

# Bacheloroppgave

NTNU  
Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet  
Fakultet for økonomi  
NTNU Handelshøyskolen

Kristian Andersen  
Alexander Kolakowski  
Martin Nødtvedt

## Verdsettelse av XXL ASA

Valuation of XXL ASA

Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon

Veileder: Are Oust

April 2022

## Forord

Vi har valgt å skrive om XXL ASA i denne oppgaven på bakgrunn av selskapets spennende bransje innen sport og friluftsliv. Gjennom denne oppgaven ønsker vi å lære mer om hvordan bransjen innen sport og friluftsliv er og hvordan framtidsutsiktene er for denne bransjen med tanke på den økende interessen for netthandel som har oppstått de seneste årene. På bakgrunn av bransjen har vi derfor valgt markedslederen innenfor dette segmentet.

Analysen i oppgaven er utarbeidet på kunnskap som vi har tilegnet oss over en 3-årig bachelor i økonomi og administrasjon med fordypning i Finansiell styring, ved NTNU Handelshøyskolen. Oppgaven tilsvarer 7,5 studiepoeng.

Ved gjennomføring av denne oppgaven har vi fått bruk tverrfaglig bruk av kunnskap fra tidligere fag. Gjennom oppgaven har vi fått prøvd våre egenskaper til å planlegge, samarbeide og diskutere sammen for å lage et sluttprodukt. Vi har lært mye om bransjen til XXL ASA og hva det vil si å verdsette et selskap.

Avslutningsvis ønsker vi å takke vår veileder, Are Oust, for god oppfølging, konstruktive tilbakemeldinger og tilstedeværelse underveis.

April 2022, Trondheim

Alexander Kolakowski

Martin Nødtvedt

Kristian Andersen

## Sammendrag

Vi har som siste oppgave i en bachelor studie i økonomi og administrasjon gjort en verdsettelse av XXL ASA. Problemstillingen til oppgaven har vært å finne verdien til XXL ASA og hva den skal være den 31.12.2021. Vi har hatt som mål å løse oppgaven gjennom å bruke kunnskap vi har lært de siste tre årene og bruke dette til å vurdere om aksjen er priset for høyt, lavt eller riktig priset.

Oppgaven er gjennomført på analyse av data fra bransjen og selskapet. Den strategiske analysen er gjennomført ved hjelp av VRIO-, Pestel og Porters femkraftsmodell med en oppsummering med SWOT-analyse. I den strategiske analysen ser vi at bransjen har sterk konkurranse hos selskapene, omgivelsene er stabile og at XXL klarer å beholde sine markedsandeler takket være varige og midlertidige konkurransefortrinn.

Nåverdimodellen som er brukt til å regne den fundamentale verdien til XXL verdsetter selskapet med en pris på 13,8 NOK per aksje. Det har også blitt gjort en markedsbasert sammenligning av XXL med selskaper som driver i samme bransje, men i andre land. Her har XXL blitt sammenlignet med Footlocker og Dick's Sporting Goods. Den markedsbaserte verdsettelsen er gjort ved å sammenligne multiplikatorene P/E-, P/S- og P/B og her regnes det ut snitt aksjepris på 20,2 NOK. Aksjeprisen på XXL den 31.12.2021 var 14,3 kroner per aksje. Basert på de tallene vi har funnet og analysene som har blitt gjort vurderer vi XXL som riktig priset per nå.

## Abstract

As the last assignment in a bachelor's study in economics and administration, we have completed an assessment of XXL. The problem for the task has been to find the value of XXL and what it should be on 31.12.2021. We have aimed to solve the task by using the knowledge we have learned over the past three years and use this to assess whether the share is priced too high, low, or correctly priced.

The assignment is based on an analysis of data gathered from the industry and from XXL. In the strategic analysis we used VRIO-, Porters five forces and Pestel-analysis and SWOT to sum it all up. The strategic analysis shows that the industry is known for the environment to be stable, big competition between the companies and that XXL keeps its market share, because of the lasting and temporary advantages they have gained.

The present value model is used to calculate the fundamental value of XXL values the company at NOK 13.8 per share. A market-based comparison of XXL has also been made with companies operating in the same industry but other countries. Here, XXL has been compared to Footlocker and Dick's Sporting Goods. The marketbased valuation was made by comparing the multipliers P / E, P / S, and P / B and has calculated an average share price of NOK 20.2. The share price of XXL on 31.12.2021 was NOK 14.3 per share. Based on the figures we have found and the analyzes that have been done, we consider XXL to be correctly priced as of now.

# Innholdsfortegnelse

## Innhold

<b>FORORD</b> .....	<b>II</b>
<b>SAMMENDRAG</b> .....	<b>III</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>IV</b>
<b>1. INNLEDNING</b> .....	<b>- 1 -</b>
BAKGRUNN OG PROBLEMSTILLING .....	- 1 -
<b>2. XXL OG SPORTSBRANSJEN</b> .....	<b>- 3 -</b>
2.1 PRESENTASJON AV XXL .....	- 4 -
2.2 VISJON OG MÅL .....	- 4 -
2.3 HISTORIE .....	- 5 -
2.4 KONKURRENTER .....	- 6 -
<b>3. STRATEGISK ANALYSE:</b> .....	<b>- 7 -</b>
3.1 VALG AV ANALYSE .....	- 7 -
3.2 PORTERS FEMKRAFTSMODELL: .....	- 8 -
3.2.1. <i>Fare for nyetableringer</i> .....	- 8 -
3.2.2. <i>Kundenes (kjøpernes) forhandlingsstyrke</i> .....	- 9 -
3.2.3 <i>Trusler fra substituttprodukter eller- tjenester:</i> .....	- 9 -
3.2.4. <i>Leverandørens forhandlingsmakt</i> .....	- 10 -
3.2.5. <i>Rivaliseringen blant dagens konkurrenter</i> .....	- 10 -
3.3 PESTEL .....	- 11 -
3.3.1 <i>Politiske faktorer</i> .....	- 11 -
3.3.2 <i>Økonomiske faktorer</i> .....	- 11 -
3.3.3 <i>Sosiokulturelle faktorer</i> .....	- 12 -
3.3.4 <i>Teknologiske faktorer</i> .....	- 12 -
3.3.5 <i>Miljømessig faktorer</i> .....	- 13 -
3.3.6 <i>Lovmessige faktorer</i> .....	- 14 -
3.4 VRIO-ANALYSE .....	- 14 -
3.4.1 <i>Verdi</i> .....	- 15 -
3.4.2 <i>Sjelden</i> .....	- 15 -
3.4.3 <i>Ikke-kopierbar</i> .....	- 15 -
3.4.4 <i>Organisering:</i> .....	- 15 -
3.4.5 <i>Logistikk og innkjøp</i> .....	- 16 -
3.4.6 <i>Lokalisering og organisering</i> .....	- 16 -

3.4.7 Omdømme .....	- 17 -
3.4.8 Kompetanse, ansatte og kultur .....	- 18 -
OPPSUMMERING VRIO-ANALYSE .....	- 19 -
3.5 SWOT ANALYSE .....	- 20 -
3.5.1 Strategisk analyse til verdsettelse .....	- 21 -
<b>4. REGNSKAPSANALYSE .....</b>	<b>- 22 -</b>
4.1 RESULTATREGNSKAP .....	- 22 -
4.2 FINANSIERING .....	- 23 -
4.3 LIKVIDITET .....	- 24 -
4.4 SOLIDITET .....	- 25 -
4.5 LØNNSOMHET .....	- 25 -
<b>5. FREMTIDIG KONTANTSTRØM .....</b>	<b>- 27 -</b>
5.1 DRIFTSINNTektene .....	- 27 -
5.2 DRIFTSKOSTNADENE .....	- 28 -
5.3 AVSKRIVNINGER .....	- 29 -
5.4 ARBEIDSKAPITAL .....	- 30 -
5.5 ANLEGGSMIDLER .....	- 30 -
<b>6. AVKASTNINGSKRAV .....</b>	<b>- 31 -</b>
6.1 KAPITALVERDIMODELLEN (CAPM): .....	- 31 -
6.1.1 Risikofri rente .....	- 32 -
6.1.2 Egenkapitalbeta .....	- 32 -
6.1.3 Markedets risikopremie .....	- 33 -
6.1.4 WACC: .....	- 33 -
<b>7. DISKONTERING AV KONTANTSTRØMMER .....</b>	<b>- 34 -</b>
<b>8 MARKEDSBASERT VERDSETTELSE .....</b>	<b>- 36 -</b>
8.1 VALG AV MULTIPLIKATORER OG SAMMENLIGNBARE SELSKAPER .....	- 36 -
8.2 P/E-MULTIPLIKATOR .....	- 37 -
Hva kan vi lære av P/E? .....	- 37 -
Hvordan bruke P/E? .....	- 38 -
8.3 P/S-MULTIPLIKATOR .....	- 38 -
8.4 P/B-MULTIPLIKATOR .....	- 39 -
Hva er P/B egentlig? .....	- 39 -
Hvordan bruke P/B i investeringer? .....	- 39 -
8.5 OPPSUMMERING MARKEDSBASERT ANALYSE .....	- 40 -
<b>9. SENSITIVITETSANALYSE .....</b>	<b>- 40 -</b>

9.1 SENSITIVITETSANALYSE BETA .....	- 41 -
9.2 SENSITIVITETSANALYSE WACC .....	- 42 -
9.3 SENSITIVITETSANALYSE EBITDA.....	- 43 -
<b>10. KONKLUSJON .....</b>	<b>- 44 -</b>
<b>11. KILDELISTE .....</b>	<b>- 46 -</b>

## Tabell-liste

Tabell 1:Vrio.....	- 19 -
Tabell 2:SWOT-analyse .....	- 21 -
Tabell 3:Resultatregnskap .....	- 22 -
Tabell 4:Balanseregnskapet.....	- 23 -
Tabell 5:Finanseringsgrad .....	- 23 -
Tabell 6:Likviditetsgrad .....	- 24 -
Tabell 7:Gjeldsgrad.....	- 25 -
Tabell 8:Totalkapitalrentabilitet.....	- 26 -
Tabell 9:Driftsinntekter .....	- 27 -
Tabell 10:Driftskostnader 2020-2015 .....	- 28 -
Tabell 11:Driftkostnader 2021-2025.....	- 29 -
Tabell 12: Avskrivinger 2020-2016.....	- 29 -
Tabell 13:Avskrivinger 2021-2025 .....	- 30 -
Tabell 14:Arbeidskapital 2020-2016.....	- 30 -
Tabell 15:Arbeidskapital 2021-2025.....	- 30 -
Tabell 16:Investeringer.....	- 31 -
Tabell 17: Avkastningskrav.....	- 32 -
Tabell 18:WACC .....	- 33 -
Tabell 19:Kontantstrøm.....	- 35 -
Tabell 20:Egenprodusert .....	- 35 -
Tabell 21:Sammenligning verdier.....	- 37 -
Tabell 22-Endring i aksjepris ved endring i betaverdier .....	- 41 -
Tabell 23-Endring i aksjepris ved endring i WACC.....	- 42 -
Tabell 24-Endringer i aksjepris ved +-10% endring i EBITDA.....	- 43 -

## Figur-liste

Figur 1:Kundebarometeret 2021 Handelshøyskolen BI.....	- 18 -
Figur 2-Aksjekurs Betaverdier.....	- 41 -
Figur 3- Aksjekurs WACC.....	- 42 -





# 1. Innledning

## Motivasjon

XXL ASA er et selskap som er kjent for de fleste her i Norge. Ved kjøp av sport og friluftsklær er det ofte XXL som tenkes på først. Selskapet har etablert seg som en av de største aktørene innen forbruksvarer for sport, villmark og friluft, men allikevel har ikke alt gått på skinner opp igjennom årene. Selskapet har over årene variert en del i aksjekurs, men fikk seg et betydelig løft under pandemien som følge av en endring i forbrukerens atferd ettersom flere og flere valgte å feriere og være aktive her til lands. Etter pandemien har XXL derimot gått igjennom en kraftig kursmassakre og opplevd en prising på under 10 kr aksjen. Oppgaven vil derfor gi et innblikk i hvorvidt en aksjepris på ca. 10kr (ca. dagens kurs) er rettferdig, og om selskapet derfor tidligere var kraftig overpriset. Tidligere har selskapet stått i 95,13 kr per aksje. Oppgaven vil derfor ta for seg hvorvidt aksjen er underpriset, fair, eller overpriset per dags dato.

Daglig er meglerhusene ute med nye analyser av selskaper og nye kursmål. Det er flere som er kritiske til disse kursmålene da de kan være publisert for å drive kursen litt opp, for å hjelpe en god kunde ut av selskapet og kursen vil deretter falle igjen. Denne analysen vil være helt nøytral og kan for leseren gi et innblikk og tanker rundt prisingen av XXL og selskapets aksjekurs. Oppgaven er derfor ikke skrevet av noen profesjonelle, men kan derimot gi andre tolkninger og synspunkt som kanskje ikke hadde kommet frem hos meglerhusenes analytikere.

## Bakgrunn og problemstilling

Innenfor sport og fritidsbransjen er XXL ASA markedsledende med høyest markedsandel. Til tross for at selskapet er ledende innen sin bransje har kursen og selskapet gått i en berg- og dalbane de siste årene. Selskapet fikk et kursras inn mot Covid-19 pandemien, men som følge forbrukernes endring i atferd og mindre muligheter for reising og stengte treningssentre tok omsetningen og kursen seg raskt opp igjen og aksjekursen nådde en all-time high i oktober 2020. Etter oktober 2020 har vi sett en negativ trend i kursutviklingen over tid.

Vi har sett oss ut følgende problemstilling: «Hva er XXL ASA verdt per 31.12.2021?».

Å utbedre en analyse av XXL ASA med vekt på posisjonen og lønnsomheten selskapet har i dag, vil gi en pekepinn på hvordan man kan redusere risiko ved investeringer i selskapet. Den

fundamentale verdien til selskapet bidrar til at investorer og interessenter kan ta avgjørelser som gagnar selskapet over tid.

### **Avgrensning av oppgaven**

Ved avgrensning av oppgaven har vi valgt å benytte oss av informasjon som er offentlig tilgjengelig for alle. Informasjonen omhandler selskapet, bransjen og viktige interessenter eller omgivelser for XXL. Selve oppgaven og analysen har hovedsakelig bakgrunn i den offentlige tilgjengelige informasjonen fra selskapet selv, som kvartalsrapporter og årsrapporter fra årene 2016 til 2021. For året 2021 har ikke årsrapporten blitt publisert innen oppgaven er ferdig, og rapporten for 2021 er dermed basert på kvartalsrapporten for Q4 2021. Annen offentlig informasjon som er brukt, er artikler fra nettsteder, konkurrenter, informasjon om bransjen og andre tidsskrifter. Selve verdsettelsen og analysen er forankret i det norske markedet, da det er her XXL baserer største del av sin virksomhet. Det brukes derimot eksempler og tall fra utlandet og konkurrenter fra utlandet. Dette fordi det er ingen av konkurrentene i Norge som er børsnoterte. Vi har også utelukkende fokusert på sportsbransjen, som vil si at store børsnoterte selskap som kun driver med salg av klesartikler ikke er tatt med i analysen.

### **Oppgavens struktur**

I innledningen legger vi frem problemstillingen vi har valgt og avgrensninger til oppgaven. Videre legger vi frem informasjon om XXL og bransjen de opererer i, før vi skal foreta en strategisk analyse med Pestel, VRIO, Porters five forces og SWOT-analyse. Deretter skal vi se på regnskapstallene til XXL og beregne nødvendige nøkkeltall ut ifra regnskapet. Etter dette skal den fremtidige kontantstrømmen beregnes, før vi ser på avkastningskravene til XXL og finner CAPM og WACC for selskapet. Basert på det vi har funnet ut skal vi bruke nøkkeltallene til å diskontere kontantstrømmen for å finne en kurs til selskapet basert på regnskapet. Deretter skal vi ha en markedsbasert verdsettelse hvor vi bruker markedet som en indikasjon på hvilken pris XXL bør verdsettes til. Til slutt skal vi foreta en sensitivitetsanalyse for å se hvor sensitive tallene vi har brukt, er for eventuelle endringer før vi trekker en konklusjon på verdsettelsen til XXL.

## 2. XXL og sportsbransjen

I dette avsnittet skal vi se nærmere på XXLs historie, virksomhet og sportsbransjen generelt.

De senere årene, med unntak av 2019, har sportsbransjen vært en bransje i stor vekst. Det har også blitt flere tilbydere på markedet. Alt fra rene spesialister innenfor sportsutstyr, til enda mer bransjespesifikke tilbydere, f.eks. fotballbutikker, men også som et resultat av bransjegliding. Det vil si at de etablerer seg i andre bransjer i tillegg til sin hovedbeskjeftigelse. COOP eksempelvis har etablert seg som en betydelig aktør med i underkant av 6% i markedsandel i 2020.

I starten av 2020 ble Gressvik Retail Group slått konkurs (Norsk Sportbransjeforeningen, 2020). Gruppen hadde store sportskjeder, som G-Sport, G-Max og Intersport og hadde den neste høyeste samlede markedsandelen. Eierne av Sport1 overtok konkursboet og videreførte deler av Gressvik gruppens virksomhet under Intersport kjeden. En konsekvens av dette var at konkurransesituasjonen i den norske sportsbransjen ble betydelig svekket ettersom det nå er to store aktører i XXL og Sport1 og Intersport. Med henholdsvis 34% og 26 og 21 % (altså ca. 47% samlet for Sport1 og Intersport). (Norsk Sportbransjeforeningen, 2022)

Sportsbransjen kjennetegnes av sesongvariasjoner. En vinter med lite snø er dårlig nytt for salg av skiutstyr osv. mens en lang vinter er av negativ betydning for eksempelvis sykkelsalg om våren. Bransjen er også avhengig av den generelle økonomiske situasjonen i samfunnet. Dersom økonomien i samfunnet går bra og konsumentene sitter med penger til rekreasjonsbruk er dette selvsagt positivt for sportsbransjen da en del ønsker å bruke penger på sports- og turutstyr. Dette ble særlig merkbart under koronapandemien da verden i stor grad stengte ned og man hadde dermed ikke mulighet til å bruke penger på eksempelvis uteliv eller utenlandsreiser. Mange så dermed til Norge og ønsker å utnytte naturen i eget land til rekreasjon. Mange sportskjeder meldte om rekordsalg av turklær og turutstyr i denne perioden. Blant annet Intersport, XXL Sport1 og de andre kjedene kunne melde om en økning på nesten 18 prosent i Q2 i 2020 sett opp mot tilsvarende kvartal i 2019 når det kommer til vekst. (Sennesedt, 2020)

Eierskapet i XXL er satt opp med at de fire største eierne til sammen har eierskap på over 40%. Altor invest har størst eierandel med nesten 20%. Dette betyr at mange avgjørelsene som blir gjort for XXL blir gjort av de fire største aksjonere. (XXL ASA, 2022c)

## **2.1 Presentasjon av XXL**

XXL ASA er som sagt per dags dato Nordens største sportsforhandler, med kontorer i Norge, Sverige, Finland og Østerrike. Hovedkontoret er plassert på Alnabru i Oslo. De har per dags dato tre store hovedlager. De er fordelt med et i Norge, et i Sverige og i februar 2021 ble et bygd i Østerrike. XXL har et stort sortiment av de beste kvalitetsmerkene som finnes på markedet. De har flere tusen produkter som varierer fra jaktutstyr til håndballsko. Dette vil de tilby kundene til beste pris på markedet (XXL ASA, 2021b)

XXL har et stort fokus på at verdikjeden deres skal være effektiv og kostnadseffektiv. Dette fører til at XXL har fått til en ressurseffektiv distribusjon. De har bestemt seg for å legge lite fokus på å bygge egen merkevare og legger mye fokus på gode sterke merkevarer til en god pris. XXL bruker en strategi der de kjøper varer i store bulker som har gjort at de får høye EBIDTA marginer. Dette har gjort at XXL har kunne ta markedsandeler og vil bli kunne sett på som en kostnadsleder i sportsbransjen som vil matche de andre konkurrentene sine priser. (XXL årsrapport 2019).

## **2.2 Visjon og mål**

Målet og visjonen til XXL er å være det foretrukne reisemålet for idretten og friluftsentusiaster. XXL er i sports- og utendørssegmentene på markedet. I denne delen av markedet retter de seg mot de aktive menneskene – entusiastene. De som allerede finner glede i sport og friluftsliv aktiviteter, og de som nettopp har startet. Vi ønsker også å bli en komplett destinasjon for sport og friluftsutstyr – et sted de aktivt ønsker å besøke. I rekkefølge for å oppnå det, må vi også bli foretrukket i to andre viktige dimensjoner - av våre leverandører og av våre ansatte. Selskapet har en kultur i organisasjonen som er basert på følgende fire kjerneverdier:

1. Kundeservice - Kunden kommer alltid først og skal prioriteres.
2. Lidenskap - de ansatte skal bry seg om sitt arbeid og å ha entusiasme for sine produkter.
3. Kunnskapsrik - kunnskap er nøkkelen. De skal ha relevant kompetanse innen alle kategorier som XXL representerer - og skal være raus med den kunnskapen.
4. Omsorgsfull - bryr seg oppriktig om kundene, leverandører, miljøet - og om hverandre. Det skal hedres stor sportsånd og feires som et lag.

Selskapet har som en av sine strategier at de skal bruke varehusene og deres big box -konsept til å dra nytte av veksten i bransjen og oppnå en fordel i konkurransebildet (XXL årsrapport, 2020).

## 2.3 Historie

XXL Sport og Villmark ble grunnlagt i år 2000 av Øivind Tidemanden. Tidemanden har de senere årene valgt å trekke seg mer tilbake fra den daglige driften, men er fortsatt styremedlem og en av hovedaksjonærene i XXL per dags dato. Etter at Tidemanden startet XXL i 2000, ble den første XXL butikken åpnet i 2001 i Oslo i NAF-huset. Siden den gang har virksomheten vært en av de raskest voksende sport og friluftsliv virksomhetene i Europa. Innen 2007 hadde de etablert 8 butikker her til lands og skaffet seg en markedsandel på 8%. (XXL ASA, 2021)

Allerede 10 år etter at Tidemanden grunnla virksomheten, ekspanderte de utover nabogrensen og åpnet sin første butikk i Sverige i 2010. I 2012 hadde XXL 18 butikker i Norge og hadde kapret en markedsandel på 20 %. 2 år senere i 2014 ble den første butikken i Finland åpnet og XXL ble også notert på OSBEX til en pris på 58 kr per aksje, som ville si at virksomheten fikk en verdsettelse på ca. 8 milliarder kroner. Siden den gang har de ekspandert til Østerrike og blant annet åpnet varehus i Wien. Dette skjedde i 2017. XXL har fortsatt til gode å åpne et fysisk varehus i Danmark, men har åpnet for nettsalg i nabolandet vårt i 2016.

Siden åpningen av de fysiske varehusene har XXL også satset mer på netthandel de seneste årene, som følge av at verden beveger seg i en mer digital retning. De har nå etablert seg som den største netthandelsplattformen for sport og friluftsliv i Norden, hvor de passerte et online nettsalg på 2 milliarder norske kroner i 2020. For øyeblikket finnes totalt 91 varehus, fordelt på 4 land (Norge, Sverige, Finland og Østerrike). De har også tre sentrale varelagre som skal forsyne landenes varehus og nettsalg med varer. Disse befinner seg på Gardemoen, Örebro og Enzersdorf i Østerrike.

De har per 2021 over 5000 ansatte i de ulike landene. I dag er det Pål Wibe som er CEO, Stein Alexander Eriksen (CFO) og Hugo Maurstad (Styreleder) som danner ledelsen. Maurstad tok over som styreleder i 2019 etter Øivind Tidemanden. Tidemanden ble innvalgt som styreleder i 2010, da EQT Partners kjøpte mesteparten av selskapet fra Tidemanden. (Wikipedia, 2021a)

## 2.4 Konkurrenter

I dette avsnittet skal vi sette søkelys på XXLs konkurrenter som opererer i samme segment, altså sportskjeder og varehus, det betyr at vi ikke går nærmere inn på konkurrenter som hovedsakelig har sitt virke i en annen bransje og har drevet bransjegliding eller som blant annet driver med salg av sportsklær og sportsutstyr over nett. Vi trekker frem tre konkurrenter, som er direkte konkurrenter for XXL. Disse tre er Sport 1, Intersport og Stadion.

Sport 1 er den nest største aktøren i det norske markedet med en markedsandel på 30.5%. Sport 1 ble opprettet på 1990-tallet og er norgesledende i antall butikker. Sport 1 skiller seg fra XXL ved at de i større grad har et spesialiseringsfokus innenfor ulike områder, eksempelvis Milsluker'n butikkene. Sport 1 som er annerledes enn XXL og som også har fått en såpass stor markedsandel i Norge må dermed ansees som en stor konkurrent til XXL. (Sport 1, 2022)

Intersport er i likhet med Sport 1 eid av Sport Holdning AS, noe som gjør konstellasjonen til Norges største med en samlet markedsandel på 47.3% (30.5% + 16.5%). Noe som tilsvarer nesten halvparten av markedsandelene i Norge. Intersport ble kjøpt opp av Sport Holdning AS etter at Gressvik gruppen gikk konkurs og tok over mange av de tidligere butikkene etter konkursen. (SNL, 2021)

Der Sport 1 og Intersport opererer med kjedeløsninger med søkelys på volum og lik utforming representerer Stadion heller det motsatte. Der er ikke noe krav til utforming og selve butikkene kan se veldig annerledes ut, alt ettersom hva som passer inn lokalt. Dersom det er et sted der vintersport er veldig populært, er fokuset i større grad rettet mot dette mens dersom det i stedet er mer sommerlige aktiviteter langs kysten er fokuset i større grad på dette. Fokuset blir på kvalitet, kompetanse og lokal forankring fremfor å satse på standardisering og pris slik som XXL i stor grad gjør. Denne satsningen kan man si har lyktes ettersom Stadion har gått fra en markedsandel på 7% i 2006 til 11.6% i 2021. (Stadion, 2022)

Med andre ord er konkurransen blant de fysiske aktørene på markedet fremdeles til stede. Intersport driver i stor grad likt som XXL, men med mindre volum og mindre varelager. Sport 1 er en annen type trussel ettersom de er i større grad spesialiserte innenfor ulike segmenter og kan oppnå en fordel slik sett. Stadion er raskt voksende og operer annerledes enn nevnte aktører, uten fokus på pris, standardisering og volum, men heller det som er særpreget lokalt. For å oppsummere er konkurransen blant fysiske butikker fremdeles til stede, selv om XXL er markedsleder. De fysiske butikkene tar og taper markedsandeler til hverandre og ikke minst til

aktører på nettet og aktører som driver bransjegliding. Vi vurderer derfor konkurransen som middels stor.

### 3. Strategisk analyse:

XXL har etablert seg med varehus i Norden og Østerrike og har i den anledning felles regnskapstall for hele virksomheten. Dette blir dermed grunnlaget for vår oppgave hvor vi ikke ekskluderer noen del av virksomheten.

Vår oppgave er basert på offentlig tilgjengelig informasjon og i særdeleshet kvartalsrapporten som kom i februar 2022. Vi baserer oppgave på teorien om at all offentlig informasjon er priset inn i aksjen. (Brealey et al., 2020, s. 340).

For å danne et bilde av XXLs verdi skal vi se på den økonomiske fortiden til XXL og skape en oversikt over hvordan fremtiden til selskapet vil utvikle seg. Dette skal vi gjøre ved å ta i bruk både regnskapsanalyse og strategisk analyse.

Den strategiske analysen innebefatter blant annet Porters fem krefter, VRIO, PESTEL og SWOT. Dette er metoder som på ulikt vis viser hvordan XXL posisjon i bransjen er og hvordan de selv kan utnytte sine fortrinn til å styrke sin posisjon i bransjen.

#### 3.1 Valg av analyse

Når vi skal verdsette XXL ASA er det helt essensielt at man får et overblikk over bransjen og selskapets eksterne faktorer, samt hvordan XXL ASA står seg i forhold til bransjen slik at vi kan se på faktorer som eventuelt bremser omsetning og vekst i XXL ASA. Derfor skal vi gjennomføre en strategisk analyse av XXL ASA og bransjen selskapet er en del av, med hovedvekt på selskapet. I analysen starter vi med en Porters femkraftsmodell-analyse for å gi et overblikk over bransjen. Videre skal vi se på Pestel-analyse for å se på hvordan makroomgivelser påvirker industrien. Deretter en Vrio-analyse som viser oss varige og midlertidige konkurransefortrinn. Avslutningsvis gjør vi en SWOT analyse for XXL ASA for å se på hvilke trusler og muligheter det ligger for selskapet som kan påvirke konkurransedyktigheten til selskapet.

### 3.2 Porters femkraftsmodell:

Porters femkraftsmodell, oppkalt etter Harvard professor Michael E. Porter, brukes for å vurdere virksomhetens konkurransesituasjon og hvor attraktiv en bransje er. Ved å bruke Porters fem krefter kan man posisjonere virksomheten best mulig i møte med eksterne krefter. Teorien går ut på at dersom man posisjonerer seg strategisk ovenfor disse eksterne kreftene kan man oppnå konkurransefortrinn. (Digital Norway, 2021).

Disse eksterne kreftene er:

#### 3.2.1. Fare for nyetableringer

Om faren for eventuelle nyetableringer er stor eller ikke vil i stor grad variere fra bransje til bransje. Dersom bransjen er lukrativ med gode muligheter for å drive en lønnsom forretning vil det være en høyere trussel for at nye aktører skal etablere seg, enn hva tilfellet hadde vært dersom lønnsomhetsutsikten hadde vært svakere, naturlig nok. Sports- og friluftslivsbransjen er en attraktiv bransje med mange mulige kunder innenfor mange segmenter. Det vil derfor være muligheter for å nye kunder å etablere seg for å oppnå profitt i dette markedet. Om det vil være enkelt å etablere seg i en lukrativ bransje eller ei er knyttet til hvordan etableringskostnadene er. Å drive slik XXL gjør, krever for det første stor tilgang på kapital, for det andre kan kundenes tilfredshet gjøre det vanskelig for en nykommer å entre dette markedet. Dersom det likevel er gode lønnsomhetsutsikter, har man likevel incentiver til å trosse disse etableringskostnader.

Sportsbransjen i dag er preget av sterk konkurranse. Selv om XXL er Norges største aktør sammen med Sport1 med henholdsvis 32.1 og 30.5% av markedsandelene i Norge. (Hopland, 2022)

Konkurransen er likevel hard og konkurrentene presser ned prisene gjennom tilbud og salg, noe som resulterer i en svakere lønnsomhet. Dette fikk Gressvik gruppen kjenne på da de vinteren 2020 gikk konkurs.

Den største faren for XXL er riktignok ikke den tradisjonelle etableringen av fysiske sportskjeder, men handel gjennom andre kanaler. Ifølge tall fra sportsbransjeforeningen, stod sportskjedene for 90% av det totale markedet for seks, syv år siden mens det tallet var redusert til 57% for 2022 beregningene. (Hopland, 2022). Den økende trenden i netthandel, kombinert med Gressvik gruppens konkurs gjør at det er muligheter for nyetableringer i en sportsbransje



som er lukrativ og fremdeles i vekst. På bakgrunn i disse resonnementene vurderer vi sannsynligheten for nyetableringer som høy.

### 3.2.2. Kundenes (kjøpernes) forhandlingsstyrke

Kundenes forhandlingsstyrke er avhengig av en rekke faktorer; blant annet om det er mange kunder, om produktene selskapet er differensierte eller ei og hvordan selskapets garantier og løfter kommer frem. Få kunder, som er på jakt etter ikke differensierte produkter har stor forhandlingsmakt. Et selskap er avhengig av kundene sine, men dersom kundene har for stor forhandlingsmakt, kan de ha indirekte innvirkning gjennom tilbud og etterspørsel. Kundene er til syvende og sist et selskaps referanseramme når det gjelder om selskapet har god kvalitet på produktene, om de ansatte yter god service, osv.

I XXLs tilfelle tilbyr de produkter som er lite differensierte. Om man kjøper en jakke på XXL er det ganske stor sjanse for at man finner samme produkt hos Sport1 eller iallfall et lignende produkt. Ellers tilbyr XXL en rekke tjenester som styrker kundes forhandlingsstyrke, som 100 dagers åpent kjøp, gratis bytte av vare og 100% fornøyd garanti. Selv om dette øker kundenes forhandlingsstyrke er det også noe som styrker kundenes relasjon og bilde av XXL. (XXL ASA, 2022a) Med bakgrunn i dette er det en middels høy trussel fra kunden.

### 3.2.3 Trusler fra substituttprodukter eller- tjenester:

Et substitutt er noe som kan gi kunden bortimot det samme som det produktet man selv tilbyr, men allikevel regnes som et annet type produkt. Substituttet kan da ta markedsandeler, særlig i segmenter der produktet deres appellerer ekstra til det gitte segmentet, i henhold til variabler som pris, kvalitet, osv. Selv om en substitutt kan ta markedsandeler og dermed redusere marginer kan også ett substitutt bidra til innovasjon, som hele bransjen kan nyte godt av.

For XXL sin del er det aktører som bedriver bransjegliding som er de største substituttproduserende konkurrentene. Aktører som H& M, COOP Obs og Proteinfabrikken er alle aktører som gjennom bransjegliding har hatt sitt inntog i sportsbransjen. H & M sin store styrke er at de er en lavpriskjede og kan utkonkurrere XXL på pris. De kan da ta markedsandeler i mer prissensitive segmenter enn XXL og er dermed en konkurrent. H & M kan dermed konkurrere med XXL slik de konkurrere med andre klesbutikker. De tilbyr produkter tile en lavere pris, men også en oppfatning av at kvaliteten er lavere. Dette er også tilfellet for en aktør, som COOP Obs som i stor grad har spesialisert seg på bransjegliding. Slik sett kan konsumenter spare tid og få en lettere handleopplevelse ved å ha så og si alt de trenger under samme tak.

Også aktører som Proteinfabrikken, som startet som en tilbyder av supplementer til trening har foretatt en bransjeglidning ved å i det små tilby også treningsklær. De når ut til et segment som kan tenkes å være ekstra opptatt av styrketrening og dermed er opptatt klær som er i samsvar med deres treningsvaner. Vi kan konkludere med at det er en moderat trussel fra substituttprodukter.

#### 3.2.4. Leverandørens forhandlingsmakt

XXL har et bredt sortiment av varer med over 400 forskjellige firmaer som leverer varer ((xxlasa.com, 2021a). Desto flere samarbeidspartnere man har desto mindre presset av leverandørene vil en være. Et annet element er at XXL kan presse prisen for varer ned, siden dersom en leverandør ikke tilbyr en gunstig nok pris kan XXL henvende seg til konkurrenten og heller kjøper produkter fra dem.

XXL har tre store varehus, ett i Oslo og ett i Østerrike og et i Sverige. Gjennom store, effektive varelagre kan XXL utnytte stordriftsfordelene sine. Ved å effektivisere et slikt system slik XXL har gjort kan man spare en del kostnader. I tillegg til at de presser leverandørprisene ned kan XXL drive en stordriftsstrategi og slik sett utkonkurrere konkurrentene på å være kostnadseffektive. Vi vurderer på grunnlag at dette som leverandørens makt som lav.

#### 3.2.5. Rivaliseringen blant dagens konkurrenter

Rivalisering avhenger av hvor mange aktører det er i markedet. Desto flere aktører som kjemper om de samme kundene, desto høyere er rivaliseringen. Det avhenger også av forholdet i størrelsen mellom aktørene i markedet. I dagens marked i Norge er det to store aktører XXL og Sport1 som innehar henholdsvis 32.1 % og 30.5% av markedsandelen. Andre sportskjeder av betydelig størrelse er Intersport og Stadion med henholdsvis 16.8% og 11.6%. (Hopland 2022)

XXL og Sport 1 opptar godt over halvparten av markedsandelene med godt over 60%. Ettersom disse kjedene er såpass etablert og dominerende er det vanskelig for Intersport og Stadion og ta opp den fysiske konkurransen med disse, selv om de har betydelige markedsandeler. Det vil dermed være Sport1 som XXL har et rivaliserende forhold ettersom de har omtrent like store markedsandeler og har konkurransefortrinn i form av stordriftsfordeler.

Ellers er det også verdt å merke seg at sportsbransjen har hatt en stor positiv vekst de to siste årene, sterkt påvirket av korona pandemien og folks ønske om å benytte seg av sport og friluft. Når markedet øker blir rivaliseringen kjedene seg imellom mindre.

Ellers utgjør som sagt den økte tendensen av netthandel og bransjegliding fra f.eks. COOP og kleskjeder, som beskrevet over, også en økende grad av rivalisering, selv om dette foreløpig er i mindre skala. Rivaliseringen for XXL kan dermed sies å være moderat.

### 3.3 Pestel

Selskap vil alltid være nødt til å ta hensyn til makroomgivelser som påvirker selskapet og bransjen og dette er ikke noe selskapene kan endre som oftest. Selskaper og bedrifter som er tilpasningsdyktige er oftest de som er mest suksessfulle. PESTEL-analyse er en måte å avdekke disse makroomgivelsene for bedriften og se på hvorvidt makroomgivelsene har en positiv eller negativ innvirkning på selskapet, XXL ASA.

PESTEL-analysen består av seks faktorer som sier noe om makroomgivelsene. Dette er politiske (political), økonomiske (economical), sosiale faktorer (social), teknologi (technological), miljø (environmental) og juridiske (legal) faktorer som sier noe om hvordan omgivelsene for bedriften er. (DigitalNorway, 2021a)

#### 3.3.1 Politiske faktorer

Koronapandemien medførte stengte treningssentre og begrenset med organisert idrett som følge av at politikerne skulle redusere smitterisiko. Dette medførte at flere måtte trene hjemme eller i naturen og etterspørselen har naturligvis steget etter treningsutstyr og turutstyr. Nå som pandemien begynner å slippe tak kan det tenkes at trenden med ferier i Norge med turer og turutstyr dabber av. Samtidig har treningssentre fått tillatelse til å åpne igjen og bransjen kan derfor regne med mindre etterspørsel i forhold til da pandemien sto på som verst. Man kan derfor kunne oppleve en trend som gjør at markedet snur seg fra forbruksvarer og over til tjenester igjen, f.eks. at forbrukeren velger reiser til utlandet istedenfor sportsutstyr eller friluftsutstyr.

#### 3.3.2 Økonomiske faktorer

Styringsrenten er en viktig faktor som spiller inn for selskaper ettersom denne er avgjørende for forbrukerens atferd. Styringsrenten var ved inngangen til pandemien på 1,5% og ble satt helt ned til 0%. Ettersom samfunnet gradvis har blitt gjenåpnet har nå Norges Bank i takt med gjenåpningen gradvis satt opp styringsrenten igjen. Først til 0,25% og deretter til 0,5% som den er på i dag (7.mars) (Norges bank, 2022a). Styringsrenten er en form for pengepolitikk og i dette tilfellet har vi ekspansiv pengepolitikk som ofte settes hvor det er stor uro i de finansielle

markedene, slik som pandemien. Tiltaket med å sette ned styringsrenten fører til at privat sparing går ned og at vi får en økning i privat forbruk. Dette taler til fordel for bransjene som selger varer til forbrukere, slik som XXL ASA. Styringsrenten er derimot som tidligere nevnt, på vei oppover igjen etter pandemien, men det vil ta lengre tid før vi kommer opp på nivået som renten lå på før pandemien inntraff. Økt forbruk vil derfor vedvare i et kortere perspektiv, men vil gradvis falle. På lang sikt vil det være vanskelig å anslå hva styringsrenten vil komme opp i. Økte renter og økte strøm og matpriser som følge av invasjonen av Ukraina gjør det tøffere for virksomheter som selger forbruksvarer. (Wikipedia, 2021b)

Ettersom XXL ASA stort sett importerer varene sine fra utlandet, er det viktig å se på hvordan den norske kronen står seg i forhold til euroen. Kronen har hatt betydelige svingninger i kursen sin og har over det siste året stått i nesten 11kr for en euro, mens den nå står i 9,84. Dette er positivt nytt for XXL ASA at den norske kronen styrker seg opp mot euroen ettersom det gjør at man er mer kjøpesterke ovenfor import av varer og tjenester. Varekostnadene vil derfor reduseres sammenlignet med tidligere år hvor det har vært over 11kr for euroen. (Norges bank, 2022b)

### 3.3.3 Sosiokulturelle faktorer

Tall fra levekårsundersøkelsen viser at 57,6% trener flere ganger i uken. Dette er altså over halvparten av de som deltok i undersøkelsen fra SSB. Man kan også se at mange driver med styrketrening og har trent på treningssenter med 48,4% som har bedrevet styrketrening og 30,8% som har trent på sentre. Det er også en høy andel av befolkningen som bedriver friluftaktiviteter. Dette er godt nytt for XXL ASA som har et bredt sortiment med utstyr til både trening og fritid. (Dalen og Revold, 2021)

De seneste årene har man merket en stor økning i fokuset på helse og trening, og dermed øker fokuset på forbruksvarene til dette segmentet. Under pandemien ble det også mer populært med trening og turer i naturen som medførte at bransjen fikk en boost og spesielt da XXL som økte salget med 20 % i pandemien. (Lorvik, 2021)

### 3.3.4 Teknologiske faktorer

De seneste årene har man sett en trend hvor forbrukerne lener mer mot netthandel og at dette har blitt mye mer forenklet med tanke på returer, reklamasjon og levering. For at XXL ASA skal holde tritt med konkurrenter er det viktig å etablere en sterk netthandelsbase som kan bidra til å gjøre det enklere for forbrukeren å handle uavhengig av hvor dem befinner seg i landet. XXL ASA er kjent for sine store varehus i storbyene og dette medfører også større kostnader

knyttet til å eie eller leie store varehus, sett opp mot å ha et varehus i utkanten av byen og heller fokusere mer på netthandel. Særlig under pandemien så vi en økning i netthandel blant forbrukerne og at vi nå muligens går inn i en trendfase hvor netthandel overtar mer og mer, kontra butikkhandel. XXL ASA har allerede gått ut med at de ønsker å satse mer på netthandelen ettersom dette var noe som bidro til at de klarte 30% vekst i 2020 blant annet. (Lorvik, 2021)

### 3.3.5 Miljømessig faktorer

Innovasjon Norge skrev blant annet at Norge eksporterer rundt 80 % av sin eksport på grunn av sitt nære bånd til EU. Der har det kommet opp en avtale som heter European Green Deal. Når denne avtalen begynner å iverksettes så vil den påvirke konkurransebildet i markedet for norske selskaper. Det vil si at selskaper som ikke går inn aktivt for å bedre sitt klima og bærekraft modell risikerer å bli utkonkurrert av lignende bedrifter i det internasjonale markedet. Dersom man klarer å omstille seg det grønne skiftet vil det derimot kunne vanke støtte fra EU hvis man utvikler miljø og klimaløsninger for sin bedrift. (Innovasjon Norge, 2021)

Det er også en tydelig trend blant unge mennesker, som da blir fremtidens forbrukere, at de setter bærekraft og miljø i større fokus når de utfører både handlinger og kjøp av varer fra bedrifter.

XXL ASA har på sin hjemmeside tydelig kommunisert at «klimatek, miljø, dyrevelferd og gode arbeidsvilkår gjennom hele produksjonsprosessen er viktige satsingsområder» (XXL ASA, 2022a). De stiller flere krav til sine leverandører når det gjelder etikk og bærekraft. De gjennomfører alle ledd i prosessen slik at de overholder selskapets standarder som stikkprøver hvor de gjennomgår de ulike produktene og veien de har tatt. De har også en egen dyrevelferdspolicy som gjør at forbrukeren skal føle seg trygg på at animalske produkter kommer fra steder med god dyrevelferd. XXL ASA har i 2016 blitt kåret til den grønneste sportskjeden i Europa hvor undersøkelsen gikk utpå etisk handel og miljø. XXL har etter dette satt seg som mål om å være bransjens beste på feltet innen etikk og miljø. Det er derfor tydelig at XXL har en intensjon om å etterleve de strengere kravene fra politikken og forbrukerne når det kommer til miljø og etikk og dette kan ses på som et konkurransefortrinn. (XXL ASA, 2022a)

### 3.3.6 Lovmessige faktorer

XXL har per dags dato totalt 91 varehus fordelt over Norge, Sverige, Finland og Østerrike. De har også netthandel i Danmark. Det vil si at XXL driver business i flere land og regelverkene og lovene kan derfor variere fra land til land. Produktene de kjøper inn kan også være utenfor landene de operer med salg i. Disse landene må også hensyntas når det kommer til det legale. Vi kan derfor dele de legale forholdene inn i 2 deler, innkjøp av varer og salg av varer.

Når det kommer til innkjøp av varene var det som nevnt i avsnittet om miljømessige forhold at XXL prioriterer bærekraft, miljø og etikk. XXL stiller krav til sine leverandører om at de skal opprettholde myndighetenes krav og retningslinjer. I tillegg har også flere og flere begynt å stille krav til orden på dyrevelferd og XXL har dermed skapt en dyrevelferdspolicy. Kravene på arbeidsforhold, miljø, sikkerhet og etikk for arbeiderne som produserer varene skal også være mer enn tilfredsstillende nok til at XXL overholder det som er av legale forhold. Flere og flere land og selskaper har også avtaler når det kommer til CO2 utslipp og avgifter på dette. Her har XXL gått aktivt inn for å redusere sitt CO2 avtrykk ved å kvalitetssikre sine varer og produksjonsprosessen. Totalt sett betrygger de kundene med at XXL sine varer og fabrikkarbeidere er etisk forsvarlig og innenfor rammene som myndighetene har satt.

Ved salg av varer så fokuserer vi utgangspunktet på arbeiderne som jobber i varehusene og netthandelen ettersom vi tok for oss etikk, miljø og bærekraft ved innkjøp. For de ansatte så gjelder arbeidsmiljøloven sett fra bedriftens side. I 2020 kom det frem at Nav fryste sitt samarbeid med XXL på grunnlag av dårlig arbeidsmiljø for de ansatte og de som skulle på tiltaksordninger der. Arbeidstilsynet har i samme periode gått ut med at det finnes en rekke pålegg om brudd på arbeidsmiljøloven. Dette var visstnok alvorlige brudd og at XXL ikke hadde på plass helt grunnleggende arbeidsbetingelser hvor de blant annet legger vekt på det med midlertidig stillinger. (NTB nyheter, 2020)

Disse omtalene rundt arbeidsmiljøloven er selvfølgelig noe XXL må utbedre og hindre at skal skje i fremtiden da dette bygger negativ omtale rundt selskapet.

### **3.4 VRIO-analyse**

Ved å bruke en VRIO-analyse kan man enklere identifisere konkurransefortrinn og samtidig skape varige fortrinn. Ved VRIO-analysen er det spesielt 4 spørsmål som bedriften skal stille seg selv når det kommer til sine ressurser.

1. Er ressursen verdifull for kundene og andre som har interesse i våre ressurser?
2. Er ressursen sjelden i markedet (f.eks. en ny innovasjon)?
3. Er det mulig for bedriftens konkurrenter å kopiere vår ressurs?
4. Hvordan kan vi som bedrift/organisasjon utnytte denne ressursen og kan vi videreutvikle den?

Disse spørsmålene kommer fra VRIO selv, som er en forkortelse for **V**aluable, **R**are, **I**mitable og **O**rganized. Spørsmålene ovenfor skal bidra til at bedriften selv får oversikt over hvor godt konkurransefortrinnet på ressursen er. Hvis bedriften klarer å oppfylle alle kravene i rammeverket til VRIO-analysen kan man konkludere med at bedriften har et varig konkurransefortrinn. (Economy-pedia, 2022)

#### 3.4.1 Verdi

Når man skal se på hvorvidt en ressurs for bedriften er verdifull så må man se på hvor vidt det gir et bedre fortrinn i konkurransebildet. Hvis ressursen gir økt verdi for kunder og bedriften så er det som verdifullt å regne, men det er viktig at det bidrar til å skape fortrinn. Det er også viktig for bedriften å kartlegge hvorvidt ressursen er verdifull for kundene og at dette ikke bare er noe bedriften tror.

#### 3.4.2 Sjelden

For å avgjøre om en ressurs er sjelden eller ikke, så må man se på ressursen til bedriften og hvilke ressurser som konkurrentene besitter. Ressursen vil karakteriseres som sjelden hvis ingen eller veldig få av konkurrentene besitter den spesifikke ressursen.

#### 3.4.3 Ikke-kopierbar

En ressurs vil få status som ikke-kopierbar dersom det er veldig vanskelig eller helt umulig for konkurrentene å etterligne ressursen som selskapet besitter. Dette vil bidra sterkt til konkurranse fortrinn. Eksempler på ikke-kopierbare ressurser kan være arbeidsmiljø, kultur og historie for å nevne noen.

#### 3.4.4 Organisering:

For at punktene i VRIO-analysen skal gi konkurransefortrinn trenger bedriften at de har mer enn sjeldne, verdifulle og ikke-kopierbare ressurser. For dersom bedriften ikke har kunnskapen eller struktureringen på plass vil dem ikke være i stand til å utnytte ressursenes potensial. Det er derfor helt essensielt at bedriften er organisert slik at de kan utnytte ressursene.

Vi skal nå videre i analysen se nærmere på de ulike ressursene XXL besitter og hvordan de utarter i VRIO-analysen.

#### 3.4.5 Logistikk og innkjøp

XXL har sitt satsingsområde på logistikk, herav salg og innkjøp av varer. De driver ikke med franchise-butikker, men eier alle varehusene sine selv, slik at de har god kontroll over varer, sortiment, salgstall og ansatte. XXL opererer med to sentrallagre som forsyner varehusene med varer og er strategisk plassert med tanke på lokasjonene til sentrallagrene, slik at de skal kunne ha en mest mulig effektiv og kostnadsreduert levering. Sentrallagrene er plassert i Örebro i Sverige og på Gardemoen i Norge. Dette binder dem opp mot sentrale veinett som fly, tog og vanlig vei. Når XXL styrer mye av verdikjeden selv så er dette med på å skape lave marginer, god lønnsomhet og mulighet til å ytterligere ekspandere sine varehus.

XXL leverer svært konkurransedyktige priser og dette skyldes at de har gode rutiner, som fungerer, ved logistikk og innkjøp. Målet til XXL er at varene skal fort inn og fort ut, altså en høy omløpshastighet på varene sine. Ettersom XXL styrer mye av verdikjeden sin selv så sørger de alltid for at varehusene har tilstrekkelig med varer og sortiment etter rammene som XXL har satt. Dette er et IT-system som automatisk bestiller varen på nytt dersom en vare blir solgt, noe som bidrar til at varene alltid er på plass og krever mindre tid og arbeidskraft sammenlignet med hvis man skulle gjort dette manuelt. Markedsandelene til XXL de seneste årene kan tyde på at dette er et system som bidrar i veksten.

#### 3.4.6 Lokalisering og organisering

XXL har viet stort fokus til hvordan de kan lokalisere sine varehus strategisk riktig. Varehusene deres finner ofte sted i store kjøpesentre eller i nærheten av godt befolkede områder for å være tilgjengelig for deres kunder, samt at de kan lettere kan forsyne store, men færre varehus, istedenfor mange små varehus.

Det som er spesielt med XXL, er hvordan de har organisert sine varehus. De er først og fremst store, og i tillegg har de et konsept i sine varehus som kalles «Big Box». Big Box-konseptet går ut på at innenfor de ulike varehusene har de i teorien satt opp flere ulike butikker inni det samme varehuset. Det skal være en «butikk» med sport, utendørsaktiviteter, jakt, ski, sykkel osv. Det er til sammen 7 ulike avdelinger som gjør at kundene kan handle seg ferdig i hver enkelt avdeling før de beveger seg videre, slik at kundene slipper å bevege seg over hele varehuset for å lete etter diverse utstyr til f.eks. fotballutstyr. (XXL ASA, 2021)



Med XXL sine store varehus åpner det også for stordriftsfordeler, sammenlignet med mindre nisjebutikker i mindre lokaler. Dette krever derimot at XXL har ressursene og kapasiteten til å utnytte stordriftsfordelene. Med de store varehusene og de sentrale lagrene, samt Big Box-konseptet er stordriftsfordelene noe XXL drar nytte av.

XXL har sannsynligvis hentet sin Big Box-inspirasjon fra andre store kjeder som f.eks. Wal-Mart som er kjent for sine enorme varehus. Stadium i Sverige har også begynt med lignende konsept og dette tyder på at det er mulig å kopiere konseptet for virksomheter innenfor sportsbransjen også, men at det er relativt få som til nå har gått for det samme konseptet. Dette tyder på at ressursen er sjelden.

#### 3.4.7 Omdømme

En stor del av markedsføringen til XXL går ut på at de har et prisløfte på sine produkter. Dette for at forbrukeren skal kunne få den beste prisen i sitt lokalområde på varen, samt at XXL mener selv at de skal være den billigste aktøren på markedet. På denne måten sørger XXL alltid for at forbrukeren kan være trygg på at de billigste varene fås hos XXL. De har også et enormt produktsortiment slik at alle typer friluft og sports mennesker kan få tak i det de trenger. I tillegg til det brede utvalget av varer tilbyr også XXL 100 dagers åpent kjøp, 30 dagers prisløfte og fornøydgaranti til sine kunder. Dette bidrar til å skape lojalitet blant kundene og styrker XXL sin posisjon som en seriøs aktør.

For å kunne få noen tallfestede mål på merkevaren, kan man se på kundebarometeret fra 2021 fra Handelshøyskolen BI. Der blir bedriftene rangert på tilfredshet og lojalitet på en skala fra 0-100. Under kan vi se for sport og friluftslivbransjen og XXL kommer på en andre plass, bak Sport1. Det som er derimot er verdt å bemerke seg, er at de har den høyeste lojaliteten blant kundene, noe som kan ha skjedd som følge av prisløfte, åpent kjøpt og fornøydgaranti. XXL har tidligere figurert på toppen av kundebarometeret, men har de seneste årene falt i kåringsen. Dette kan skyldes ulike interne saker som har kommet frem i media, som saken med arbeidsmiljøloven, som er nevnt i Pestel-analysen.

SPORT				
PLASS	SELSKAP	STJERNER	TILFREDSHET	LOJALITET
1	Sport1	★ ★ ★ ★ ★	74,5	83,1
2	XXL	★ ★ ★ ★ ★	72,8	83,7
3	Intersport	★ ★ ★ ★ ★	69,4	78,2

Figur 1: Kundebarometeret 2021 Handelshøyskolen BI

De har derimot en sterk merkevare som virksomheten med størst markedsandel og at de har bygget seg en merkevare over tid. Selv om Sport1 i dette tilfellet utkonkurrerer XXL på tilfredshet, så vil det fortsatt være vanskelig å konkurrere med XXL på priser og sortiment, grunnet de store varehusene og stordriftsfordelene dette medfører. Så dersom kundene setter pris høyest når de skal velge aktør, så blir fort XXL alternativet.

#### 3.4.8 Kompetanse, ansatte og kultur

I bransjen som XXL opererer i er det viktig med service og at ansatte er godt opplært for å være et godt ansikt utad for bedriften. Vi har tidligere nevnt Big Box-konseptet til XXL hvor varehusene er inndelt i flere typer avdelinger. Dette åpner for at de ansatte kan ha forskjellige typer kompetanse og som oftest er det ansatte som er spesifikt ansatt til de ulike avdelingene og får opplæring basert på dette. De utvikler derfor en unik kompetanse på sine områder istedenfor at alle skal kunne litt om alt, så har de fordelt kompetansen utover med hovedfelt. Dette fører til høyere kompetanse og høyere kundetilfredshet og deretter skape lojalitet som vi så av kundebarometeret. De ansatte har derfor opparbeidet seg en slik kompetanse at det er å regne som en verdifull og viktig ressurs for selskapet.

Kulturen som de har opparbeidet har også blitt velkjent i media og de har til og med til tider fått kritikk for den. Allikevel er det skapt en vinnerkultur som skal motivere de ansatte til å yte sitt beste når det kommer til service. Kulturen kommer til syne gjennom ansettelsesprosessen hvor de ansatte blir opplært i hva det kreves av de ansatte i kulturen og sørge for at den blir videreført. Verdien til XXL uttrykker dette godt gjennom ordene «customer first, knowledgeable, passionate and caring». De har også egne talentprogram som skal sørge for at

de ansatte har mulighet til å ta steget videre, høyere opp i stilling, samtidig som de fornyer sin kunnskap. De har også en egen trenings camp som kalles Camp XXL, utenfor Oslo, som blir brukt til opplæring og videreutvikling av de ansatte. Organisasjonsstrukturen deres er strukturert slik at gapet mellom leder og medarbeider skal være så lite som mulig for å skape en tilhørighet. (XXL ASA, 2022b)

Når det kommer til ledelsen, så ble det utnevnt ny administrerende direktør i Pål Wibe etter noen år på feil spor. Pål Wibe har tidligere vært administrerende direktør for både Nille og Europris, og har derfor stor kompetanse når det kommer til bedriftsledelse for store norske aktører innenfor forbruksvarer. (XXL ASA, 2021a)

### Oppsummering VRIO-analyse

<b>Ressurs</b>	<b>Verdifull</b>	<b>Sjelden</b>	<b>Ikke-kopierbar</b>	<b>God organisering</b>
<b>Logistikk og innkjøp</b>	<b>JA</b>	<b>JA</b>	<b>NEI</b>	<b>JA</b>
<b>Lokalisering og organisering</b>	<b>JA</b>	<b>JA</b>	<b>NEI</b>	<b>JA</b>
<b>Omdømme</b>	<b>JA</b>	<b>NEI</b>	<b>JA</b>	<b>BÅDE OG</b>
<b>Kompetanse og ansatte</b>	<b>JA</b>	<b>JA</b>	<b>JA</b>	<b>JA</b>

Tabell 1:Vrio

Totalt sett kan vi se at XXL har en del gode ressurser, men at mange av ressursene kan være midlertidig og ikke varig. Kompetansen og ansatte er derimot unike i VRIO-analysen og kan dermed klassifiseres som et varig konkurransefortrinn, mens de andre punktene kan bli kopiert eller mangler sjeldenheten som trengs for at det skulle bli et varig konkurransefortrinn.

### 3.5 SWOT analyse

En SWOT analyse har som formål å vise til hva en bedrifts sterke og svake sider er, samt å identifisere muligheter og trusler i markedet. SWOT er en forkortelse for Strengths, Weaknesses, Opportunities og Threats. Hvorav de to første ser på den interne analysen og de to siste ser på den eksterne analysen. (DigitalNorway, 2021b) I vår SWOT analyse vil vi som sagt oppsummere hva vi har gått gjennom i PESTEL-analysen og Porters Five Forces og VRIO-analysen.

<b>Styrker</b>	<b>Svakheter</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>• Sportsbransjen har vært i vekst de siste årene</li><li>• Trend særlig blant unge å drive med ulike former for fysisk aktivitet</li><li>• XXL har omstilt seg i henhold til European Green Deal</li><li>• Varehusene er gunstig lokalisert</li><li>• Store butikk lokaler som er med å bidra til stordriftsfordeler</li><li>• 100 dagers åpent kjøp, 30 dagers prisløfte og fornøydgaranti</li><li>• God kunnskap blant ansatte innenfor hvert segment</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Ikke nødvendigvis differensierte produkter</li><li>• Svekket score i kundebarometeret</li></ul>
<b>Muligheter</b>	<b>Trusler</b>

<ul style="list-style-type: none"> <li>• Økt interesse for sport og i særdeleshet friluftsliv etter koronapandemien</li> <li>• Hjemmetreningstrend som en konsekvens av korona pandemien</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Substitutter tar markedsandeler gjennom bransjeglidning</li> <li>• Rivalisering mellom sportskjeder</li> <li>• Arbeidsmiljøssaken kan svekke XXLs renommé</li> <li>• Økte renter, strøm og matpriser gjør markedet vanskeligere</li> <li>• Gjenåpning kan lede til at forbruk går fra varer til tjenester</li> <li>• Økt netthandel</li> </ul>
---	---

Tabell 2:SWOT-analyse

### 3.5.1 Strategisk analyse til verdsettelse

XXL har flere egenskaper og ressurser som gjør de sterke i forhold til konkurrentene. Allikevel er det vanskelig for et selskap som selger forbruksvarer og kun ta hensyn til sine egne ressurser og hvordan de står i forhold til lignende selskap. Som i Pestel-analysen nevnte vi faktorer som er utenfor selskapets kontroll. Det at rentene øker, forsyningsmangel og økte strømpriser bidrar til å påvirke kursen til selskapet, samtidig som regjeringen har åpnet samfunnet fullt og at vi nå kan gå inn i en periode med større etterspørsel etter tjenester, enn varer. Dette er viktige faktorer som gjør verdsettelsen av et selskap annerledes enn om man kun skulle tatt hensyn til egenkapital, regnskap og kontantstrømmer. Slike faktorer bruker analytikere når de skal verdsette et selskap og priser både de interne og eksterne omgivelsene inn i kursen.

## 4. Regnskapsanalyse

Grunnen til at man vil gjennomføre en regnskapsanalyse er å få et helhetlig bilde av hvordan den økonomiske situasjonen til XXL er. Dette finner vi ut av gjennom å bruke XXL sitt årsregnskap fra 2017 til det foreløpige 2021. Dette vil gjøre at vi får se selskapet sin økonomiske situasjon og hvordan den historiske utviklingen har gått. Den økonomiske utviklingen til XXL kan vurderes ved hjelp av ulike nøkkeltall. I regnskapsanalyse delen vil vi gå gjennom steg for steg de nøkkeltallene vi har brukt for å vurdere økonomien til XXL.

### 4.1 Resultatregnskap

Resultatregnskap	2017	2018	2019	2020	Forl.2021
Driftsinntekter	8 709	9 475	8 992	10 423	10 006
Varekostnad	5 265	5 938	5 887	6 519	5 923
Lønnskostnader	1 416	1 615	1 652	1 863	1 886
Avskrivninger	159	189	691	753	810
Andre driftskostnader	1 201	1 380	916	925	860
Nedskrivning					136
<b>Driftsresultat</b>	<b>668</b>	<b>353</b>	<b>-154</b>	<b>363</b>	<b>391</b>
<b>Netto finanspost</b>	<b>-42</b>	<b>-57</b>	<b>-183</b>	<b>-172</b>	<b>-146</b>
<b>Ordinært res. før skatt</b>	<b>626</b>	<b>296</b>	<b>-337</b>	<b>191</b>	<b>246</b>
Skattekostnad	114	58	-47	66	52
<b>Resultat etter skatt</b>	<b>512</b>	<b>238</b>	<b>-290</b>	<b>125</b>	<b>194</b>
Totalkapital	7 695	7 663	10 051	9 376	9 015
Gjennomsnittlig TK	7 184	7 679	8 857	9 714	9 196

Tabell 3: Resultatregnskap

Ut ifra tallene til XXL kan vi se at de siste årene hadde sitt beste resultatmessige år i 2017, med 512 millioner kroner i resultat etter skatt. Fra 2017 til 2019 har tallene gradvis gått ned frem til de gikk med underskudd i 2019 på 290 millioner. Den negative trenden har derimot snudd, og XXL har etter underskuddet i 2019 snudde det negative resultatet til overskudd i de påfølgende årene med en stigende trend. Driftsinntektene startet med en positiv trend frem til underskuddet i 2019. Deretter har de tatt seg opp igjen på høyere nivå enn de har vært tidligere. Driftskostnadene har derimot økt i takt med inntektene og det er derfor inntektene ikke slår voldsomt ut på driftsresultatet.

Balanseregnskap	2017	2018	2019	2020	Forl.2021
EK	3 846	3 710	3 635	4 185	3 753
Langsiktig gjeld	1 132	1 122	3 204	2 666	2 410
Kortsiktig gjeld	2 717	2 831	3 212	2 524	2 852
<b>Sum gjeld</b>	<b>3 849</b>	<b>3 953</b>	<b>6 416</b>	<b>5 191</b>	<b>5 262</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>7 695</b>	<b>7 663</b>	<b>10 051</b>	<b>9 376</b>	<b>9 015</b>
Omløpsmidler	3 840	3 760	3 297	2 949	2 994
Anleggsmidler	3 855	3 903	6 753	6 426	6 020
<b>Sum eiendeler</b>	<b>7 695</b>	<b>7 662</b>	<b>10 050</b>	<b>9 375</b>	<b>9 015</b>
Varebeholdning	3 152	3 211	2 604	1 835	2 220

Tabell 4: Balanseregnskapet

Balanseregnskapet viser en oversikt over hvordan balansen i XXL er med tanke på fordelingen av egenkapital, gjeld, eiendeler og beholdning.

## 4.2 Finansiering

Når vi skal se på finansieringen av XXL ASA så har vi brukt finansieringsgrad 1. Disse tallene sier noe om hvilken grad av anleggsmidlene som XXL har finansiert med langsiktig gjeld. En god tommelfingerregel er at disse tallene skal være under 1 for å være tilfredsstillende. Hvordan XXL allokterer sin kapital er viktig med tanke på hvordan det drives. XXL kan få kapital fra flere måter. Det kan være at de får penger fra investorer, kapital fra overskudd eller ta opp lån fra finansinstitusjoner. (Norian, 2022)

Finansieringsgrad 1 er gitt ved følgende formel:

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{AM}{EK+LG}$$

År	2017	2018	2019	2020	2021
Finansieringsgrad 1	0,77	0,81	0,99	0,94	0,98

Tabell 5: Finaiseringsgrad

Vi ser av tallene at for alle årene fra 2017 til 2021 er finansieringsgraden under 1 noe som er tilfredsstillende. Dette vil si at XXL's sine anleggsmidler er finansiert ved bruk av langsiktig

kapital som er langsiktig gjeld og egenkapital. Ligger dette tallet over 1 vil det tilsi at bedriften har fått deler av finansieringen av anleggsmidlene via kortsiktig gjeld.

### 4.3 Likviditet

Ved å beregne virksomhetens likviditet får vi vite hvor god betalingsevne XXL har. Ved en god likviditet, har virksomheten få problemer med å overholde sine forpliktelser hva gjelder betaling. Virksomheten vil derfor ha god kjøpekraft ved en god likviditet. For å beregne virksomhetens likviditet har vi valgt å bruke likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2. Likviditetsgrad 1 skal fortelle om virksomhetens evne til å gjøre opp kortsiktig gjeld. Når man beregner likviditetsgrad 1 bør man helst få nøkkeltall som er større enn 2. Dette er fordi man kan da indikere at virksomhetens omløpsmidler kan dekke over den kortsiktige gjelden hvis det trengs i møte med oppgjør av betaling som f.eks. leverandørgjeld, påløpte feriepenge osv. (Visma, 2022a) Likviditetsgrad 2 skal si noe om XXL ASA sin evne til å gjøre opp for sine kortsiktige forpliktelser. Regelen for likviditetsgrad 2 er at nøkkeltallet helst bør være høyere enn 1. (Visma, 2022b)

Følgende formel er brukt for likviditetsgrad 1:

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{OM}{KG}$$

Følgende formel er brukt for likviditetsgrad 2:

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{(OM - \text{Varelager})}{KG}$$

År	2017	2018	2019	2020	2021
Likviditetsgrad 1	1,41	1,33	1,03	1,17	1,05
Likviditetsgrad 2	0,25	0,19	0,22	0,44	0,27

Tabell 6: Likviditetsgrad



#### 4.4 Soliditet

Når vi beregner soliditeten til XXL så får vi vite hvor mye egenkapital som bedriften har brukt til å finansiere selskapet med. Høyere andel av egenkapital i finansieringen gjør at dem står sterkere rustet til å overleve kriser og tap. Vi har tatt utgangspunkt i to typer nøkkeltall, gjeldsgrad og egenkapitalandel.

Egenkapitalandelen er gitt ved følgende formel:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{EK}{\text{Totalkapital}} \cdot 100\%$$

Og gjeldsgraden er gitt ved følgende formel:

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

År	2017	2018	2019	2020	2021
Gjeldsgrad	1,00	1,07	1,77	1,24	1,40
Egenkapitalandel	50,0 %	48,4 %	36,2 %	44,6 %	41,6 %

Tabell 7:Gjeldsgrad

#### 4.5 Lønnsomhet

Når det kommer til lønnsomheten til et selskap, så vil dette si noe om hvilken avkastning man vil få på kapitalen som er investert inn i selskapet. Egenkapitalrentabilitet og totalkapitalrentabilitet er nøkkeltall som kan fortelle oss hvordan XXL sin lønnsomhet er.

Egenkapitalrentabilitet er gitt ved følgende formel:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært res. før skatt}}{(\text{Gjennomsnittlig EK})} * 100\%$$

Og totalkapitalrentabiliteten er gitt ved følgende formel:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært res. før skatt + finanskostnader}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}} * 100\%$$

År	2017	2018	2019	2020	2021
Totalkapitalrentabilitet	9,47 %	4,61 %	-1,81 %	3,91 %	2,68 %
Egenkapitalrentabilitet	16,8 %	7,8 %	-9,2 %	4,9 %	6,2 %

Tabell 8: Totalkapitalrentabilitet

Vi ser av tabell 8 at begge nøkkeltallene, totalkapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten har de siste årene hatt en trend som går nedover. Ser vi på tallene så viser dette oss at kapitalen i selskapet stadig får dårligere avkastning. Sett i det totale så kan ikke disse tallene fra tabellen sies å være tilfredsstillende nøkkeltall for de investerte i XXL ASA.

## 5. Fremtidig kontantstrøm

Tidligere i oppgaven har vi frem til nå brukt tall fem år tilbake fra XXL's sitt regnskap. Dette velger vi å fortsette med da vi de siste årene har vært igjennom en pandemi som har påvirket alt og alle. Den pandemien er så å si over nå og vil derfor være interessant å se om XXL klarer å finne tilbake til den veksten de hadde før Covid 19. Ved hjelp av disse tallene kan vi gjennomføre en verdsettelse av XXL

### 5.1 Driftsinntektene

Driftsinntektene har hatt stor variasjon de siste årene. Fra tabell 9 kan man se at det har vært en god del variasjon når det kommer til driftsinntektene de siste årene. XXL hadde en god oppgang fra 2017 til 2018 på nesten 9%. I 2019 ser vi at XXL fikk en negativ utvikling på cirka 5%. Dette ble forklart av XXL med at sesong for vinteraktiviteter hadde vært dårlig, i tillegg hadde store priskutt grunnet hard konkurranse fra andre aktører store påvirkninger på inntektene. Det finnes imidlertid også indikasjoner som peker på at det i 2019 ble avslørt negative holdninger rundt kulturen innad i XXL som kan være med å påvirke tallene grunnet dårlig PR. (Knudsen, 2020)

År	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	8 709	9 475	8 992	10 423	10 006
Endring i prosent		8,80 %	-5,10 %	15,91 %	-4,00 %
		Total	15,61 %		
		snitt	3,90 %		

Tabell 9: Driftsinntekter

Året etter snur det for XXL og de har en økning på nesten 16% som ble forklart med at det var et spesielt år og mye grunnet Covid 19 (Høgseth 2020). Folk var mye hjemme og det var klare begrensninger på antall besøkende man kunne ha inne. Da ble det nesten en trend å komme seg ut i villmarken og dette var gunstig for XXL. Covid 19 fortsatte ganske kraftig inn i 2021 med nye nedstenginger og begrensninger på besøkende. Det kan også leses av tallene at 2020 var et ekstraordinært år for handel av sportsutstyr da det i 2021 er en nedgang i 4% fra de gode resultatene i 2020, men fortsatt en økning i 2021 på 11% fra 2019.

## 5.2 Driftskostnadene

XXL sine kostnader kan deles inn i varekostnad, lønnskostnad og andre driftskostnader. For å anta fremtidig kontantstrøm tar vi utgangspunkt i det historiske forholdet mellom inntekt og kostnad. Driftskostnadene for de siste fem årene kan bli sett under i tabell 10.

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Varekostnad	6519	5 934	5 938	5 265	4 694	3 908
% av driftsinntekt	69 %	66 %	63 %	60 %	60 %	60 %
Vekst varekostnad	9 %	-0,07 %	12,78 %	12,16 %	20,11 %	
Lønnskostnader	1863	1652	1615	1416	1240	991
% av driftsinntekt	17 %	18 %	17 %	16 %	16 %	15 %
Vekst lønn	5 %	2 %	14 %	14 %	25 %	
Andre driftkostnader	925	916	1380	1201	1055	863
%av driftsinntekt	9 %	10 %	15 %	14 %	14 %	13 %
Vekst andre driftskostnader	1,00 %	-34 %	15 %	14 %	22 %	
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>9307</b>	<b>8 502</b>	<b>8 933</b>	<b>7 882</b>	<b>6 989</b>	<b>5 762</b>

Tabell 10: Driftskostnader 2020-2015

Innkjøp av varer står for det meste av varekostnadene. Dersom XXL omsetter for mer enn de har kapasitet til, så kan dette medføre mer arbeid og overtidskostnader som igjen fører til høyere kostnader på lønn. Den svakere EBITDA-marginen skyldes at det i 2019 var svake salgstall og en større økning i kostnadene på lønn og varer. Kostnadene til lønn og varer er tatt utgangspunkt i en beregnet salgsmengde, og redusert salg medfører da at EBITDA-marginen synker. Det forventes at andre driftskostnader kommer til å ha samme utvikling på marginene fremover. For å anslå fremtidige verdier for driftskostnadene tar vi et snitt av de siste årenes data. Driftsinntekter og driftskostnader har hatt tilnærmet lik utvikling de siste årene og det vil derfor ikke være store utslagene på resultatet.

Tabell 11 viser et estimat av hvordan kostnadene blir.

	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Varekostnad</b>	5 923,00	6 479,93	6 674,26	6 807,81	6 943,97
<b>% av driftsinntekt</b>	62,00 %	62,00 %	63,00 %	63,00 %	63,00 %
<b>Vekst varekostnad</b>		0,04	3 %	2%%	0,02
<b>Lønnskostnader</b>	1 701,56	1 769,62	1 805,02	1 841,12	1 859,53
<b>% av driftsinntekt</b>	17,02 %	17,02 %	17,02 %	16,97 %	16,83 %
<b>Vekst lønn</b>		0,04	0,02	0,02	0,01
<b>Andre driftkostnader</b>	1 306,97	1 359,25	1 386,43	1 418,32	1 443,85
<b>%av driftsinntekt</b>	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13
<b>Vekst andre driftkostnad</b>		0,04	0,02	0,02	0,02
<b>Sum driftskostnader</b>	8 931,53	9 608,80	9 865,71	10 067,25	10 247,35

Tabell 11: Driftskostnader 2021-2025

### 5.3 Avskrivninger

XXL sine avskrivninger er knyttet til midler som XXL selv har, herunder varehus som eies selv. Tabellen under viser de seneste avskrivningene til XXL de siste fem årene. Avskrivningene økte kraftig i 2019 og dette er på grunn av at XXL økte anleggsmidler til å være dobbelt så stort i løpet av regnskapsåret. Grunnen til dette er at det i 2019 kom nye regnskapsprinsipper i IFRS 16 som gjør at leasingavtaler får en ny verdsettelse enn det det har gjort tidligere år. (KPMG, 2021)

Avskrivninger	2020	2019	2018	2017	2016
	753	692	189	159	127

Tabell 12: Avskrivninger 2020-2016

XXL ser for seg å nedskalere bruken og byggingen av flere varehus i størrelse ifølge de seneste rapportene. Dette kan skyldes en økning i netthandel og at de allerede er godt etablerte med mange varehus. Dette er samtidig som de ønsker å ha en moderat økning på sine investeringer som skal gjennomføres. Hvilken påvirkning dette får for avskrivningene er vanskelig å si, men det antas at avskrivningene vil være ganske stabile de neste årene. Estimeringen av avskrivningene vises i tabell 13

Avskrivinger	2021	2022	2023	2024	2025
	810,00	882,90	971,19	1 068,31	1 175,14

Tabell 13: Avskrivinger 2021-2025

## 5.4 Arbeidskapital

Arbeidskapital kan beregnes ved å ta forskjellen mellom kortsiktig gjeld og omløpsmidlene. Om arbeidskapitalen er positiv betyr det at anleggsmidlene er finansiert gjennom langsiktig gjeld og langsiktig kapital noe som er positivt for selskapet. Om den er negativ betyr det ofte at de er finansiert av kortsiktig gjeld noe som ikke er like positivt. XXL leier ikke sine butikker og det er av den grunn bundet opp mer penger til finansieringen. Tallene fra de seneste årene viser arbeidskapitalen i tabell 14.

	2020	2019	2018	2017	2016
Driftsinntekter	10 423	8 992	9 475	8 709	7 813
Arbeidskapital	860	323	928	1 122	1 040
% av driftsinntekter	8,25 %	3,59 %	9,79 %	12,88 %	13,31 %

Tabell 14: Arbeidskapital 2020-2016

XXL har i det siste hatt en negativ trend på arbeidskapitalen de siste årene, men har i 2020 og 2021 klart og snu det til en viss grad. Behovet for arbeidskapital vil variere fra hvilken bedrift man er i. Det bør være et krav om at arbeidskapitalen bør, så godt som det er mulig, være finansiert av langsiktig gjeld da dette medfører færre problemer ved dårlige tider. Av tabell 15 kan vi se en økning i tallene årene fremover.

	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	10 006	10 400	10 200	10 300	10 490
Arbeidskapital	900	1 040	1 273	1 410	1 436
% av driftsinntekter	8,99 %	10,00 %	12,48 %	13,69 %	13,69 %

Tabell 15: Arbeidskapital i årene fremover til 2025

## 5.5 Anleggsmidler

XXL har over en lenger periode investert i anleggsmidler gjennom å åpne flere butikker i andre land. For å ikke miste markedsandeler i landene de opererer i, forventes det at det de neste årene vil være en lav vekst for å kunne utnytte de anleggsmidlene de har allerede. Ifølge

kvartalsrapporten fra siste kvartal 2021 forventer XXL å åpne rundt 3 varehus per år. De har også en forventning om at de neste årene skal investere cirka 250 millioner til 300 millioner. Estimering av investeringer for fremtiden er vist i tabell 16.

	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Investeringer</b>	-260	-270	-300	-255	-265

Tabell 16: Investeringer

## 6. Avkastningskrav

Ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer så må vi også diskontere gjelden og egenkapitalen til selskapet. WACC som står for Weighted average cost of capital er benyttet til dette.

### 6.1 Kapitalverdimodellen (CAPM):

Vi bruker først kapitalverdimodellen for å finne avkastningskravet til egenkapitalen. Dette er hva en investor forventer av avkastning ved å investere i selskapets aksje. Modellen viser at den forventet avkastningen er lik den risikofrie renten pluss en risikopremie som er avhengig av selskapets beta og markedsrisikopremien (Allen, Brealey & Meyers, 2020)

Modellen blir da som følger:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f)$$

$$E(R_i) = 1,72\% + 0,78(5,8\%)$$

$$E(R_i) = 6,24\%$$

Beregning av avkastningskrav egenkapital 2021

Risikofri rente	1,718%
Egenkapitalbeta	0,78
Markedets risikopremie	5,80%
<b>Avkastningskrav</b>	<b>6,24%</b>

<b>Beregning av avkastningskrav egenkapital</b>	<b>2021</b>
Risikofri rente	1,718 %
Egenkapitalbeta	0,78
Markedets risikopremie	5,80 %
<b>Avkastningskrav</b>	<b>6,24 %</b>

Tabell 17: Avkastningskrav

$E(R_i)$ = Egenkapitalens avkastningskrav

$R_f$ = Risikofri rente

$\beta_i$ = Egenkapitalbeta

$E(r_m - r_f)$ = Markedets risikopremie

### 6.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er hvilken avkastning en investor kan oppnå ved å sette kapitalen i en risikofri investering. I kalkulasjonen anser vi den 10-årige nasjonale statsobligasjonsrenten som den risikofrie renten. Altså å investere i den 10-årige nasjonale statsobligasjonen ansees så trygt at det tilnærmet er risikofritt. Vi har valgt å benytte 31.12.2021, som estimat for kvantitative tall. Da var den 10-årige statsobligasjonsrenten på 1,72% (Trading Economics, 2022)

### 6.1.2 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen forteller hvordan et selskaps aksjekurs svinger i forhold til markedet. Med andre ord ser man på den systematiske risikoen til en aksje. Dersom et selskap har en Beta på 1 vil den aksjekursen svinge likt som markedet. Dersom betaverdien er mellom 0 og 1 vil det være mindre svingninger i selskapets aksjekurs, sammenlignet med markedet. I dette tilfellet vil sammenlikningsgrunnlaget være Oslo børs, ettersom XXL ASA er registrert på Oslo børs. En negativ betaverdi betyr at aksjekursen korrelerer motsatt av markedet mens en betaverdi på over 1 betyr at aksjekursen er enda mer volatil enn markedet og får større svingninger i samme retning som markedet. Selskapets Beta kan man regne ut ved å ta ved å dele kovariansen mellom aksjen og markedet på variansen i markedet. Vi fant at XXLs beta var 0,78 (DN Investor). Dette impliserer at XXL har små svinger sammenlignet med markedet, og er mye mindre volatil enn hva referanseindeksen OSBEX er. (Rammen, 2021)



### 6.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er hva man kan forvente å oppnå ved en risikabel investering i forhold til en risikofri investering. Slik sier risikopremie noe om hva kompensasjonen for investeringen er. XXLs risikopremie er basert på hva en observasjon av lignede selskaper og er hentet ut fra årsrapporten for 2020 (Årsrapport, 2020) I årsrapporten kom det frem at denne verdien er 5.8%. Denne verdien er ganske lik det som er standarden for risikopremie, ifølge en undersøkelse gjort av PWC i samarbeid norske finansanalytikerens forening. Den verdien de kom fem til i 2021 var 5%. (PWC, 2022)

### 6.1.4 WACC:

WACC står for Weighted Average Cost of Capital og måler et selskaps kostnad av å låne penger basert på kapitalstrukturen i selskapet, altså forholdet mellom gjeld og egenkapital. Metoden vurderer et selskaps aksjer og ser på hvorvidt man skal investere i det. Desto høyere WACC- verdien er desto mindre sannsynlig er det at selskapet skaper verdi. Ved å subtrahere WACC- verdien fra avkastningen i selskapet finner man hvor mye selskapet skaper av verdi. (Nasjonal Kommunikasjonsmyndighet, 2020)

$$WACC = (E / E + D) * RE + D / (E + D) * RD * (1 - T)$$

<b>Beregning av WACC</b>	<b>2021</b>
Lånerente før skatt	4,3 %
Gjennomsnittlig egenkapitalandel	41,6 %
Gjeldsgrad	58,4 %
Gjennomsnittlig rentebærende gjeld	3 372
Gjennomsnittlig rentekostnad	146
Beta	0,78
Avkastningskrav	6,24 %
<b>WACC</b>	<b>4,57 %</b>

Tabell 18:WACC

RE = Egenkapitalens avkastningskrav,

$E / (E+D)$  = Gjennomsnittlig egenkapitalandel,

RD = Lånerente før skatt,

$D / (E+D) = \text{Gjeldsgrad,}$

$T = \text{Skattesats,}$

*Egenkapital og gjeldsandel:*

Under soliditetsdelen tidligere i oppgaven (5.5) regnet vi oss frem til at egenkapitalandelen er på 41.6% og da gjeldsandelen er på 58.4%.

*Egenkapitalenes avkastningskrav og lånerenten:*

Egenkapitalens avkastningskrav fant vi ved å bruke CAPM metoden. Lånerenten før skatt fant vi ved å ta XXLs rentekostnad på 146 delt på selskapets totale rentebærende gjeld på 3, 372 (tall i millioner). Da blir lånerenten før skatt 4,3%.

## 7. Diskontering av kontantstrømmer

Tabell 19 under viser hva kontantstrømmene og terminalverdien for de neste fem årene vil være. Det har blitt forutsatt at skattesatsen de neste årene holder seg på 22%. Gordons vekstformel brukes for å komme frem til terminalverdien. I denne formelen legges det til grunn et estimat for veksten i fremtiden. Den fremtidige veksten for XXL setter vi til å være lik 1%. Dette er på grunn av at XXL driver i en bransje som kjennetegnes av små marginer og stor konkurranse blant selskapene.

Den fremtidige kontantstrømmen til XXL ser vi på som synkende de neste årene. Det er forventet økte priser på strøm og høyere rentekostnader de neste årene og dette mener vi vil påvirke salget av sportsutstyr de neste årene. Korona pandemien har blitt sett på som kunstig bra da mange kjøpte varer istedenfor tjenester.

Vi skal nå prøve å komme frem til en aksjekurs for XXL per 31.12.2021. Vi har brukt diskontert fremtidig kontantstrøm og markedsbasert verdsettelse. Grunnen til at vi har valgt å bruke disse metodene er at vi ønsker å få et estimat som tilsvarer prisen til XXL så godt som mulig. For å finne den mest nøyaktige prisen på XXL er det avgjørende å se på hvilke parametere som er avgjørende for beslutningstaker.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	10 423	10 006	10 400	10 200	10 300	10 490
Driftkostnader		8 932	9 609	9 866	10 067	10 247
EBITDA	1 117	1 074	791	334	233	243
Avskrivinger	753	810	883	971	1 068	1 175
EBITA	364	264	- 92	- 637	- 836	- 932
Skatt 22%	80	58	-20	-140	-184	-205
NOPLAT	284	206	- 72	- 497	- 652	- 727
Avskrivinger	753	810	883	971	1 068	1 175
Investeringer		-260	-270	-300	-255	-265
Økning arbeidskapital	-537	-40	-140	-233	-138	-25
Free cash flow	1 574	796	681	407	300	208
Terminalverdi						5 885

Tabell 19: Kontantstrøm

Får å kunne anslå en pris på aksjen ut i fra kontantstrømmene så må vi finne nåverdien for de neste årene, samt terminalverdiens nåverdi som er gitt ved formelen under:

$$\text{Terminalverdi} = FCF * (1 + g) / WACC$$

Det er gjennom å diskontere med WACC at vi har mulighet til å finne nåverdien av kontantstrømmene og terminalverdiene.

Totalkapitalen til XXL får vi gjennom å summere nåverdien til kontantstrømmen og terminalverdien. Det tas deretter bort rentebærende gjeld og det man har igjen er egenkapitalen.

XXL har per nå ca. 252 millioner utestående aksjer. Deler vi egenkapitalen på aksjene i selskapet får vi en kurs på 13,8 kr per aksje.

Economic value	6 864 275 204
Netto rentebærende gjeld	3 372 000 000
Verdi av EK	3 492 275 204
Antall aksjer	252 436 658
Estimert aksjekurs	13,8
Aksjekurs 31.12.2021	14,1

Tabell 20: Egenproduisert

Vi ser at med denne kontantstrømmen, er vi ganske nærme hva aksjekursen kursen var per 31.12.2021 med at vi mener den er litt overpriset. Det er vanskelig å estimere fremtidig kontantstrøm, da dette ikke er noe som har skjedd ennå og så kan det skje ting som ingen forventet som for eksempel en pandemi som vi fikk i 2020. Det er allikevel som skrevet over

ganske sannsynlig at veksten til XXL vil være liten de neste årene, da de opererer i et marked med høy konkurranse og lave marginer.

## 8 Markedsbasert verdsettelse

En annen type verdsettelse vi har foretatt oss er en markedsbasert verdsettelse. For å få en så god som mulig markedsbasert verdsettelse bør man sammenligne med selskaper som opererer i samme marked og i de samme landene. Når det kommer til XXL er det dessverre umulig da de er den eneste børsnoterte sport og friluftsselskapet på Oslo børs per nå. Vi har derfor valgt å sammenligne med to selskaper som driver innenfor mange av de samme sektorene som XXL, men i andre markeder enn Norden. Dette er selskaper med regnskapstall tilgjengelig, som gjør det lettere å foreta en markedsbasert verdsettelse. Tallene vi har hentet er fra Yahoo Finance og ble hentet per 03/04/2022.

### 8.1 Valg av multiplikatorer og sammenlignbare selskaper

En metode for å finne XXL sin verdi er å estimere den gjennom å bruke multipler som (P/E), (P/B) og (P/S). For å gjøre en sånn verdsettelse mest riktig bør selskapet sammenlignes med like selskaper, som vil si i samme bransje og ca. Samme størrelse på virksomheten. I Norge har vi Sport Holding som største konkurrent. XXL er derimot eneste selskap som er notert på Oslo børs innenfor denne bransjen. Sport holding må derfor utelukkes. Det har derfor blitt valgt å sammenligne XXL med Dick's Sporting Goods og FootLocker som begge er notert på den Amerikanske børsen. Grunnen til at vi bruker to store amerikanske selskaper er at det lett tilgjengelig data om nøkkeltall som gjør det enkelt å sammenligne de mot XXL. Grunnen til skepsis er at de amerikanske selskapene figurerer i større og andre markeder enn det XXL gjør for øyeblikket, som gjør at multiplene allikevel ikke blir helt nøyaktig grunnet forskjellige operative markeder.

XXL og Footlocker har begge butikker/varehus i Norden. Mye av handelen foregår via nett, men de har også utsalgssteder hvor man kan få bistand rundt varene. Dick's Sporting goods er en av Amerikas største sportskjeder og tilbyr mange et bredt sortiment, slik som XXL. De er også bygd opp på en veldig lik måte der de har store varehus man kan besøke for å få hjelp, men også en nettside med masse produkter. De amerikanske selskapene er ganske mye større enn XXL som kan bli sett på senere i den komparative analysen. Selskapene operer derimot i

samme bransje, men i ulike markeder som allikevel gjør at det er interessant å sammenligne selskapene.

	Enterprise value mnok	Bokført egenkapital mnok	Total omsetning mnok	Årsresultat mnok	P/E	P/S	P/B	Antall aksjer	Aksjekurs 31.12.21	Merknad
Footlocker	48 894	24 151	65 668	2 810	5,00	0,50	1,31	112 933 000	380	
Dick's sporting goods	87 522	20 358	83 381	4 611	8,89	1,02	3,94	135 275 000	1 000	Konvert fra USD kurs: 8,7
<b>Gjennomsnitt inkl.XXL</b>					<b>9,38</b>	<b>0,60</b>	<b>1,97</b>			
XXL	6 000	3 800	10 006	194	14,25	0,28	0,66	252 436 658		

Tabell 21: Sammenligning verdier

Tabell 8.1 viser nøkkeltall for XXL og de selskapene vi har sammenlignet med. Det er disse verdiene som har blitt brukt for å gjennomføre kalkulasjon av multiplene som vist i tabell 8.1. Disse beregningen skal så brukes til å finne en markedsbasert verdsettelse.

## 8.2 P/E-multiplikator

P/E er en metode ut verdiene til et selskap. Det regnes ut ved å dele bedriftens markedsverdi per aksje på resultatet per aksje som vist i formelen under.

$$\text{P/E Ratio: Markedsverdi per aksje} / \text{Resultat per aksje}$$

P/E-Ratio kan være fin å bruke når man skal sammenligne selskaper i lik bransje. Ulike bransjer har ofte ulike P/E verdier fordi de operer i forskjellige bransjer.

Hva kan vi lære av P/E?

1: Høy P/E: Forteller at investorer forventer en høy inntekt frem i tiden på selskapet og at det forventes at selskapet vil ha en stor vekst. Verdien på aksjen har økt raskere enn inntjeningen i selskapet på grunn av store forventninger. EN høy P/E kan bety at selskapet er overpriset, men det er ikke alltid en sammenheng mellom høy p/e og overprising. Hvis selskapet klarer å innfri forventningene til investorene kan dette være lønnsomt.

2: Lav P/E: Kan skje når prisen på en aksje faller og at inntekten til selskapet fortsetter å være der den var. Dette kan altså bety at et selskap med lav P/E er underpriset. Et selskap med lav P/E vil tiltrekke investorer som mener bedriften er underpriset og derfor vil investere i den fordi de tror den i fremtiden skal gå opp. Når en kjøper en aksje så kjøper man en del av fremtidig inntjening og det er derfor selskaper med høy P/E ofte må betales mer for.

Det finnes ingen god definisjon på hva en god P/E er. For å få noe av verdien så må man se på hele omfanget av verdien, altså bransjen og selskapet sammenlignet opp mot hverandre.

Verdien på P/E vil endre seg sammen med hva aksjeprisen er. Det vil derfor være mulig for et selskap å ha over gjennomsnittet høy P/E og under gjennomsnittet P/E i perioder (Zakamulin, 2019a).

Hvordan bruke P/E?

Det finnes ofte veldig mange selskaper i en sektor, det er i disse tilfellene P/E kan brukes til å sortere vekk selskaper og minske selskaper å vurdere. P/E kan brukes når man skal investere, men det bør heller bli brukt som en del av konklusjonen på om man skal gå for det selskapet eller ikke. Om man sammenligner XXL med de andre ser vi at de har en veldig høy P/E. Dette kan skyldes at XXL i flere år har vokst ganske fort og at investorer forventer at dette skal fortsette. Aksjeprisen har dock falt en god del i 2021 og XXL hadde en periode en P/E på over 30. Noe som er veldig høyt sammenlignet med snittet. (Zakamulin, 2019a)

De amerikanske selskapene og XXL vil ut ifra et snitt gi oss en P/E-verdi på 7.88. Denne P/E verdien vil gi XXL en verdi på

$$\text{Estimert aksjeverdi} = \frac{\frac{P}{E} * \text{Årsresultat}}{\text{antall akjser}}$$

*Formel 1: P/E-verdi*

$$\text{Estimert aksjeverdi} = (9,38 * 194\,000\,000) / 252\,436\,658 = 7,2$$

### **8.3 P/S-multiplikator**

P/S-multiplikator er et sentralt analyse- og verdsettelsesverktøy for investorer og analytikere. Forholdet viser hvor mye investorer er villige til å betale per krone.

P/S kan regnes ut ved å dele selskapets markedsverdi med det totale salg. P/S er også kjent som en salgsmultiplum eller inntektsmultiplum. Som alle forholdstall er P/S-forholdet mest relevant når det brukes til å sammenligne selskaper i samme sektor. Et lavt forhold kan indikere at aksjen er undervurdert, mens et forhold som er betydelig over gjennomsnittet kan tyde på overvurdering. (Hargrave, 2020)

XXL og de selskapene vi har sammenlignet med har i snitt en P/S-verdi på 0,75. Denne P/S verdien vil gi XXL en verdi på:

$$\text{Estimert aksjeverdi} = \frac{P}{S} * \frac{\text{Årsresultat}}{\text{antall aksjer}}$$

Formel 2: P/S-verdi

$$\text{Estimert aksjeverdi} = (0,60 * 10\,006\,000\,000 / 252\,436\,658 = 23,81)$$

## 8.4 P/B-multiplikator

Hva er P/B ?

P/B står for «Price to book value». For å finne P/B verdien må man ta markedsverdien delt på egenkapitalen som selskapet har. Verdien av dette blir til P/B.

For å regne ut markedsverdien til selskapet tar vi antall utestående aksjer og multipliserer dette med aksjekursen. For å finne egenkapitalen tar man og trekker gjeld fra eiendelene (Zakamulin, 2019b).

Markedsverdien til selskapet kan vi beregne ved å ta:

$$\text{Pris per aksje} * \text{antall utestående aksjer}$$

Egenkapitalen beregnes ved å ta:

$$\text{Eiendeler} - \text{gjeld}$$

Hvordan bruke P/B i investeringer?

Om et selskap har en lav P/B verdi kan man sammenlignet med markedet få en indikasjon på om det er underpriset eller ikke. Det kan også være noe feil ved selskapet fundamentalt sett. Handler man et selskap med en P/B på 2 vil man betale dobbelt så mye som egenkapitalen i selskapet er verdt.

Multiplikatoren kan man bruke som en metode å finne spennende aksjer i en bransje man vil investere i. Multiplikatoren kan gjøre det lettere å skille selskapene og til slutt finne et selskap man ønsker å investere pengene sine i. Selskapets pris er lik den diskonterte kontantstrømmen i fremtiden og en økt P/B vil derfor indikere at investorene og markedet har større optimisme rundt selskapet og at det vil være pessimisme hvis P/B synker. (Zakamulin, 2019b)

XXL og de selskapene vi har sammenlignet med har i snitt en P/B verdi på 3.88. Denne P/B verdien vil gi XXL en verdi på:

$$\text{Estimert aksjeverdi} = \frac{\frac{P}{B} * \text{Balanseført egenkapital}}{\text{antall aksjer}}$$

*Formel 3:P/B-verdi*

$$\text{Estimert aksjeverdi} = (3.88 * 3800\ 000\ 000 / 252\ 436\ 658 = 29,64)$$

## 8.5 Oppsummering markedsbasert analyse

Med utgangspunkt av tallene vi har funnet over vil vi kunne regne ut en aksjeverdi. XXL har litt gjennomsnittlig høy P/E-verdi, sammenlignet med de andre. På P/s og P/b ligger XXL noe under gjennomsnittet. Verdiene skiller seg en del fra aksjekursen på 14.88 som kursen var 31.12. Hvis vi setter verdiene sammen vil den beregnede aksjekursen bli: Estimert aksjekurs =  $(7,2 \text{ kr} + 23,81 \text{ kr} + 29,64 \text{ kr}) / 3 = 20,22 \text{ kr}$ . Det er ganske stor forskjell på den estimerte kursen og hva kursen er per 31.12. Problemet er at aksjeprisen til XXL har blitt straffet ganske hardt siste året da den i løpet av 2021 har ligget mellom 25 og 13. Den har altså hatt en prisnedgang på 43% i løpet av 2021. Dette er ganske uvanlig tall for et børsselskap av den størrelsen. Det er også sånn at selv om aksjeprisen har falt drastisk betyr ikke det at det kun er på grunn av inntjening til selskapet også har blitt halvert. Dette kan ha mye med eksterne faktorer og hvor investorer tror selskapet skal videre. Den markedsbaserte verdsettelsen er også i samme område som den fundamentale verdsettelsen på 13,8kr per aksje.

## 9. Sensitivitetsanalyse

Hensikten til sensitivitetsanalyse er at man kan se hvor følsom verdien på aksjen er for små endringer i variablene som har blitt valgt. Om det i kontantstrømanalysen er store usikkerhetsmoment vil dette også knytte store usikkerheter til estimatet på aksjekursen. Vi har valgt å sette søkelyset på Beta, WACC og EBITDA.



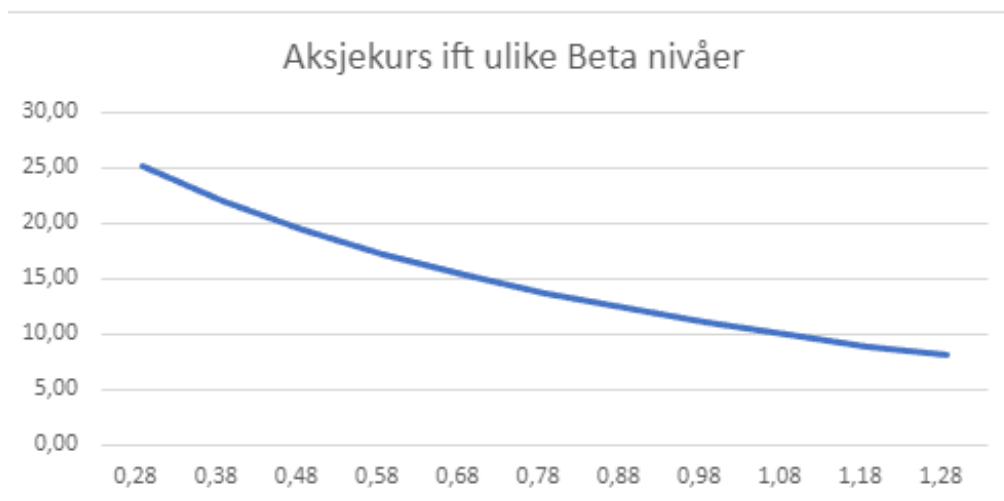
## 9.1 Sensitivitetsanalyse Beta

Tabell 22 viser hvordan aksjeprisen reagerer i forhold til endring i betaen. Betaen som er blitt brukt sammen med den opprinnelige aksjeprisen er 0,78. Fra tabellen kan vi se at aksjekursen er ganske sensitiv i forhold til beta. Endringen på aksjekursen om man beveger seg opp eller ned to betaverdier ser vi at dette gjør at prisen varierer med 5.

Beta		
Betaverdi	Aksjekurs	Nåverdi
0,28	25,28	9 754
0,38	22,17	8 968
0,48	19,48	8 289
0,58	17,30	7 739
0,68	15,45	7 271
0,78	13,82	6 859
0,88	12,39	6 500
0,98	11,13	6 183
1,08	10,02	5 900
1,18	9,02	6 548
1,28	8,13	5 420

Tabell 22-Endring i aksjepris ved endring i betaverdier

Variasjon på aksjepris i forhold til beta verdi kan vi også se i grafen under.



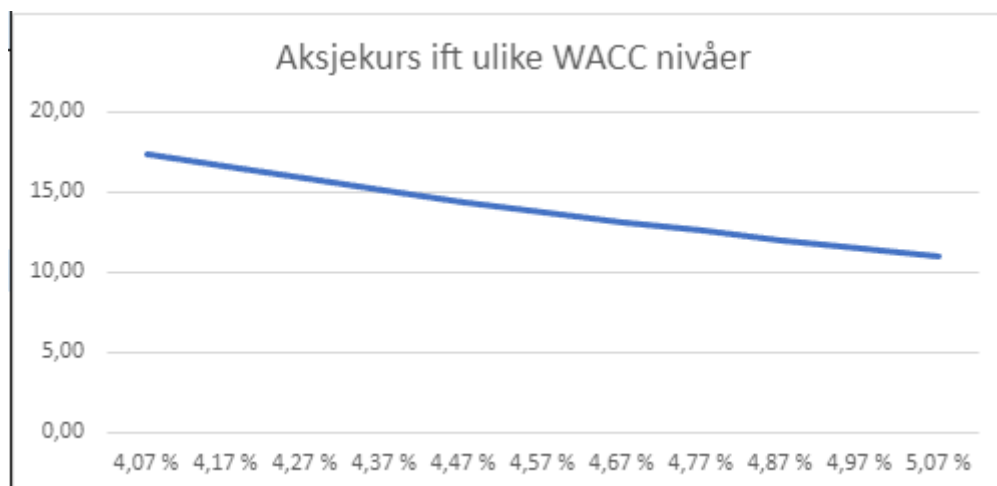
Figur 2-Aksjekurs Betaverdier

## 9.2 Sensitivitetsanalyse WACC

Tabell 23 viser endring av prisen til XXL basert på WACC. Dette viser at prisen på aksjen til XXL er veldig følsom når det kommer til små endringer i WACC. Aksjekursen er følsom for små endringer i WACC. Her kan vi se at en økning i WACC fra 4,07% til 5,07% påvirker prisen med nesten 6,5 kroner. Dette gir en prisendring på nesten 38% på en veldig liten økning i WACC. Det er derfor aksjeprisen til XXL er veldig usikker, på grunn av at små endringer kan ha fatale konsekvenser for prisen på aksjen.

WACC		
WACC	Aksjekurs	Nåverdi
4,07 %	17,47	7 782
4,17 %	16,65	7 574
4,27 %	15,87	7 379
4,37 %	15,15	7 196
4,47 %	14,46	7 023
4,57 %	13,82	6 859
4,67 %	13,20	6 705
4,77 %	12,62	6 558
4,87 %	12,07	6 419
4,97 %	11,55	6 287
5,07 %	11,05	6 161

Tabell 23-Endring i aksjepris ved endring i WACC



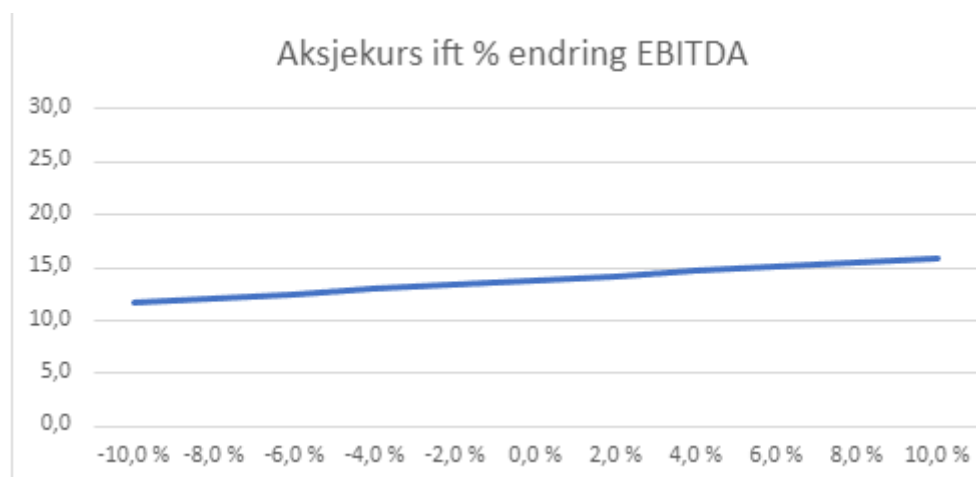
Figur 3- Aksjekurs WACC

### 9.3 Sensitivitetsanalyse EBITDA

Tabell 24 viser hva som skjer med aksjeprisen til XXL ved en endring på EBITDA. Den går fra en nedgang på 10% på det laveste og en økning på 10% på det høyeste. XXL sin aksjepris øker med cirka 2 kroner om EBITDA hadde økt med 10% og går ned cirka 2 kroner om den hadde sunket med 10%. Aksjeprisen er derfor ikke veldig følsom sammenlignet med endring i EBITDA-marginen.

EBITDA		
Endring	Aksjekurs	EV med terminalverdi
-10,0 %	11,7	6 322
-8,0 %	12,1	6 430
-6,0 %	12,5	6 538
-4,0 %	13,0	6 646
-2,0 %	13,4	6 754
0,0 %	13,8	6 859
2,0 %	14,2	6 967
4,0 %	14,7	7 075
6,0 %	15,1	7 183
8,0 %	15,5	7 291
10,0 %	15,9	7 399

Tabell 24-Endringer i aksjepris ved +/-10% endring i EBITDA



Figur 4- Aksjekurs EBITDA verdier

## 10. Konklusjon

XXL har i løpet av de siste årene hatt en veldig turbulent tid. De har de siste årene hatt en moderat vekst med store markedsandeler og vært den ledende sportsbutikken i Norden. I 2020 kom covid-19 pandemien og XXL hadde et kjempebra år med store inntekter. Nå er pandemien nesten over og man frykter at omsetningen til XXL vil falle over de neste årene. Kunder vil bruke penger på tjenester og ikke sportsutstyr, dette vil ha stor påvirkning på XXL. Oslo børs går også generelt inn i en usikker fremtid med økte renter og uforutsigbarhet. Dette har aksjeprisen til XXL fått smake på da store investorer heller går til stabile og sikre selskaper enn selskaper som XXL som det forventes stor vekst, men er mer usikkert på kort sikt.

I besvarelsen har vi gjort en analyse av det strategiske, der vi har lagt frem de svakhetene og styrkene som XXL må være obs på gjennom de ulike analysene vi foretok oss. Analysen ga oss innblikk i at XXL står relativt godt inn i fremtiden, men at det kan f.eks komme en utenlandsk aktør som Dicks sporting goods som gjør arbeidforholdene vanskeligere. Hvis en utenlandsk aktør skulle komme inn på markedet er det viktig at XXL er klar til å omstille seg denne utfordringen. Ved å bruke den strategiske analysen og regnskapet som bakgrunn, har vi foretatt en verdivurdering av XXL ved å bruke de regnskapstallene vi hadde til rådighet og estimere fremtidig tall. Av denne verdsettelsen fikk vi en verdi på 13,8 kroner per aksje som er noe under hva prisen er per 31.12.2021. Vi ser derfor at XXL ligger per nå der den skal ligge basert på fremtidig kontantstrøm. Det er som sagt veldig stor usikkerhet til de forutsetningene som har blitt lagt frem i tid, men med økningen i rentene så tror vi at XXL vil slite de neste årene når det kommer til kontantstrøm.

Vi har også gjort en verdsettelse på XXL basert på lignende selskaper på den amerikanske børsen. Vi fikk her en pris på XXL på 20,22. Sammenlignet med de utenlandske selskapene er altså XXL ganske underpriset. Det er allikevel vanskelig å sammenligne da disse selskapene konkurrerer i mye større markeder og som også har mye større omsetning. Det er allikevel en pekepinn på at sportsbutikker er attraktivt og at om XXL gjør mye riktig fremover, kommer dette vises med at aksjeprisen kan stige en god del

Den siste analysen vi gjorde var en sensitivitetsanalyse. Analysen viste oss hva som skjer med aksjeprisen til XXL med endringer i spesifikke verdier. Våre tall viser tydelig at endringer i beta påvirker aksjekursen betydelig. Dette bekrefter også at det vil være en stor usikkerhet knyttet til hva XXL sin verdi er nå og i fremtiden. Vi ønsker derfor ikke komme med noe kjøps

anbefaling, men mer en hold anbefaling mot at aksjonærer må være forberedt på at kursen vil kunne få betydelige negative utfall hvis veksten til XXL avtar de neste årene.

## 11. Kildeliste

Brealey, R.A., Myers, S.C. & Allen, F. (2020) Principles of Corporate Finance (13. Utgave). McGraw-Hill Education.

Dalen, H. and Revold, M. (2021). *Idrett og friluftsliv, levekårsundersøkelsen*. SSB.

Tilgjengelig på: <https://www.ssb.no/kultur-og-fritid/idrett-og-friluftsliv/statistikk/idrett-og-friluftsliv-levekarsundersokelsen> [Nedlastet 2 april. 2022].

DigitalNorway (2021a). *Hvilke eksterne drivkrefter påvirker bedriften? Slik gjør dere en PESTEL-analyse*. DigitalNorway. Tilgjengelig på: <https://digitalnorway.com/pestel-analyse/>. [Nedlastet 17 mars. 2022].

DigitalNorway (2021). *Porters fem krefter: Slik gjør du en konkurrentanalyse*.

DigitalNorway. Tilgjengelig på: <https://digitalnorway.com/porters-fem-krefter-slik-gjor-du-en-konkurrentanalyse/>. [Nedlastet 2 april. 2022].

DigitalNorway (2021c). *Syrker, svakheter, muligheter og trusler: Slik gjør du en effektiv SWOT-analyse*. [online] DigitalNorway. Tilgjengelig på: <https://digitalnorway.com/swot-analyse/>. [Nedlastet 27 mars. 2022].

DN investor (2022). *DN Investor*. DN Investor. Tilgjengelig på: <https://investor.dn.no/#>. [Nedlastet 4 mars. 2022].

economy-pedia (2022). *VRIO Analyse - Hva er det, definisjon og konsept - 2021 - Economy-Wiki.com*. [online] no.economy-pedia.com. Tilgjengelig på: <https://no.economy-pedia.com/11040593-vrio-analysis> [Nedlastet 25 mars. 2022].

Handelshøyskolen BI (2021). *Bransjerresultater 2021*. [online] Handelshøyskolen BI.

Tilgjengelig på: <https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarmeter/bransjerresultater-2021/> [Nedlastet 18 mars. 2022].

Hargrave, M. (2020). *What Does the Price-to-Sales (P/S) Ratio Reveal?* Investopedia.

Tilgjengelig på: <https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-salesratio.asp>. [Nedlastet 2 april. 2022].

Høgseth, M. (2021). *XXL venter solid vekst i kjølvannet av coronapandemien*. [online] e24.no. Tilgjengelig på: <https://e24.no/naeringsliv/i/g7bM9q/xxl-venter-solid-vekst-i-kjoelvannet-av-coronapandemien> [Nedlastet 9 mars. 2022].

Hopland, S. (2022). *Sportsbransjen økte med en halv milliard i 2021*. e24.no. Tilgjengelig på: <https://e24.no/naeringsliv/i/dn06Ez/sportsbransjen-oekte-med-en-halv-milliard-i-2021> [Nedlastet 8 april. 2022].

Innovasjon Norge (2021). *Bærekraft gir konkurransekraft*. [online] [www.innovasjonnorge.no](http://www.innovasjonnorge.no). Tilgjengelig på: <https://www.innovasjonnorge.no/no/verktoy/barekraft-og-etikk/barekraft-gir-konkurransekraft/> [Nedlastet 4 mars. 2022].

Knudsen, C. (2020). *Resultatvarsel fra XXL: Svak julehandel og tøff konkurranse*. [online] e24.no. Tilgjengelig på: <https://e24.no/boers-og-finans/i/rAyyXl/resultatvarsel-fra-xxl-svak-julehandel-og-toeff-konkurranse> [Nedlastet 4 mars. 2022].

KPMG (2021). *IFRS 16 - KPMG Norge*. [online] KPMG. Tilgjengelig på: <https://home.kpmg/no/nb/home/tjenester/revisjon-og-bekreftelser/regnskapsradgivning-accounting-advisory/ifrs/ifrs-16.html> [Nedlastet 5 Apr. 2022].

Lorvik, N. (2021). *XXL økte salget av sportsutstyr med 20 prosent*. Nettavisen. Tilgjengelig på: <https://www.nettavisen.no/okonomi/xxl-okte-salget-av-sportsutstyr-med-20-prosent/s/12-95-3424084467> [Nedlastet 2 april. 2022].

Nasjonal kommunikasjonsmyndighet (2020). *Kostnadsmodeller og WACC*. Nkom. Tilgjengelig på: <https://www.nkom.no/ekom-markedet/kostnadsmodeller-og-wacc> [Nedlastet 19 februar. 2022].

Norges bank (2022a). *Styringsrenten*. Norges-bank.no. Tilgjengelig på: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>. [Nedlastet 9 mars. 2022].

Norges bank (2022b). *Valutakurser*. [online] [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no). Tilgjengelig på: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=USD> [Nedlastet 8 mars. 2022].

Norian (2022). *Finansieringsgrad 1*. [online] NORIAN Accounting. Tilgjengelig på: <https://norian.no/finansieringsgrad-1/> [Nedlastet 7 mars. 2022].

Norsk Sportbransjeforening (2022). *Sportskjedene fortsetter veksten i 2021*. Sportsbransjen. Tilgjengelig på: <https://sportsbransjen.no/nyhetsarkiv/sportskjedene-fortsetter-veksten-i-2021> [Nedlastet 5 mars. 2022].

Norsk Sportbransjeforening (2020). *Gresvig Retail Group AS er konkurs*. [online] Sportsbransjen. Tilgjengelig på: <https://sportsbransjen.no/nyhetsarkiv/gresvig-retail-group-as-er-konkurs> [Nedlastet 5 mars. 2022].

NTB nyheter (2020). *Arbeidstilsynet: Alvorlige brudd på arbeidsmiljøloven i XXL*. Dagsavisen. Tilgjengelig på: <https://www.dagsavisen.no/nyheter/innenriks/2020/02/23/arbeidstilsynet-alvorlige-brudd-pa-arbeidsmiljoloen-i-xxl/> [Nedlastet 2. april. 2022].

PricewaterhouseCoopers (2022). *Risikopremien 2020*. [online] PwC. Tilgjengelig på: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>. [Nedlastet 2. april. 2022].

Rammen, K. (2021). *Beta – Hvordan aksjen beveger seg i forhold til markedet*. Finanssans.no. Tilgjengelig på: <https://finanssans.no/beta> [Nedlastet 5 mars. 2022].

Sennesedt, E. (2020). *Sportsbransjen har aldri gjort det bedre enn under corona*. e24.no. Tilgjengelig på: <https://e24.no/naeringsliv/i/JoK4WJ/sportsbransjen-har-aldri-gjort-det-bedre-enn-under-corona> . [Nedlastet 3. Mars. 2022].

Sport 1 (2022). *Sport 1 Gruppen*. [online] Sport 1 - Ekte Sport. Tilgjengelig på: <https://sport1.no/om-oss/om-sport-1-gruppen/> [Nedlastet 3. Mars. 2022].

Stadion (2022). *Om oss*. [online] Stadion.no. Tilgjengelig på: <http://www.stadion.no/#omoss> [Nedlastet 3. Mars. 2022].

Store norske leksikon (2021). *Intersport*. [online] Store norske leksikon. Tilgjengelig på: <https://snl.no/Intersport> [Nedlastet 31. Mars. 2022].



Trading Economics (2022). *Norge - 10-årig statsobligasjon / 1988-2022 Data / 2023-2024 Forventning*. [online] no.tradingeconomics.com. Tilgjengelig på: <https://no.tradingeconomics.com/norway/government-bond-yield>. [Nedlastet 5 mars. 2022].

Visma (2022a). *Likviditetsgrad 1*. [online] help.visma.net. Tilgjengelig på: [https://help.visma.net/no\\_no/financial-overview/content/online-help/kpi-current-ratio.htm](https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-current-ratio.htm). [Nedlastet 3. Mars. 2022].

Visma (2022b). *Likviditetsgrad 2*. [online] help.visma.net. Tilgjengelig på: [https://help.visma.net/no\\_no/financial-overview/content/online-help/kpi-quick-ratio.htm](https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-quick-ratio.htm) [Nedlastet 13. Mars. 2022].

Wikipedia (2021a). *Ekspansiv finanspolitikk*. [online] Wikipedia. Available at: [https://no.wikipedia.org/wiki/Ekspansiv\\_finanspolitikk](https://no.wikipedia.org/wiki/Ekspansiv_finanspolitikk) [Nedlastet 15 mars. 2022].

Wikipedia (2021b). *XXL*. Wikipedia. Tilgjengelig på: <https://no.wikipedia.org/wiki/XXL>. [Nedlastet 3. Mars. 2022].

XXL ASA (2021a). *Management / XXL ASA*. XXLASA.com. Tilgjengelig på: <https://www.xxlasa.com/management-2/> [Nedlastet 01 Apr. 2022].

XXL ASA (2021b). *XXL sport og villmark*. [online] XXL. Tilgjengelig på: <https://www.xxl.no/tips/gc/om-xxl/annet/dette-er-xxl>. [Nedlastet 5 mars. 2022].

XXL ASA (2022a). *Bærekraft og etikk*. XXL. Tilgjengelig på: <https://www.xxl.no/tips/om-xxl/baerekraft-og-etikk>. [Nedlastet 5 mars. 2022].

XXL ASA (2022b). *Career / XXL ASA*. [online] XXLASA.com. Tilgjengelig på: <https://www.xxlasa.com/career/> [Nedlastet 5 mars. 2022].

XXL ASA (2022c). *Top 20 Shareholders / XXL ASA*. XXLASA.com. Tilgjengelig på: <https://www.xxlasa.com/investor/the-share/top-20-shareholders/> [Nedlastet 5 mars. 2022].

XXL ASA (2021). *XXL Annual report 2020*. Tilgjengelig på <https://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2021/04/XXL-ASA-Annual-Report-2020.pdf> [Nedlastet 6. Mars. 2022].

XXL ASA (2020). *XXL Annual report 2019*. Tilgjengelig på <https://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2020/04/XXL-ASA-Annual-Report-2019.pdf> [Nedlastet 6. Mars. 2022].

XXL ASA (2019). XXL Annual report 2018. Tilgjengelig på <https://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2019/04/XXL-ASA-Annual-Report-2018.pdf> [Nedlastet 6. Mars. 2022].

XXL ASA (2018). XXL Annual report 2017. Tilgjengelig på <https://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/XXL-ASA-Annual-Report-2017.pdf> [Nedlastet 6. Mars. 2022].

XXL ASA (2022). XXL Interim report Q4 2021. Hentet fra <https://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2022/02/XXL-ASA-Interim-report-Q4-2021.pdf> [Nedlastet 6. Mars. 2022].

Zakamulin, D. (2019a). *Hvordan bruke P/E Ratio | Nordnet*. Nordnet. Tilgjengelig på: <https://www.nordnet.no/blogg/hvordan-bruke-p-e-ratio/> [Nedlastet 2 april. 2022].

Zakamulin, D. (2019b). *P/B Ratio | Nordnet*. Nordnet. Tilgjengelig på <https://www.nordnet.no/blogg/p-b-ratio/> [Nedlastet 2 april. 2022].

Øveraas, Heggedal, Stø. (2021) *Verdsettelse av XXL ASA*. Brukt til utforming av oppsett. Tilgjengelig på: <https://hdl.handle.net/11250/2777255> [Nedlastet 2 mars. 2022].

Horgøien, Sørensen, Hultin, Flagstad. (2020) *Fundamental verdsettelse av XXL ASA*. Brukt til utforming av oppsett. Tilgjengelig på: <https://hdl.handle.net/11250/2976506> [Nedlastet 2 mars. 2022].