vi at veksten vil være på et lavere nivå ved etablering av nye varehus i de eksisterende markedene enn tidligere.

Prognosen for totale salgsinntekter blir som følger:

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Salgsinntekter</b>	10 006	10 556	11 084	11 560	11 953	12 264	12 485	12 680
<b>Vekst</b>	5,6%	5,5%	5,0%	4,3%	3,4%	2,6%	1,8%	1,6%

Tabell 18 Prognose totale salgsinntekter

## 8.4 Kostnader

### 8.4.1 Varekostnad

Vi mener at det vil være forskjellige faktorer som vil påvirke de fremtidige varekostnadene for XXL. Fra den interne analysen fant man ut at XXL sine to sentrallagre befinner seg i Norge og Sverige, noe som bidrar til effektivisering av logistikken og kostnadene for selskapet. En ekspansjon utenfor Norden, med tanke på Mellom-Europa, vil føre til en økt varekostnad. Vi vil forutsette at bruttomarginene på 40% vil være lavere under nyåpninger av varehus ved ekspansjonen i nye markeder, noe som kan skyldes priskrigen for å vinne markedsandeler.

En videre ekspansjon i Europa vil også ha en positiv effekt, blant annet større innkjøp som vil gi høyere kvantumsrabatter og i tillegg en økning i stordriftsfordelene XXL allerede besitter. Dette er noe vi antar vil være midlertidig, og vil etter tid jevne seg ut. XXLs varekostnader har historisk sett holdt seg stabilt på ca. 60% av driftsinntektene, noe som gir en bruttomargin på 40%. Vi antar derfor at de fremtidige varekostnadene ikke vil endre seg drastisk, og vi vil dermed fortsette å bruke en gjennomsnittlig varekostnad på 60% av driftsinntektene.

Prognose for varekostnader:

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Varekostnader</b>	6 003	6 334	6 650	6 936	7 172	7 358	7 491	7 608
<b>Bruttomargin</b>	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%

Tabell 19 Prognose varekostnad

## 8.4.2 Lønnskostnader

Salgsinntektene i XXL har hatt en vekst i hele analyseperioden. Samtidig har også lønnskostnadene steget i takt. De siste årene har lønnskostnadene i XXL steget med 1%, altså fra 14% til omtrent 15% av salgsinntektene. En ekspansjonsplan i Europa og nyåpning av flere varehus i de eksisterende markedet i kommende år, vil blant annet bidra til en økt lønnskostnad. Dermed vil en fremtidig lønnskostnad på 16% anses som rimelig i prognoseperioden.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Lønnskostnader</b>	1 601	1 689	1 773	1 850	1 913	1 962	1 998	2 029
<b>I % av salg</b>	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%

Tabell 20 Prognose lønnskostnader

## 8.4.3 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader i XXL har historisk vært ganske stabilt, med et tidsvektet snitt mellom 13 - 14% av salgsinntektene. Markedsføringskostnader går blant annet under andre driftskostnader, og vi antar at markedsføringskostnadene vil øke ved en videre ekspansjon og etablering av varehus i nye land. Eksempelvis ble dette observert i 2010, da XXL entret det svenske markedet og 2014 i Finland. Dermed anser vi at det vil være høyere kostnader i 2019 og 2022, med forutsetninger om en ekspansjon til Tyskland og Sveits. I tillegg til en videre ekspansjon i Østerrike og nye åpninger av varehus i de eksisterende landene som XXL operer i.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Andre driftskostnader</b>	1 501	1 425	1 496	1 734	1 614	1 656	1 685	1 712
<b>I % av salg</b>	15%	13,5%	13,5%	15%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%

Tabell 21 Prognose andre driftskostnader

## 8.5 Investeringer

XXL sin strategi har gitt dem muligheten til å vokse uten å foreta store investeringer. Som nevnt leier selskapet alle varehus, og selskapet har investert i to automatiserte sentrallager som forsyner alle varehusene (XXL, 2018). Investeringer til nye varehus knytter seg derfor til anskaffelse av butikkinventar. For hvert nye varehus, kreves også investeringer i varelager. Dette fører til økt arbeidskapital. Ifølge Koller m.fl. (2010) er forholdet mellom de ulike postene i balansen og salgsinntekt ofte stabilt. Derfor er historisk arbeidskapital og varige driftsmidler beregnet i prosent av salgsinntekter.

	2014	2015	2016	2017	2018	Prognose
Avskrivninger i % av salg	1,5%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	1,7%
Operasjonell arbeidskapital	939	1 014	1 603	2 039	1 923	
Arbeidskapital i % av salg	18,0%	15,6%	20,5%	23,4%	20,3%	20%
Varige driftsmidler	474	569	681	857	909	
Varige driftsmidler i % av salg	9,1%	8,8%	8,7%	9,8%	9,6%	9%

Tabell 22 Balanseposter i prosent (%) av salgsinntekter

Arbeidskapitalen har historisk ligget på rundt 20% av salgsinntektene, og har vært ganske stabil ellers. Vi antar derfor at det heller ikke vil endre seg drastisk i fremtiden. Dermed velger vi å benytte et snitt på 20% av salgsinntektene med forutsetning om at arbeidskapitalen vil holde seg stabilt i prognoseperioden.

Avskrivninger har historisk hatt en stabil utvikling, med et gjennomsnitt på 1,7% av salgsinntektene de siste fem årene. Det tyder også på at det vil fortsette slik i fremtiden. Dermed velger vi å fortsette med å benytte en avskrivning på 1,7% av salgsinntektene, med en forutsetning om at avskrivningene vil holde seg stabilt fremover.

Siste del av investert kapital er immaterielle eiendeler, som i størst grad består av goodwill. Denne er tidligere klassifisert som en operasjonell eiendel, og dermed en del av investert kapital. Regnskapsmessig har denne eiendelen vært tilnærmet uendret. Dermed forutsetter vi at denne forblir uendret. Dette gir følgende prognoser for investert kapital og nyinvesteringer:

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Immaterielle eiendeler	2 985	2 985	2 985	2 985	2 985	2 985	2 985	2 985
Operasjonell arbeidskapital	2 001	2 111	2 217	2 312	2 391	2 453	2 497	2 536
Varige driftsmidler	901	950	998	1 040	1 076	1 104	1 124	1 141
<b>Investert kapital</b>	<b>5 887</b>	<b>6 046</b>	<b>6 199</b>	<b>6 337</b>	<b>6 451</b>	<b>6 542</b>	<b>6 606</b>	<b>6 662</b>
<b>Nyinvesteringer</b>	<b>162</b>	<b>229</b>	<b>236</b>	<b>239</b>	<b>239</b>	<b>236</b>	<b>232</b>	<b>233</b>
<b>Endring i arbeidskapital</b>	<b>78</b>	<b>110</b>	<b>106</b>	<b>95</b>	<b>79</b>	<b>62</b>	<b>44</b>	<b>39</b>

Tabell 23 Prognose Investert Kapital og Investeringer



## 8.6 Skattesats

XXL opererer i de fire nordiske landene Norge, Danmark, Sverige og Finland. Fra PESTEL analysen kommer det frem at alle de overnevnte landene har forskjellig selskapsskatt. For å få et mest mulig korrekt skattegrunnlag på grunn av de ulike selskapsskattene i de forskjellige landene, må vi derfor regne ut en effektiv skattesats. Vi anser at bruttomarginen vil fortsette å være på ca. 40% på lang sikt. Vi forutsetter også at lønnskostnadene og andre driftskostnader vil være likt i de fire nordiske landene. For å finne den effektive skattesatsen for hvert enkelt år, velger vi å fokusere på en nominell skattesats i hvert av landene Norge, Danmark, Sverige og Finland. I tillegg vil vi også inkludere skattesatsene for Østerrike som XXL entret markedet i 2017. Skattesatsene i Tyskland og Sveits, som er mulige land i en videre ekspansjonsplan, vil også bli tatt med fra år 2020, med antakelse om at disse satsene ikke vil endre seg fra i dag.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Effektiv skattesats</b>	21,8%	22,4%	22,4%	22,4%	22,4%	22,4%	22,4%	22,4%

Tabell 24 Prognose Effektiv skattesats

## 8.7 Prognostiserte kontantstrømmer

På bakgrunn av prognosene for salg, kostnader, investeringer og skatt, kan vi nå estimere fremtidige kontantstrømmer. For å finne nåverdien av kontantstrømmene diskonteres de med beregnet WACC. Dette gir følgende prognoser:

Prognoser	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Vekst i %	5,6%	5,5%	5,0%	4,3%	3,4%	2,6%	1,8%	1,6%
<b>Salgsinntekter</b>	<b>10 006</b>	<b>10 556</b>	<b>11 084</b>	<b>11 560</b>	<b>11 953</b>	<b>12 264</b>	<b>12 485</b>	<b>12 680</b>
Varekostnader	6 003	6 334	6 650	6 936	7 172	7 358	7 491	7 608
Lønnskostnader	1 601	1 689	1 773	1 850	1 913	1 962	1 998	2 029
Andre driftskostnader	1 501	1 425	1 496	1 734	1 614	1 656	1 685	1 712
<b>Driftskostnader</b>	<b>9 105</b>	<b>9 448</b>	<b>9 920</b>	<b>10 520</b>	<b>10 698</b>	<b>10 976</b>	<b>11 174</b>	<b>11 348</b>
<b>EBITDA</b>	<b>901</b>	<b>1 108</b>	<b>1 164</b>	<b>1 040</b>	<b>1 255</b>	<b>1 288</b>	<b>1 311</b>	<b>1 331</b>
EBITDA %	9,0%	10,5%	10,5%	9,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Avskrivninger	170	179	188	197	203	208	212	216
<b>EBITA</b>	<b>730</b>	<b>929</b>	<b>975</b>	<b>844</b>	<b>1 052</b>	<b>1 079</b>	<b>1 099</b>	<b>1 116</b>
<b>Skatt</b>	<b>159</b>	<b>208</b>	<b>218</b>	<b>189</b>	<b>235</b>	<b>241</b>	<b>246</b>	<b>250</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>571</b>	<b>721</b>	<b>757</b>	<b>655</b>	<b>817</b>	<b>838</b>	<b>853</b>	<b>866</b>
Avskrivninger	170	179	188	197	203	208	212	216
(Endring i arbeidskapital)	78	110	106	95	79	62	44	39
(Investering i varige driftsmidler)	162	229	236	239	239	236	232	233
<b>FCF</b>	<b>502</b>	<b>562</b>	<b>604</b>	<b>517</b>	<b>703</b>	<b>748</b>	<b>789</b>	<b>810</b>
Diskonteringsfaktor	0,9451	0,8898	0,8343	0,7793	0,7250	0,6718	0,6202	0,5703
<b>Nåverdi FCF</b>	<b>474</b>	<b>500</b>	<b>504</b>	<b>403</b>	<b>509</b>	<b>502</b>	<b>489</b>	<b>462</b>
<b>ROIC</b>	<b>9,7%</b>	<b>11,9%</b>	<b>12,2%</b>	<b>10,3%</b>	<b>12,7%</b>	<b>12,8%</b>	<b>12,9%</b>	<b>13,0%</b>
<b>Investert kapital</b>	<b>5 887</b>	<b>6 046</b>	<b>6 199</b>	<b>6 337</b>	<b>6 451</b>	<b>6 542</b>	<b>6 606</b>	<b>6 662</b>

Tabell 25 Prognostisert kontantstrømmer i perioden 2019E – 2026E

## 8.8 Terminalverdi

Terminalverdien utgjør verdien fra slutten av prognoseperioden og til «evigheten». Fra Koller m.fl. (2010), beregnes denne slik:

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

Følgende data er lagt inn i beregningen:

<b>NOPLAT<sub>2024 E</sub></b>	<b>880</b>
g	1,6%
ROIC	13,0%
WACC	7,3%
<b>Terminalverdi</b>	<b>10 643</b>
<b>Nåverdi terminalverdi</b>	<b>5 658</b>

Tabell 26 Terminalverdi

Som vist i prognosene, stiger ROIC fra 9,7% i 2019 til 13,0% i 2026. Med tanke på XXL sin strategi med lave investeringer, vil XXL greie å holde investert kapital lav. Bransjeanalysen viser en sportsbransje med moderat lønnsomhet, men VRIO-analysen peker på flere forhold som kan tyde på at XXL har mulighet til å skape merverdier over tid, sammenlignet med sine konkurrenter. Ifølge Koller m.fl. (2010) kan bedrifter som opererer i en bransje med økende skalafordeler oppnå høy ROIC dersom de er først ute til å vokse seg store. Dette kan til en viss grad sammenlignes med sportsbransjen, hvor XXL sin størrelse er en av faktorene som har vært med på å gi dem et konkurransefortrinn gjennom lavere varekostnader. Vi antar dermed at det vil være mulig for XXL å oppnå en ROIC på 13%.

## 8.9 Verdivurdering

For å verdsette egenkapitalverdien må verdien av fremtidige kontantstrømmer diskonteres til nåverdi på verdsettelsestidspunktet. Derfor er disse diskontert med WACC. Siden XXL ikke har noen ikke-operasjonelle eiendeler på verdsettelsestidspunktet, utgjøres nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene av Enterprise Value (EV) (Koller, et al., 2010). EV utgjøres av nåverdien av kontantstrømmer og nåverdien av terminalverdi. Egenkapitalverdien beregnes ved å trekke rentebærende gjeld fra EV. XXL har på verdsettelsestidspunktet en rentebærende gjeld på 2,075 mrd. NOK. Verdien av XXL sin egenkapital estimeres derfor til å være 7,426 mrd. NOK. Dette gir en verdi pr. aksje på 53 NOK.

<b>Nåverdi FCF i prognoseperioden</b>	<b>3 843</b>
Nåverdi terminalverdi	5 658
<b>Enterprise Value</b>	<b>9 501</b>
Rentebærende gjeld	2 075
<b>Verdi egenkapital</b>	<b>7 426</b>
Antall utstedte aksjer	139 096 080
<b>Verdi pr. aksje</b>	<b>53</b>

Tabell 27 Verdivurdering

## 9. SENSITIVITETSANALYSE

I dette kapittelet vil vi gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å sjekke rimeligheten i verdivurderingen som har blitt foretatt i kapittel 8. Denne gjennomføres ved å beregne ny egenkapitalverdi ved to ulike scenarier – ingen vekst og høy vekst. Deretter vil det fremlegges hvordan verdien av prognosene, og de to scenarioene, påvirkes av endringer i WACC.

### 9.1 Scenario 1: Ingen vekst

I det første scenarioet forutsettes det at veksten vil stagnere, og at etablering i Sveits og Tyskland legges på is. Dermed utelates skattesatsene i Tyskland og Sveits, og vi får en effektiv skattesats på 21,8%. XXL har allerede signert kontrakter for fem nye varehus. Det forutsettes dermed at det etableres fem nye varehus i 2019. Vekst i eksisterende varehus settes til 0%, som blir langsiktig vekst. Kostnadsestimatene fra prognosen beholdes, med unntak av økte markedsføringskostnader på grunn av ekspansjon. Dette gir følgende prognoser og verdiberegning:

Prognoser	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
<b>Vekst i %</b>	3,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Salgsinntekter</b>	<b>9 845</b>	<b>9 845</b>	<b>9 845</b>	<b>9 845</b>	<b>9 845</b>	<b>9 845</b>	<b>9 845</b>	<b>9 845</b>
<b>Varekostnader</b>	5 907	5 907	5 907	5 907	5 907	5 907	5 907	5 907
<b>Lønnskostnader</b>	1 575	1 575	1 575	1 575	1 575	1 575	1 575	1 575
<b>Andre driftskostnader</b>	1 329	1 329	1 329	1 329	1 329	1 329	1 329	1 329
<b>Driftskostnader</b>	<b>8 811</b>	<b>8 811</b>	<b>8 811</b>	<b>8 811</b>	<b>8 811</b>	<b>8 811</b>	<b>8 811</b>	<b>8 811</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1 034</b>	<b>1 034</b>	<b>1 034</b>	<b>1 034</b>	<b>1 034</b>	<b>1 034</b>	<b>1 034</b>	<b>1 034</b>
<b>EBITDA %</b>	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
<b>Avskrivninger</b>	167	167	167	167	167	167	167	167
<b>EBITA</b>	<b>866</b>	<b>866</b>	<b>866</b>	<b>866</b>	<b>866</b>	<b>866</b>	<b>866</b>	<b>866</b>
<b>Skatt</b>	<b>189</b>	<b>189</b>	<b>189</b>	<b>189</b>	<b>189</b>	<b>189</b>	<b>189</b>	<b>189</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>677</b>	<b>677</b>	<b>677</b>	<b>677</b>	<b>677</b>	<b>677</b>	<b>677</b>	<b>677</b>
<b>Avskrivninger</b>	167	167	167	167	167	167	167	167

<b>(Endring i arbeidskapital)</b>	46	0	0	0	0	0	0	0
<b>(Investering i varige driftsmidler)</b>	144	167	167	167	167	167	167	167
<b>FCF</b>	<b>655</b>	<b>677</b>	<b>677</b>	<b>677</b>	<b>677</b>	<b>677</b>	<b>677</b>	<b>677</b>
<b>Diskonteringsfaktor</b>	0,9451	0,8898	0,8343	0,7793	0,7250	0,6718	0,6202	0,5703
<b>Nåverdi FCF</b>	<b>619</b>	<b>603</b>	<b>565</b>	<b>528</b>	<b>491</b>	<b>455</b>	<b>420</b>	<b>386</b>
<b>ROIC</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>
<b>Investert kapital</b>	<b>5 840</b>	<b>5 840</b>	<b>5 840</b>	<b>5 840</b>	<b>5 840</b>	<b>5 840</b>	<b>5 840</b>	<b>5 840</b>

Tabell 28 Prognose Scenario 1: Ingen vekst

<b>Nåverdi FCF i prognoseperioden</b>	<b>4 067</b>
Terminalverdi	9 314
<b>Nåverdi terminalverdi</b>	<b>4 951</b>
<b>Enterprise Value</b>	<b>9 019</b>
Rentebærende gjeld	2 075
<b>Verdi egenkapital</b>	<b>6 944</b>
Antall utstedte aksjer	139 096 080
<b>Verdi pr. aksje</b>	<b>50</b>

Tabell 29 Scenario 1: Verdivurdering - Ingen vekst

Her fremkommer det at verdien vil reduseres med ca. 7% uten vekst.

## 9.2 Scenario 2: Høy vekst

I det andre scenarioet antas det at veksten vil være høyere enn i prognosen. Det legges inn 2% høyere vekst hvert år for hvert land i Norden. I Mellom-Europa legges det til 8% høyere vekst for hvert år. Langsiktig vekst økes til 3%. Det gjøres ingen endringer på kostnader. Dette gir følgende prognoser og verdiberegning:

Prognoser	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
<b>Vekst i %</b>	8,8%	8,7%	8,2%	7,5%	6,6%	5,8%	5,0%	3,0%
<b>Salgsinntekter</b>	<b>10 309</b>	<b>11 206</b>	<b>12 125</b>	<b>13 034</b>	<b>13 894</b>	<b>14 700</b>	<b>15 435</b>	<b>15 898</b>
<b>Varekostnader</b>	6 185	6 723	7 275	7 820	8 336	8 820	9 261	9 539
<b>Lønnskostnader</b>	1 649	1 793	1 940	2 085	2 223	2 352	2 470	2 544
<b>Andre driftskostnader</b>	1 546	1 513	1 637	1 955	1 876	1 984	2 084	2 146
<b>Driftskostnader</b>	<b>9 381</b>	<b>10 029</b>	<b>10 851</b>	<b>11 861</b>	<b>12 435</b>	<b>13 156</b>	<b>13 814</b>	<b>14 229</b>
<b>EBITDA</b>	<b>928</b>	<b>1 177</b>	<b>1 273</b>	<b>1 173</b>	<b>1 459</b>	<b>1 543</b>	<b>1 621</b>	<b>1 669</b>
<b>EBITDA %</b>	9,0%	10,5%	10,5%	9,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
<b>Avskrivninger</b>	175	190	206	222	236	250	262	270
<b>EBITA</b>	<b>753</b>	<b>986</b>	<b>1 067</b>	<b>951</b>	<b>1 223</b>	<b>1 294</b>	<b>1 358</b>	<b>1 399</b>
<b>Skatt</b>	<b>164</b>	<b>221</b>	<b>239</b>	<b>213</b>	<b>273</b>	<b>289</b>	<b>304</b>	<b>313</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>588</b>	<b>766</b>	<b>828</b>	<b>739</b>	<b>949</b>	<b>1 004</b>	<b>1 054</b>	<b>1 086</b>
<b>Avskrivninger</b>	175	190	206	222	236	250	262	270
<b>(Endring i arbeidskapital)</b>	139	179	184	182	172	161	147	93
<b>(Investering i varige driftsmidler)</b>	194	271	289	303	314	322	329	312
<b>FCF</b>	<b>431</b>	<b>505</b>	<b>562</b>	<b>475</b>	<b>700</b>	<b>771</b>	<b>841</b>	<b>952</b>
<b>Diskonteringsfaktor</b>	0,9451	0,8898	0,8343	0,7793	0,7250	0,6718	0,6202	0,5703
<b>Nåverdi FCF</b>	<b>407</b>	<b>450</b>	<b>469</b>	<b>370</b>	<b>507</b>	<b>518</b>	<b>522</b>	<b>543</b>
<b>ROIC</b>	<b>9,9%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,7%</b>	<b>10,9%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,9%</b>	<b>14,1%</b>	<b>14,3%</b>
<b>Investert kapital</b>	<b>5 975</b>	<b>6 235</b>	<b>6 501</b>	<b>6 765</b>	<b>7 014</b>	<b>7 248</b>	<b>7 461</b>	<b>7 595</b>

Tabell 30 Prognose Scenario 2: Høy vekst

<b>Nåverdi FCF i prognoseperioden</b>	<b>3 785</b>
<b>Terminalverdi</b>	12 154
<b>Nåverdi terminalverdi</b>	<b>6 461</b>
<b>Enterprise Value</b>	<b>10 247</b>
<b>Rentebærende gjeld</b>	2 075
<b>Verdi egenkapital</b>	<b>8 172</b>
<b>Antall utstedte aksjer</b>	139 096 080
<b>Verdi pr. aksje</b>	<b>59</b>

Tabell 31 Scenario 2: Verdivurdering - Høy vekst

Her fremkommer det at aksjen stiger med ca. 10% om veksten økes. Det er lagt inn 3,2% høyere vekst pr. år i prognoseperioden, og en langsiktig vekst på 3%. Dette viser at vekstforutsetninger ikke har veldig mye å si for prising av aksjen.

### 9.3 Verdi ved ulike avkastningskrav

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

WACC	Prognose	Scenario 1	Scenario 2
<b>5%</b>	72	66	80
<b>6%</b>	62	57	69
<b>7%</b>	55	51	61
<b>8%</b>	50	47	55
<b>9%</b>	46	43	50
<b>10%</b>	42	40	46

Tabell 32 Ulike avkastningskrav og påvirkningen på verdien ved ulike scenarioer

Tabellen viser hvordan eventuelle endringer i det makroøkonomiske bildet som fører til endringer i renter vil påvirke verdien. Siden risikofri rente er en viktig del i beregningen av WACC, vil også verdivurderingen av XXL være påvirket av denne. Som det kommer frem i tabellen, så er verdivurderingen noe sensitiv for endringer i WACC.



## 10. KOMPARATIV VERDSETTELSE

I denne type verddivurdering estimeres aksjeverdien til et selskap basert på en bransjemultiplikator. Vi trenger derfor et utvalg av selskaper som er komparative med XXL. Til dette formålet er selskapene nødt til å være børsnoterte. Siden Sports Direct er det eneste komparative selskapet vi har introdusert tidligere som er børsnotert, velger vi å benytte oss av andre aktører i Europa og USA. Dermed velger vi å inkludere den britiske sportskjeden JD Sports Fashion Plc, Foot Locker og Dick's Sporting Goods. JD Sports er et sportsmoteselskap med 2 400 butikker i Europa og Asia (JD Sports Fashion plc, u.d.). Foot Locker opererer med 3 221 butikker i 27 land, og er kjent for å være *en ledende detaljforhandler med det siste av atletisk fottøy og klær* (Foot Locker, 2018). Dick's Sporting Goods har over 850 butikker i USA (Dick's Sporting Goods, 2018).

Sports Direct, JD Sports og Dick's Sporting Goods har flest driftsmessige likhetstrekk med XXL. Alle disse kjedene tilbyr kjente merkevarer og har et stort utvalg innen sportsartikler. Foot Locker har hovedsakelig sitt fokus på atletisk fottøy. En svakhet ved å bruke disse selskapene er at de geografiske ulikhetene kan påvirke sammenligningen i negativ retning, men alle disse kjedene betegnes som sportsaktører og anses dermed som komparative selskaper for XXL. På grunn av tid til rådighet, har vi besluttet å ikke omgruppere og normalisere regnskapene til de respektive selskapene, noe som vil senke troverdigheten til estimatene våre. Estimaten er basert på tall for 2018 fra årsrapportene i selskapene.

## 10.1 Pris/Bok (P/B)

P/B viser forholdet mellom en aksje sin markedsverdi og bokført verdi av egenkapitalen. Forholdstallet kan gi en indikasjon på selskapets evne til verdiskapning (Kaldestad & Møller, 2011). En høy P/B betyr at markedet forventer at selskapet skal skape høy avkastning på sine eiendeler.

P/B	XXL	Sports Direct (GBP)	Foot Locker (USD)	Dick's Sporting Goods (USD)	JD Sports Fashion (GBP)
Bokført egenkapital	3 710	1 214	2 506	1 904	775
Utestående aksjer	139 096 077	527 793 623	112 310 616	70 519 000	973 233 160
Bokført egenkapital per aksje	26,67	2,30	22,31	27,00	0,80
Markedspris per aksje	26,60	2,97	55,27	36,29	6,32
Pris/Bok	1,00	1,29	2,48	1,34	7,94
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>2,81</b>				
<b>Verdiestimat</b>	<b>74,94</b>				

Tabell 33 Verdiestimat ved bruk av en (P/B) multiplikator på XXL aksjen

Tabell 33 viser P/B multiplikator til de komparative selskapene og XXL. XXL skiller seg ut med det laveste forholdstallet på 1,00. Dette sier at selskapet har dårligere evne til verdiskapning enn de andre selskapene, og at investorene ikke ser for seg fremtidig verdiskapning. En P/B lik 1 indikerer også at børskursen til aksjen på verdsettelsestidspunktet er lik bokført verdi. Bransjesnittet ligger på 2,81. Med utgangspunkt i denne og den bokførte egenkapitalen pr. aksje til selskapet, beregner vi verdiestimatet til å være 74,94 NOK.

## 10.2 Pris/Fortjeneste (P/E)

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

P/E	XXL	Sports Direct (GBP)	Foot Locker (USD)	Dick's Sporting Goods (USD)	JD Sports Fashion (GBP)
Markedspris pr. aksje	26,60	2,97	55,27	36,29	6,32
Resultat etter skatt	237	28	541	320	236
Utestående aksjer	139 096 077	527 793 623	112 310 616	70 519 000	973 233 160
Fortjeneste per aksje	1,70	0,05	4,82	4,54	0,24
<b>P/E</b>	<b>15,61</b>	<b>56,80</b>	<b>11,47</b>	<b>8,00</b>	<b>26,02</b>
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>23,58</b>				
<b>Verdiestimat</b>	<b>40,18</b>				

Tabell 34 Verdiestimat ved bruk av en (P/E) multiplikator på XXL aksjen

Som tabell 34 viser, har Sports Direct det klart høyeste forholdstallet av de komparative selskapene. Dette kan indikere at selskapet er priset før høyt på børsen, eller at aksjonærer har stor tro på fortjeneste i fremtiden sammenlignet med de komparative selskapene. XXL har et forholdstall på 15,61, noe som viser at investorene er tilbøyelige til å betale 15,61 for hver krone selskapet skaper i fortjeneste. Med utgangspunkt i gjennomsnittlig P/E for bransjen og fortjeneste pr. aksje for XXL, beregner vi verdiestimatet til å være 40,18 NOK.

## 10.3 EV/EBIT

EV/EBIT viser forholdet mellom selskapsverdien og driftsresultatet. Dette forholdstallet kan være et nyttig verktøy ved sammenligning av selskap, siden man kan sammenligne virksomheter med ulik belåningsgrad. Dersom forholdstallet er høyt, indikerer det at det er behov for mye kapital for å generere driftsoverskudd.

EV/EBIT	XXL	Sports Direct (GBP)	Foot Locker (USD)	Dick's Sporting Goods (USD)	JD Sports Fashion (GBP)
Markedsverdi EK	3 700	1 568	6 207	2 559	6 151
Langsiktig gjeld	1 122	926	550	778	110
Kontanter og kontantekvivalenter	194	360	891	114	348
EV	4 628	2 134	5 866	3 224	5 913
EBIT	352	217	699	445	296
<b>EV/EBIT</b>	<b>13,15</b>	<b>9,83</b>	<b>8,39</b>	<b>7,25</b>	<b>19,98</b>
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>11,72</b>				
<b>Verdiestimat</b>	<b>22,99</b>				

Tabell 35 Verdiestimat ved bruk av en (EV/EBIT) multiplikator på XXL aksjen

Tabell 35 viser at XXL har en høy EV/EBIT. Kun JD Sports Fashion har et høyere forholdstall. Det høye forholdstallet indikerer at XXL ikke evner å dra nytte av sin netto driftskapital like godt som de andre bedriftene. Verdiestimatet ved bruk av dette forholdstallet er beregnet til å være 22,99 NOK. Dette kan indikere at selskapet er overpriset på børs.

## 10.4 EV/Salg

Dette forholdstallet måler verdien av selskapet i forhold til inntektene som blir generert (Damodaran, 2012), og blir ofte brukt av analytikere, siden salgsinntekter er vanskelig å manipulere.

EV/Salg	XXL	Sports Direct (GBP)	Foot Locker (USD)	Dick's Sporting Goods (USD)	JD Sports Fashion (GBP)
EV	4 628	2 134	5 866	3 224	5 913
Salgsinntekter	9 475	3 360	7 939	8 437	3 161
EV/Salg	0,49	0,64	0,74	0,38	1,87
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>0,82</b>				
<b>Verdiestimat</b>	<b>49,39</b>				

Tabell 36 Verdiestimat ved bruk av en (EV/Salg) multiplikator på XXL aksjen

Tabell 36 viser at XXL har et forholdstall på 0,49, og ved bruk av EV/Salg multiplikatoren ble den estimerte verdien for XXL på 49,39 NOK. Dette indikerer at selskapet er underpriset på børs.

## 10.5 Oppsummering av komparativ verdsettelse

Multipel	Estimat
<b>P/B</b>	74,94
<b>P/E</b>	40,18
<b>EV/EBIT</b>	22,99
<b>EV/Salg</b>	49,39

Tabell 37 Oppsummeringen av komparativ verdsettelsen, estimert verdi på XXL aksjen

Vi ser i tabell 37 at verdien på XXL sin aksje varierer fra 22,99 NOK til 74,94 NOK. På verdsettelsestidspunktet var aksjeprisen ca. 34 NOK. EV/EBIT tar ikke hensyn til forskjeller i

risiko, framtidig kapitalbehov og ulik regnskapspraksis, mens EV/Salg fungerer best mellom selskap som har samme produktsammensetning og fortjeneste per produkt (Kaldestad & Møller, 2011). For å finne et verdiestimat i den komparative verdsettelsen, beregner vi median til estimatene fra de fire modellene. Dette gir et estimat på XXL sin aksje på 44,78 NOK. Sammenlignet med børskursen på verdsettelsestidspunktet, indikerer det at markedet undervurderer verdien av XXL.

Multipel	Estimat
P/B	74,94
P/E	40,18
EV/EBIT	22,99
EV/Salg	49,39
<b>Median</b>	<b>44,78</b>

Tabell 38 Oppsummering av komparativ verdsettelsen med beregning av median

Siden vi har gjort et fritt utvalg av komparative selskap, har vi ingen garanti for at de utvalgte selskapene representerer «gjennomsnittsselskapene» i bransjen. Det betyr at de estimerte multiplene kan være både høyere og lavere enn det vi har beregnet.

Den komparative verdsettelsen er som nevnt en supplerende metode til den fundamentale verdivurderingen. En vurdering av estimatene fra de to metodene, i tillegg til det vi anser som det endelige estimatet på XXL sin aksje, kommer vi tilbake til i konklusjonen.

## 11. KONKLUSJON

Denne studiens formål har vært å estimere verdien av XXL ASA. Oppgaven skulle svare på følgende problemstilling:

### **Hva er verdien av XXL ASA?**

Vi har beregnet verdien ved å bruke en FCFF-modell. Basert på selskapets historiske underliggende økonomiske og strategiske forhold, har vi utarbeidet prognoser for årene 2019-2026. Et gjennomsnittlig avkastningskrav til totalkapitalen er beregnet for å estimere en alternativkostnad for en investering med tilnærmet lik risiko som XXL.

XXL er et selskap som har hatt betydelig vekst i omsetning siden oppstarten i 2001. På verdsettelsestidspunktet har de åpnet 82 varehus i Norden og Østerrike. Våre prognoser indikerer at veksten i Norden vil stagnere, men at XXL vil fortsette å vokse i Mellom-Europa.

Basert på våres prognoser og forutsetninger er verdien av egenkapitalen til XXL ASA beregnet til ca. 7,4 milliarder NOK. Dette gir en verdi per aksje på ca. 53 NOK. På verdsettelsestidspunktet handles aksjen for ca. 34 NOK. Basert på våres prognoser er aksjen underpriset, og det er en mulig oppgang på ca. 56%.

Oppgaven ønsket også å estimere hvor stor innvirkning vekstforutsetninger har på verdien av aksjen. Verdien av egenkapitalen og aksjen ble estimert med forventning om 0% vekst fra og med 2020. Dermed antas det at XXL ikke vil etablere nye varehus i fremtiden. Under disse forutsetningene ble verdien på aksjen estimert til ca. 50 NOK per aksje, noe som tilsvarer en reduisering på ca. 7%. Det ble også beregnet en verdi der det ble lagt inn høyere vekstforutsetninger i modellen. Veksten for hvert år ble justert opp med 3,2%, og den langsiktige veksten ble justert opp fra 1,6% til 3%. Under disse forutsetningene ble verdien av aksjen estimert til ca. 59 NOK per aksje. Dette er en økning på ca. 10% fra de originale prognosene. Dette viser at prising av aksjen er lite sensitiv for vekstforutsetninger. Endringer på avkastningskrav gir derimot større utslag i verdivurderingen av selskapet.

Videre ga den komparative analysens verdivurdering en anslått verdi på ca. 45 NOK per aksje. Altså gir den komparative analysen et litt lavere estimat, men fortsatt høyere enn dagens børspreis. På bakgrunn av dette vurderes det derfor slik at XXL ASA er underpriset av markedet.

## 11.1 Handlingsstrategi

Selv om det finnes usikkerhet knyttet til våre beregninger, vil vi avslutningsvis forslå en handlingsstrategi. Dette gjøres på bakgrunn av et hold-intervall på +/- 10% av børskursen. Det vil si at vi gir en holdanbefaling om verdiestimatet ligger innenfor dette estimatet. Dersom verdiestimatet er høyere (lavere) enn børskursen, gir vi en kjøpsanbefaling (salgsanbefaling).

Anbefaling	Selg	Hold	Kjøp
<b>Verdiestimat</b>	< 30,5	30,5 – 37,3	< 37,3

Tabell 39 Handlingsstrategi for XXL- aksjen

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



## REFERANSELISTE

BI, 2018. *Norsk kundebarometer*. [Internett]

Available at: <https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/resultater-2018/>

[Funnet 18 Februar 2019].

Brækhus, L. A., 2016. *XXL måtte fjerne løfte om «prisgaranti» fra nettside*. [Internett]

Available at: <https://www.abcnyheter.no/penger/naeringsliv/2016/11/15/195256792/xxl-matte-fjerne-lofte-om-prisgaranti-fra-nettside>

[Funnet 15 Februar 2019].

Chen, J., 2019. *Mean Reversion Definition*. [Internett]

Available at: <https://www.investopedia.com/terms/m/meanreversion.asp>

[Funnet 22 April 2019].

Dagens Næringsliv, 2018. *Omsetningen i sportsbransjen klatrer*. [Internett]

Available at: <https://www.dn.no/handel/sportsbransjen/norsk-sportsbransjeforening/den-norske-turistforening/omsetningen-i-sportsbransjen-klatrer/2-1-247021>

[Funnet 21 Januar 2019].

Dahl, M., 2017. *Konkurransen hardner til i Østerrike*. [Internett]

Available at: <http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/konkurransen-hardner-til-i-osterrike>

[Funnet 23 Januar 2019].

Dahl, M., 2017. *Sportsbransjen vokste med 6,6% i fjor*. [Internett]

Available at: <http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/svak-vekst-for-sportskjedene-i-fjor>

[Funnet 21 Januar 2019].

Dahl, M., 2017. *Tøffe tider, men godt fjorår finske sportsbutikker*. [Internett]

Available at: <http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/toffe-tider-men-godt-fjorar-finske-sportsbutikker>

[Funnet 22 Januar 2019].

Dahl, M., 2017. *XXL vokser mest i Sverige*. [Internett]

Available at: <http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/xxl-vokser-mest-i-sverige>

[Funnet 21 Januar 2019].

Dahl, M., 2018. *Svak vekst for sportskjedene i fjor*. [Internett]

Available at: <http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/svak-vekst-for-sportskjedene-i-fjor>

[Funnet 21 Januar 2019].

Damodaran, A., 2012. *Investment Valuation (Third Edition)*. Hoboken: John Wiley & Sons.

Damodaran, A., 2017. *Narrative and Numbers: The Value of Stories in Business*. New York: Columbia University Press.

- Dick's Sporting Goods, 2018. *2018 Annual Report*. [Internett]  
Available at: <http://investors.dicks.com/interactive/newlookandfeel/4193280/2018AnnualReport.pdf>  
[Funnet 2 Mai 2019].
- Easterby-Smith, M., Thorpe, R. & Jackson, P. R., 2015. *Management and Business*. London: SAGE publications.
- E24, 2010. *Tjener 750 mill. på XXL-salg*. [Internett]  
Available at: <https://e24.no/naeringsliv/tjener-750-mill-paa-xxl-salg/3675604>  
[Funnet 15 Januar 2019].
- Ekeseeth, F. C., 2015. *Selger seg ut av XXL*. [Internett]  
Available at: <https://www.dn.no/investeringer/oppkjopsfond/eqt/xxl/selger-seg-ut-av-xxl/1-1-5456538>  
[Funnet 15 Januar 2019].
- European Commission, 2018. *New Eurobarometer on sport and physical activity*. [Internett]  
Available at: [https://ec.europa.eu/sport/news/2018/new-eurobarometer-sport-and-physical-activity\\_en](https://ec.europa.eu/sport/news/2018/new-eurobarometer-sport-and-physical-activity_en)  
[Funnet 13 Februar 2019].
- Fama, E. F. & French, K. R., 1993. Common risk factors in the returns of stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, pp. 33(1) pp. 3-56.
- FN, 2016. *Østerrike*. [Internett]  
Available at: <https://www.fn.no/Land/Oesterrike>  
[Funnet 10 Februar 2019].
- FN, 2018. *Danmark*. [Internett]  
Available at: <https://www.fn.no/Land/Danmark>  
[Funnet 9 Februar 2019].
- FN, u.d. *Arbeidsledighet*. [Internett]  
Available at: <https://www.fn.no/Statistikk/Arbeidsledighet>  
[Funnet 8 Februar 2019].
- FN, u.d. *BNP per innbygger*. [Internett]  
Available at: <https://www.fn.no/Statistikk/BNP-per-innbygger>  
[Funnet 8 Februar 2019].
- Fondsfinans, 2018. *Økonomiske utsikter 2018*. [Internett]  
Available at: <https://www.fondsfinans.no/content/2018/01/%C3%98konomiske-utsikter-2018.pdf>  
[Funnet 9 Februar 2019].
- Foot Locker, 2018. *Foot Locker, INC - 2018 Annual Report*. [Internett]  
Available at: [https://www.footlocker-inc.com/content/dam/flincfoundation/footlockerinc\\_documents/annual-](https://www.footlocker-inc.com/content/dam/flincfoundation/footlockerinc_documents/annual-)

[reports/Foot Locker 2018 Annual Report-Final-POSTING%2004-12-19.pdf](#)  
[Funnet 2 Mai 2019].

Forbrukerrådet, 2019. *Hvilke sportskjeder har de beste ordningene?*. [Internett]  
Available at: <https://www.forbrukerradet.no/guide/no-guidekategori/hvilke-sportskjeder-har-de-beste-ordningene/>  
[Funnet 23 Februar 2019].

Friedman, M., 1953. *Essays in Positive Economics*. Chicago: The University of Chicago.

Gjendem, C. S., 2015. *Finland har eksepsjonelt dårlige økonomiske utsikter*. [Internett]  
Available at: <https://e24.no/makro-og-politikk/finland-har-eksepsjonelt-daarlige-oekonomiske-utsikter/23413001>  
[Funnet 10 Februar 2019].

Haugen, S. O., 2013. *XXL til Finland*. [Internett]  
Available at: <https://www.hegnar.no/Nyheter/Naeringsliv/2013/06/XXL-til-Finland>  
[Funnet 22 Januar 2019].

Haugen, T. K., 2018. *Tøft kvartal for XXL, men netthandelen vokser*. [Internett]  
Available at: <https://no.ehandel.com/artikler/toft-kvartal-for-xxl-men-netthandelen-vokser/449428>  
[Funnet 14 Februar 2019].

Helsedirektoratet, 2017. *Nøkkeltall for helse- og omsorgssektoren*. [Internett]  
Available at: <https://helsedirektoratet.no/Lists/Publikasjoner/Attachments/1430/Nokkeltall-for-helsesektoren-2016-IS-2712.pdf>  
[Funnet 8 Februar 2019].

Hopland, S., 2018. *Mener XXL burde snakket om retailkrasjet for ett år siden*. [Internett]  
Available at: <https://e24.no/boers-og-finans/xxl/mener-xxl-burde-snakket-om-retailkrasjet-for-ett-aar-siden/24474227>  
[Funnet 14 Februar 2019].

Hopland, S., 2019. *Napper av omsetningen i alle ledd*. [Internett]  
Available at: <https://e24.no/naeringsliv/nisjene-spiser-av-sportsbransjens-netthandel-napper-av-omsetningen-i-alle-ledd/24561782>  
[Funnet 18 Februar 2019].

Hopland, S. & Høgseth, M. H., 2018. *E24*. [Internett]  
Available at: <https://e24.no/naeringsliv/xxl/xxl-varsler-black-friday-smell-fersk-toppsjef-gaar-av/24521642>  
[Funnet 20 Februar 2019].

- Hopland, S. & Nilsen, A. A., 2018. *XXL-aksjen stupte 30 prosent*. [Internett]  
Available at: <https://e24.no/boers-og-finans/xxl-aksjen-stuper-37-prosent-etter-negativt-resultatvarsel-og-sjefsavgang/24522091>  
[Funnet 20 Februar 2019].
- Hvamstad, E., 2014. *Disse er billigst på sportsutstyr*. [Internett]  
Available at: <https://www.hegnar.no/Nyheter/Migrert/2014/04/Disse-er-billigst-paa-sportsutstyr>  
[Funnet 23 Februar 2019].
- IEH, 2017. *Fersk rapport om status på etisk handel i Norge lansert*. [Internett]  
Available at: <http://etiskhandel.no/Artikler/13836.html>  
[Funnet 15 Februar 2019].
- JD Sports Fashion plc, u.d. *Company Information*. [Internett]  
Available at: <https://www.jdplc.com/company-information/executive-chairman-statement.aspx>  
[Funnet Mai 2 2019].
- Jensen, T., 2014. *Dette er den nye skinny-jeansen*. [Internett]  
Available at: <https://www.klikk.no/mote/detnye/shopping/dette-er-den-nye-skinny-jeansen-2842701>  
[Funnet 13 Februar 2019].
- Johannessen, A., Tufte, P. A. & Kristoffernsen, L., 2004. *Introduksjon til samfunnsvitenskapelig metode*. Oslo: Abstract forlag.
- Johnson, G. et al., 2017. *Exploring Strategy*. Eleventh Edition red. s.l.:Pearson Education Limited.
- Joppe, M., 2000. The Research Process. *The Quantitative Report Journal*, pp. 8(4), pp. 597-607.
- Kaldestad, Y. & Møller, B., 2011. *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Fagbokforlaget.
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D., 2010. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (Fifth Edition)*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
- Løhre, M., 2014. *XXL vokser mest i verden*. [Internett]  
Available at: <https://e24.no/naeringsliv/xxl/xxl-vokser-mest-i-verden/23322817>  
[Funnet 25 Februar 2019].
- Lie, E. & Lie, H. J., 2002. Multiples Used to Estimate Corporate Value. *Financial Analyst Journal*, pp. pp. 44-54.
- Linblad, J., 2018. *Optimistisk prognos från SEB*. [Internett]  
Available at: <https://www.di.se/nyheter/optimistisk-prognos-fran-seb/>  
[Funnet 9 Februar 2019].

- Liu, J., Nissim, D. & Thomas, J., 2001. *Equity Valuation Using Multiples*. [Internett]  
Available at: [https://www0.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/318/Equity\\_Valuation\\_Using\\_Multiples.pdf](https://www0.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/318/Equity_Valuation_Using_Multiples.pdf)  
[Funnet 18 Januar 2019].
- LO, 2017. *Blikk på Norden*. [Internett]  
Available at: <https://www.lo.no/contentassets/99c4d59c42ea4defbcec6c665b275024/nr.08---blikk-pa-norden.pdf>  
[Funnet 9 Februar 2019].
- McKinsey Global Institute, 2014. *Overcoming obesity: An initial economic analysis*, s.l.: McKinsey & Company.
- Moe, S. & NTB, 2017. *Norge faller fra BNT-toppen*. [Internett]  
Available at: <https://e24.no/makro-og-politikk/oljebremsen/norge-faller-fra-bnp-toppen/24213589>  
[Funnet 8 Februar 2019].
- Nærings- og fiskeridepartementet, 2018. *Meld. St. 9 (2018–2019)*. [Internett]  
Available at: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-9-20182019/id2620696/?q=Avgiftsfri%20innf%C3%B8rsel%20av%20varer>  
[Funnet 8 Februar 2019].
- Nissen-Meyer, J., 2014. *XXL-gründeren til E24: -Du må ikke være for glad i pengene dine*. [Internett]  
Available at: <https://e24.no/naeringsliv/xxl/xxl-gr-nderen-til-e24-du-maa-ikke-vaere-for-glad-i-pengene-dine/23307678>  
[Funnet 27 Februar 2019].
- Nordisk samarbeid, 2017. *Nordisk statistikk 2017: Norden har overskudd*. [Internett]  
Available at: <https://www.norden.org/no/news/nordisk-statistikk-2017-norden-har-overskudd>  
[Funnet 8 Februar 2019].
- Nordisk samarbeid, 2018. *Nordisk statistikk 2018*. [Internett]  
Available at: <http://norden.diva-portal.org/smash/get/diva2:1257982/FULLTEXT01.pdf>  
[Funnet 9 Februar 2019].
- Norges Bank, 2018. *Norges Bank*. [Internett]  
Available at: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>  
[Funnet 26 Januar 2019].
- NTB, 2018. *Omsetningen i sportsbransjen klatrer*. [Internett]  
Available at: <https://www.dn.no/handel/sportsbransjen/norsk-sportsbransjeforening/den-norske-turistforening/omsetningen-i-sportsbransjen-klatrer/2-1-247021>  
[Funnet 28 Januar 2019].

OECD, 2018. *Austria*. [Internett]

Available at: <https://www.oecd.org/eco/outlook/economic-forecast-summary-austria-oecd-economic-outlook.pdf>

[Funnet 10 Februar 2019].

OECD, 2018. *Denmark*. [Internett]

Available at: <https://www.oecd.org/eco/outlook/economic-forecast-summary-denmark-oecd-economic-outlook.pdf>

[Funnet 9 Februar 2019].

OECD, 2018. *Sweden*. [Internett]

Available at: <https://www.oecd.org/eco/outlook/economic-forecast-summary-sweden-oecd-economic-outlook.pdf>

[Funnet 9 Februar 2019].

Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R. & Stowe, J. D., 2015. *Equity Asset Valuation*. Third Edition red. s.l.:CFA Institute Investment Series.

Porter, M. E., 1980. *Competitive strategy*. New York: Free Press. s.l.:s.n.

Postnord, 2018. *Netthandel i Norden 2018*. [Internett]

Available at: <https://www.nettpilot.no/wp-content/uploads/2018/09/postnord-ehandelsrapport-2018.pdf>

[Funnet 14 Februar 2019].

PwC, 2018. *Risikopremien i det norske markedet*. [Internett]

Available at: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/PwC-risikopremie-2018.pdf>

[Funnet 26 Januar 2019].

Regjeringen, 2018. *God vekst i norsk økonomi - mars 2018*. [Internett]

Available at: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/dep/fin/nyheter/2018/oppdaterte-anslag-for-norsk-okonomi/god-vekst-i-norsk-okonomi/id2593404/>

[Funnet 9 Februar 2019].

Reilly, F. K. & Brown, K. C., 2012. *Investment Analysis and Portfolio Management (10th edition)*. [Internett]

Available at:

[https://s3.amazonaws.com/sitebooks/Long+Term+Investing/Investment+Analysis+and+Portfolio+Management+\(2012\).pdf](https://s3.amazonaws.com/sitebooks/Long+Term+Investing/Investment+Analysis+and+Portfolio+Management+(2012).pdf)

[Funnet 18 Januar 2019].

Reuters, L. F., 2018. *Austrian economic growth to hold steady this year, then slow: central bank*. [Internett]

Available at: <https://uk.reuters.com/article/us-austria-economy-forecasts/austrian-economic-growth-to-hold-steady-this-year-then-slow-central-bank-idUKKBN1OD0Y9>

[Funnet 10 Februar 2019].

- Ripegut, H., 2018. *Kjempenedtur for G-sport - XXL suser forbi*. [Internett]  
Available at: <https://www.nettavisen.no/na24/kjempenedtur-for-g-sport---xxl-suser-forbi/3423420484.html>  
[Funnet 20 Februar 2019].
- Ritzau, 2016. *Dansk økonomi fik dårligere 2015 og bedre 2016 end forventet*. [Internett]  
Available at: <https://www.berlingske.dk/oekonomi/dansk-oekonomi-fik-daarligere-2015-og-bedre-2016-end-forventet>  
[Funnet 9 Februar 2019].
- Ross, S. A., 1976. *The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*. *Journal of Economic*. [Internett]  
Available at: <https://www.top1000funds.com/wp-content/uploads/2014/05/The-Arbitrage-Theory-of-Capital-Asset-Pricing.pdf>  
[Funnet 27 Januar 2019].
- Rustad, M. E., 2017. *Nike Store åpner butikk i Oslo*. [Internett]  
Available at: <https://www.minmote.no/#!/artikkel/24095749/nike-store-aapner-butikk-i-oslo>  
[Funnet 20 Februar 2019].
- Scheemaekere, X. D., 2009. The epistemology of modern finance. *The Journal of Philosophical Economics*, pp. 2(2) pp. 99-120.
- Skomakerstuen, B., 2017. *Det selges sportsutstyr som aldri før*. [Internett]  
Available at: <https://no.ehandel.com/artikler/det-selges-sportsutstyr-som-aldri-for/381758>  
[Funnet 28 Januar 2019].
- Skomakerstuen, B., 2018. *Norsk sportskjempe er på offensiven i Østerrike*. [Internett]  
Available at: <https://no.ehandel.com/artikler/norsk-sportskjempe-er-pa-offensiven-i-osterrike/430239>  
[Funnet 23 Januar 2019].
- SNL, 2014. *stordriftsfordeler*. [Internett]  
Available at: <https://snl.no/stordriftsfordeler>  
[Funnet 18 Februar 2019].
- SNL, 2018. *Substitutt*. [Internett]  
Available at: <https://snl.no/substitutt>  
[Funnet 18 Februar 2019].
- Solem, L. K. & Kaspersen, L., 2017. *XXL frir til idrettsforeldre:- En game changer*. [Internett]  
Available at: <https://www.dn.no/handel/xxl-frir-til-idrettsforeldre-en-game-changer/2-1-195022>  
[Funnet 22 Januar 2019].

- Solem, L. K., 2016. *Nå skal XXL ekspandere hit*. [Internett]  
Available at: <https://www.dn.no/xxl/gresvig/xxl-gresvig/fredrik-steenbuch/na-skal-xxl-ekspandere-hit/1-1-5754328>  
[Funnet 20 Februar 2019].
- Solem, L. K., 2017. *For mange butikker*. [Internett]  
Available at: <https://www.dn.no/handel/gjelsten/sport-1/xxl/-for-mange-butikker/2-1-84659>  
[Funnet 18 Februar 2019].
- Solem, L. K., 2018. *Over og ut for MX Sport*. [Internett]  
Available at: <https://www.dn.no/handel/sportsbransjen/mx-sport/torbjorn-fjelland/over-og-ut-for-mx-sport/2-1-419982>  
[Funnet 20 Februar 2019].
- Solem, L. K. & Kleppe, M. K., 2015. *Konkurshopp i sportsbransjen*. [Internett]  
Available at: <https://www.dn.no/handel/sport/resultater/xxl/konkurshopp-i-sportsbransjen/1-1-5367360>  
[Funnet 20 Februar 2019].
- Sportsbransjen, 2007. *Sportsbransjen 2007*. [Internett]  
Available at: <http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/69/pdf/sb2007.pdf>  
[Funnet 15 Januar 2019].
- Sportsbransjen, 2013. *Sportsbransjen Bransjeoppdatering 2013*. [Internett]  
Available at: <http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/63/pdf/sportbransjen-2013-oppsummert.pdf>  
[Funnet 15 Januar 2019].
- Sportsbransjen, 2014. *Bransjeoppdatering 2014*. [Internett]  
Available at: <http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/72/pdf/Sportbransjen-2014-oppsummert.pdf>  
[Funnet 21 Januar 2019].
- Sportsbransjen, 2015. *Bransjeoppdatering 2015*. [Internett]  
Available at:  
<http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/76/pdf/Sportbransjen%202015%20oppsummert%20.pdf>  
[Funnet 21 Januar 2019].
- Sportsbransjen, 2018. *Sportsbransjen 2018*. [Internett]  
Available at:  
[http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/86/pdf/Sportbransjen%202018\\_PDF\\_8d8017271aec43b38aadaf0d60bb88c9.pdf](http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/86/pdf/Sportbransjen%202018_PDF_8d8017271aec43b38aadaf0d60bb88c9.pdf)  
[Funnet 21 Januar 2019].
- Sportsfack, 2014. *Stadium fortsatt i topp bland kedjorna*. [Internett]  
Available at: <http://www.sportfack.se/artiklar/artiklar/20140414/stadium-fortsatt-i-topp>  
[Funnet 21 Januar 2019].



- SSB, 2016. *Vi trener mer enn før*. [Internett]  
Available at: <https://www.ssb.no/kultur-og-fritid/artikler-og-publikasjoner/vi-trener-mer-enn-for>  
[Funnet 13 Februar 2019].
- SSB, 2017. *Økonomisk utsyn over året 2017*. [Internett]  
Available at: <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/attachment/342777?ts=1629a5ef850>  
[Funnet 9 Februar 2019].
- SSB, 2018. *Norsk økonomi er nær konjunkturnøytral*. [Internett]  
Available at: <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/norsk-okonomi-er-naer-konjunkturnoytral>  
[Funnet 9 Februar 2019].
- Strandli, A., 2018. *SSB ser kraftig økning i oljeinvesteringene i 2019*. [Internett]  
Available at: <https://www.hegнар.no/Nyheter/Naeringsliv/2018/12/SSB-ser-kraftig-oekning-i-oljeinvesteringene-i-2019>  
[Funnet 9 Februar 2019].
- Suozzo, P., Cooper, S., Sutherland, G. & Deng, Z., 2001. *Valuation Multiples: A Primer*. Warburg: UBS.
- Tidemandsen, Ø., 2014. [Intervju] (3 Oktober 2014).
- Tidemandsen, Ø., 2018. [Intervju] (18 Desember 2018).
- Virke, 2017. *Handelsrapporten 2017/18*. [Internett]  
Available at: <https://www.virke.no/globalassets/tjenester/rapporter/handelsrapporten-2017.pdf>  
[Funnet 19 Februar 2019].
- Virke, 2017. *Treningscenterbransjen 2017*. [Internett]  
Available at:  
<https://www.virke.no/globalassets/bransje/bransjedokumenter/treningscenterbransjen2017.pdf>  
[Funnet 13 Februar 2019].
- Virke, 2018. *Mer bevisste forbrukere*. [Internett]  
Available at: <https://www.virke.no/bransjer/bransjeartikler/mer-bevisste-forbrukere/>  
[Funnet 15 Februar 2019].
- WHO, 2018. *Obesity and overweight*. [Internett]  
Available at: <https://www.who.int/news-room/fact-sheets/detail/obesity-and-overweight>  
[Funnet 8 Februar 2019].
- Williams, J., 1938. *The Theory of Investment Value*. Cambridge: Harvard University.
- XXL, 2016. *XXL ASA Sustainability Report 2016*. [Internett]  
Available at: <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2014/08/XXL-ASA-Sustainability-Report-2016-.pdf>  
[Funnet 26 Februar 2019].

- XXL, 2017. *XXL ASA Annual Report 2017*. [Internett]  
Available at: <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/XXL-ASA-Annual-Report-2017.pdf>  
[Funnet 18 Januar 2019].
- XXL, 2017. *XXL ASA Sustainability Report 2017*. [Internett]  
Available at: <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2014/08/XXL-ASA-Sustainability-Report-2017.pdf>  
[Funnet 15 Februar 2019].
- XXL, 2018. *XXL ASA Annual Report 2018*. [Internett]  
Available at: <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2019/04/XXL-ASA-Annual-Report-2018.pdf>  
[Funnet 24 April 2019].
- XXL, 2018. *XXL ASA - Q4 and full year 2018*. [Internett]  
Available at: <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/Q418-presentation.pdf>  
[Funnet 22 April 2019].
- XXL, 2018. *XXL ASA Sustainability Report 2018*. [Internett]  
Available at: <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2019/04/XXL-ASA-Sustainability-Report-2018.pdf>  
[Funnet 24 April 2019].
- XXL, u.d. *Om XXL*. [Internett]  
Available at: <https://www.xxl.no/dette-er-XXL>  
[Funnet 15 Januar 2019].
- XXL, u.d. *Our Business*. [Internett]  
Available at: <http://www.xxlasa.com/corporate/about/our-business/>  
[Funnet 18 Januar 2019].
- XXL, u.d. *Strategy*. [Internett]  
Available at: <http://www.xxlasa.com/corporate/about/strategy/>  
[Funnet 18 Januar 2019].
- XXL, u.d. *XXL bryr seg om miljøet*. [Internett]  
Available at: <https://www.xxl.no/miljoet>  
[Funnet 8 Februar 2019].
- XXL, u.d. *XXLs kunderfordeler - for din trygghet*. [Internett]  
Available at: <https://www.xxl.no/XXL-garantier>  
[Funnet 18 Januar 2019].
- Yildirim, S. Ø., 2016. *STOR PRISDUELL: Denne sportskjeden er billigst*. [Internett]  
Available at: <https://www.tv2.no/a/8177741/>  
[Funnet 23 Februar 2019].
- Yin, R. K., 2014. *Case Study Research Design and Methods*. Thousand Oaks: SAGE.

# VEDLEGG

## Vedlegg 1: Kursutvikling XXL og OSEBX

XXL			OSEBX		
Date	Price	Returns			
mar.19	28,5	-13,11 %	863,11	-0,25 %	
feb.19	32,8	16,11 %	865,28	3,59 %	
jan.19	28,25	8,24 %	835,31	4,48 %	
des.18	26,1	-40,00 %	799,46	-7,15 %	
nov.18	43,5	0,23 %	860,98	-3,22 %	
okt.18	43,4	3,46 %	889,66	-5,18 %	
sep.18	41,95	-10,08 %	938,26	3,48 %	
aug.18	46,65	-6,70 %	906,69	1,15 %	
jul.18	50	-24,24 %	896,4	1,96 %	
jun.18	66	-11,29 %	879,14	0,41 %	
mai.18	74,4	6,59 %	875,52	1,81 %	
apr.18	69,8	-13,18 %	859,96	6,78 %	
mar.18	80,4	-10,77 %	805,32	-1,76 %	
feb.18	90,1	-5,16 %	819,77	1,08 %	
jan.18	95	11,76 %	811,01	-0,42 %	
des.17	85	1,49 %	814,45	2,21 %	
nov.17	83,75	-4,83 %	796,83	-1,25 %	
okt.17	88	1,44 %	806,95	3,05 %	
sep.17	86,75	11,58 %	783,09	5,84 %	
aug.17	77,75	1,63 %	739,87	1,00 %	
jul.17	76,5	-4,67 %	732,51	4,86 %	
jun.17	80,25	-12,05 %	698,58	-1,66 %	
mai.17	91,25	-1,35 %	710,34	1,82 %	
apr.17	92,5	-1,07 %	697,66	1,43 %	
mar.17	93,5	0,00 %	687,85	-0,35 %	
feb.17	93,5	-1,58 %	690,27	-0,41 %	
jan.17	95	-3,06 %	693,12	1,35 %	
des.16	98	-2,97 %	683,87	4,15 %	
nov.16	101	-2,42 %	656,63	2,89 %	
okt.16	103,5	-5,48 %	638,2	2,49 %	
sep.16	109,5	8,96 %	622,69	0,61 %	
aug.16	100,5	-1,95 %	618,93	1,03 %	
jul.16	102,5	7,89 %	612,63	1,62 %	
jun.16	95	-5,94 %	602,86	-2,34 %	
mai.16	101	3,86 %	617,31	1,82 %	
apr.16	97,25	-3,71 %	606,28	4,94 %	
mar.16	101	2,54 %	577,75	0,92 %	
feb.16	98,5	7,95 %	572,5	2,06 %	
jan.16	91,25	-10,54 %	560,93	-8,08 %	
des.15	102	2,26 %	610,26	-2,94 %	
nov.15	99,75	9,92 %	628,76	2,20 %	
okt.15	90,75	9,34 %	615,24	5,75 %	
sep.15	83	-5,41 %	581,79	-2,07 %	
aug.15	87,75	-2,77 %	594,1	-7,02 %	
jul.15	90,25	4,34 %	638,93	1,56 %	
jun.15	86,5	0,58 %	629,11	-2,57 %	
mai.15	86	7,84 %	645,68	0,99 %	
apr.15	79,75	9,25 %	639,36	3,26 %	
mar.15	73	-3,95 %	619,2	0,58 %	

## Vedlegg 2: Resultatregnskap 2014-2018

<b>Resultatregnskap</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Salgsinntekter	5 212	6 486	7 813	8 709	9 475
Annen driftsinntekt	3	1	-	-	-
<b>Driftsinntekter</b>	<b>5 215</b>	<b>6 487</b>	<b>7 813</b>	<b>8 709</b>	<b>9 475</b>
Varekostnader	3 083	3 908	4 694	5 265	5 938
Lønnskostnader	799	991	1 240	1 416	1 615
Ordinære avskrivninger	80	91	127	159	189
Andre driftskostnader	732	863	1 055	1 201	1 380
<b>Sum kostnader</b>	<b>4 695</b>	<b>5 853</b>	<b>7 116</b>	<b>8 041</b>	<b>9 122</b>
<b>Driftsresultat</b>	<b>521</b>	<b>634</b>	<b>697</b>	<b>668</b>	<b>352</b>
Netto finans	- 182	- 28	- 55	- 42	- 57
Ordinært resultat før skatt	339	606	642	626	295
Skatt på ordinært resultat	77	179	126	114	58
<b>Årsresultat</b>	<b>262</b>	<b>427</b>	<b>516</b>	<b>512</b>	<b>237</b>

### Vedlegg 3: Balanseregnskap 2014-2018

Balanseregnskap	2014	2015	2016	2017	2018
Varemerke	191	191	195	198	198
Egen programvare	20	24	47	43	41
Programvare	10	10	10	12	12
Utsatt skattefordel	-	-	-	6	-
Goodwill	2 734	2 734	2 734	2 734	2 734
<b>Sum Immaterielle eiendeler</b>	<b>2 955</b>	<b>2 959</b>	<b>2 987</b>	<b>2 994</b>	<b>2 985</b>
Pågående bygging	3	8	5	7	4
Maskineri og utstyr	57	54	52	105	75
Tomt og bygninger	8	8	8	7	24
Transport og kjøretøy	1	1	1	1	1
Inventar	404	499	615	737	804
<b>Sum eiendom, anlegg og utstyr</b>	<b>474</b>	<b>569</b>	<b>681</b>	<b>857</b>	<b>909</b>
Andre investeringer	-	-	2	4	9
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>3 529</b>	<b>3 529</b>	<b>3 670</b>	<b>3 855</b>	<b>3 903</b>
Varelager	1 397	1 928	2 610	3 152	3 211
Kundefordringer	93	78	186	180	258
Andre fordringer	192	217	91	195	96
Kontanter og ekvivalenter	222	87	115	314	194
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>1 904</b>	<b>2 310</b>	<b>3 003</b>	<b>3 840</b>	<b>3 760</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>5 333</b>	<b>5 839</b>	<b>6 673</b>	<b>7 695</b>	<b>7 662</b>
Aksjekapital	55	48	38	55	56
Aksjepremie	2 834	2 834	2 834	2 806	2 697
Annen innbetalt egenkapital	-	4	14	23	37
<b>Sum innbetalt kapital</b>	<b>2 890</b>	<b>2 886</b>	<b>2 887</b>	<b>2 885</b>	<b>2 790</b>
Annen egenkapital	330	480	721	961	920
<b>Sum egenkapital</b>	<b>3 219</b>	<b>3 366</b>	<b>3 608</b>	<b>3 846</b>	<b>3 710</b>
Utsatt skatt	52	61	51	42	41
Langsiktig rentebærende gjeld	1 097	1 116	1 051	1 089	1 081
<b>Sum langsiktig gjeld</b>	<b>1 149</b>	<b>1 177</b>	<b>1 102</b>	<b>1 132</b>	<b>1 122</b>
Leverandørgjeld	455	578	639	842	861
Kortsiktig rentebærende gjeld	6	8	563	916	994
Betalbar skatt	75	193	123	143	53
Offentlige avgifter	185	228	255	326	385
Andre kortsiktige forpliktelser	245	289	383	491	538
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>966</b>	<b>1 295</b>	<b>1 963</b>	<b>2 717</b>	<b>2 831</b>
<b>Sum Gjeld</b>	<b>2 114</b>	<b>2 473</b>	<b>3 065</b>	<b>3 849</b>	<b>3 953</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>5 333</b>	<b>5 839</b>	<b>6 673</b>	<b>7 695</b>	<b>7 662</b>

## Vedlegg 4: Komparativ verdsettelse

P/B	XXL	Sports Direct (GBP)	Foot Locker (USD)	Dick's Sporting Goods (USD)	JD Sports Fashion (GBP)
Bokført egenkapital	3 710	1 214	2 506	1 904	775
Antall utestående aksjer	139	528	112	71	973
Bokført egenkapital per aksje	26,67	2,30	22,31	27,00	0,80
Markedspris per aksje	26,60	2,97	55,27	36,29	6,32
Pris/Bok	1,00	1,29	2,48	1,34	7,94
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>2,81</b>				
<b>Verdiestimat</b>	<b>74,94</b>				
Markedsverdi EK	3 700	1 568	6 207	2 559	6 151
Gjeld	1 122	926	550	778	110
Kontanter	194	360	891	114	348
<b>EV</b>	<b>4 628</b>	<b>2 134</b>	<b>5 866</b>	<b>3 224</b>	<b>5 913</b>
<b>EBIT</b>	<b>352</b>	<b>217</b>	<b>699</b>	<b>445</b>	<b>296</b>
EV/EBIT	13,15	9,83	8,39	7,25	19,98
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>11,72</b>				
	3 197,82				
<b>Verdiestimat</b>	<b>22,99</b>				
Resultat etter skatt	237	28	541	320	236
Fortjeneste per aksje	1,70	0,05	4,82	4,54	0,24
P/E	15,61	56,80	11,47	8,00	26,02
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>23,58</b>				
<b>Verdiestimat</b>	<b>40,18</b>				
Salgsinntekter	9 475	3 360	7 939	8 437	3 161
<b>EV/Salg</b>	<b>0,49</b>	<b>0,64</b>	<b>0,74</b>	<b>0,38</b>	<b>1,87</b>
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>0,82</b>				
<b>Verdiestimat</b>	<b>49,39</b>				

