

Mathias Malvik Horgøien
Jonas Sørensen
Tore Fjelde Hultin
Martin Johansen Flagstad

Fundamental verdsettelse XXL ASA

Fundamental valuation XXL ASA

Semesteroppgave i Økonomi og administrasjon

Veileder: Khine Kyaw

April 2020

Mathias Malvik Horgøyen
Jonas Sørensen
Tore Fjelde Hultin
Martin Johansen Flagstad

Fundamental verdsettelse XXL ASA

Fundamental valuation XXL ASA

Semesteroppgave i Økonomi og administrasjon
Veileder: Khine Kyaw
April 2020

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

Førord

Dette er en avsluttende obligatorisk oppgave som er en del av vårt bachelorstudium i økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen i Trondheim. Omfanget av oppgaven er på 7,5 studiepoeng. Kunnskapen vi bruker er et resultat av de tre studieårene, med hovedvekt på finansielle emner. Innholdet i denne oppgaven står for forfatterens egen regning.

Oppgaven har vært en inspirerende og utfordrende, med mange gode samtaler og diskusjoner mellom gruppe medlemmene. Samarbeid og planlegging har vært viktige elementer underveis i prosessen. Vi synes at dette har vært en god oppgave for å oppsummere det vi har lært i studieløpet, innenfor de ulike fagretningene.

Vi ønsker å benytte anledningen til å takke vår veileder, Khine Kyaw, for konstruktive tilbakemeldinger og hjelp gjennom prosessen ved utformingen av oppgaven.

Handelshøyskolen i Trondheim, NTNU, april 2020.

Tore Fjelde Hultin

Mathias Malvik Horgøien

Jonas Holen Sørensen

Martin Johansen Flagstad

Sammendrag

XXL har lenge vært et selskap preget av sterk vekst og solid inntjening. De siste par årene har selskapet opplevd motgang, både når det gjelder negative avsløringer rundt selskapet, dårlige værforhold og generell markedsuro. Siden selskapet ble børsnotert i 2000, er 2019 det første året selskapet har gått med underskudd. En svak kronekurs, en ekstraordinær nedskrivning og svekket tillit fra investorer har preget det foregående børsåret.

Selskapet har lenge hatt en unik posisjon i markedet, men inntøget av netthandel har preget bransjen. Konkurrenter har vært nødt til å begjære seg konkurs som følge av en vanskelig periode. På grunn av dette har det også vært utfordrende å skulle estimere fremtidig vekst og kontantstrømmer, da det foreligger store usikkerheter.

I denne oppgaven har vi kommet frem til en verdsettelse for XXL. Først så vi på selskapet, markedet samt en strategisk analyse for å kartlegge hvordan bedriften har posisjonert seg og danner et grunnlag for sammenligning brukt i den markedsbaserte verdsettelsen. Videre ser vi på regnskapet, risiko, lønnsomhet og en finansiell analyse av XXL. Disse tallene danner grunnlaget for verdiene vi bruker til å danne en konklusjon.

I neste del av verdsettelsen finner vi en verdi for WACC på 8,27% som ga oss en aksjepris på 9,00 NOK ved hjelp av en nåverdi-analyse av fremtidige kontantstrømmer. I den markedsbaserte verdsettelsen fant vi en relativt mye høyere verdsettelse. Herfra foretok vi en sensitivitetsanalyse av XXL som viser hvor varierende aksjeprisen er ved en endring av WACC, salgsinntekter og betaen til selskapet.

Til slutt kom vi frem til en konklusjon med en aksjepris for XXL på 9,- Nok. Vi anbefaler verken kjøp eller salg av aksjen, da det er store makroøkonomiske forhold i hyppig forandring grunnet Covid-19 utbruddet i 2020, som resulterer i et ekstremt volatilt marked.

Abstract

XXL has long been a company characterized by strong growth and solid earnings. Over the past couple of years, the company has experienced adversity, both in terms of negative disclosures around the company, poor weather conditions and general market turmoil. Since the company was listed on the stock exchange, 2019 is the first year the company has gone into deficit. A weak krone exchange rate, an extraordinary write-down and weakened investor confidence have characterized the previous stock market year.

The company has long held a unique position in the market, but the entry of e-commerce has characterized the industry. Competitors have had to file for bankruptcy as a result of this difficult period. Because of this, it has also been challenging to estimate future growth and cash flows.

In this paper we have concluded with a valuation of XXL. First of all we looked at the company, the market and a strategic analysis to map how the company has positioned itself within the market. This information was necessary in the comparative valuation of the company. Further we looked at the figures, risk, profitability and a financial analysis of XXL. The numbers found in this part of the paper, form the foundation used in further calculations and finally our conclusion.

The second part of the paper gave us our WACC value of 8,27% which results in a stock price of 9,00 NOK from a present-value analysis of future cash flows. In the comparative valuation we discovered a larger valuation of the stock price. Following this we show an analysis regarding the sensitivity of the stock price by altering our values for WACC, sales and the beta of the company.

In the end we concluded with a stock price for our valuation of 9,- NOK. With a recommendation of neither buy nor sell due to the volatile market following the Covid-19 outbreak of 2020.

Innholdsfortegnelse

1.	Innledning.....	1
1.1	Motivasjon.....	1
1.2	Problemstilling.....	2
1.3	Avgrensninger.....	2
1.4	Oppbygging.....	2
2.	Selskaps og bransjebeskrivelse.....	3
2.1	Om XXL.....	3
2.2	Marked og bransje.....	4
3.	Strategisk analyse.....	6
3.1.	Intern analyse.....	6
3.1.1.	Livssyklusen til XXL.....	6
3.1.2.	VRIO-analyse.....	7
3.2.	Ekstern analyse.....	10
3.2.1.	Porters femkraftsmodell.....	10
3.2.2.	PESTEL-analyse.....	14
3.3.	SWOT-analyse.....	18
4.	Regnskapsanalyse.....	19
4.1.	Resultatregnskap og balanseregnskap.....	19
4.2	Balanseregnskap.....	20
5.	Analyse av risiko og lønnsomhet.....	20
5.1.	Likviditet.....	20
5.2.	Soliditet.....	21
5.3.	Finansiering.....	21
5.4.	Lønnsomhet.....	22
5.5.	Oppsummering regnskapsanalyse.....	22
6.	Finansiell analyse.....	22
6.1.	Prognose fremtidige kontantstrømmer.....	22
6.1.1.	Driftsinntekter.....	22
6.1.2.	Driftskostnader.....	24
6.1.3.	Avskrivninger.....	24
6.1.4.	Skatt.....	24
6.1.5.	Arbeidskapital.....	24
7.	Avkastningskrav.....	25

7.1	Kapitalverdimodellen (CAPM).....	25
7.2	WACC.....	28
8.	Nåverdi av XXL ASA.....	29
8.1	Fremtidsregnskap.....	29
9.	Markedsbasert verdsettelse.....	30
10.	Sensitivitetsanalyse.....	32
10.1	Avkastningskrav.....	32
10.2	Salgsinntekter.....	32
10.3	Beta.....	33
11.	Konklusjon og kritikk.....	33
11.1.	Kritikk av oppgaven.....	33
11.2.	Konklusjon.....	34
12.	Referanser og kildeliste.....	35
12.1.	Figuroversikt.....	35
12.2.	Tabelliste.....	35
12.3.	Internettider.....	36

1. Innledning

I dette kapitlet ønsker vi å beskrive bakgrunnen for oppgaven, og hvilke valg vi har foretatt underveis i prosessen. Først skal vi se på motivasjonen som ligger til grunn for oppgaven, før vi definerer en problemstilling som skal besvares. Videre skal vi gå nærmere inn på hvilke avgrensninger vi har foretatt, og begrunne disse ut i fra relevans til oppgaven. Til slutt ønsker vi å utdype oppbyggingen av oppgaven, slik at leserne enklere kan navigere seg gjennom kapitlene.

1.1 Motivasjon

I løpet av de tre årene vi har gått på Handelshøyskolen i Trondheim har vi vært igjennom en rekke ulike fag og fagområder, med hovedfokus på finans. Vi har tatt stor interesse for praktisk anvendelse av det vi har lært og ønsket å skrive en oppgave om verdsettelse.

Stadig vekk ser man meglerhus og banker setter kursmål for selskaper, noe som kan være basert både på teknisk og fundamental analyse. Likevel foreligger det en rekke subjektive vurderinger bak disse estimatene, noe som inkluderer store rom for feil. Verdsettelse er åpenbart en viktig kilde til det å skulle lykkes på børsen, nærmere bestemt i aksjemarkedet.

Vi håper at etter vi har gjennomført denne prosessen, vil vi være i bedre stand til å foreta kvantitative vurderinger av selskaper på egenhånd. På denne måten vil vi ikke kunne skyldes på noen andre enn oss selv og markedet, dersom investeringene slår feil. Samtidig kan vi også da sammenligne framtidige verdsettelses med andres vurderinger, og diskutere likheter og ulikheter mellom disse.

Sportsbransjen har lenge vært et voksende segment, men har den siste tiden støtt på en rekke utfordringer, spesielt med nettbutikkens inntreden i markedet. XXL har over flere år vært en ledende aktør både i Norge og Norden når det kommer til sportsbransjen. Likevel har selskapet fått hard medfart på børsen den seneste tiden, og aksjekursen har falt over 80% de siste par årene. Noe av kursfallet til XXL er åpenbart berettiget, men vi er interessert i å undersøke om dagens prising er realistisk og riktig. Markedets atferd er sjeldent rasjonell, og vi mistenker at investorene har hatt en overreaksjon til selskapets prestasjoner.

1.2 Problemstilling

Målet med denne oppgaven er å foreta en verdsettelse av selskapet XXL ASA. Dette gjør vi ved å foreta analyser av de underliggende aktiva i selskapet, og å neddiskontere selskapets fremtidige kontantstrømmer. Det endelige resultatet vil munne ut i selskapets børsverdi, og verdi per aksje.

Vi har valgt følgende problemstilling; «*Hva er XXL ASA verdt?*».

1.3 Avgrensning

I oppgaven har vi vært nødt til å foreta avgrensninger både når det kommer til fokusområder og innhenting av informasjon. Vi har lagt vekt på regnskapsinformasjon fra de siste 5 regnskapsårene, og har måtte fokusere på den offentlige tilgjengelige informasjonen fra selskapet. Det vil si at hovedvekten av denne informasjonen er å betrakte som sekundærdata. I tillegg har vi lagt vekt på den nordiske delen av selskapet i analysearbeidet, med størst fokus på det norske markedet. Det er også en rekke av konkurrentene til XXL som ikke er børsnoterte selskaper, og som derfor er utelatt fra denne analysen. I denne oppgaven ligger fokuset kun på sportsbransjen isolert sett, og derfor ekskluderer vi ulike kleskjeder som Hennes & Mauritz og Cubus. Selv om disse kjedene også selger noe sportstøy er ikke dette å betrakte som deres hovedsegment. Slike merker utgjør til sammen 4% av markedet ifølge tall fra sportsbransjen i 2017.

1.4 Oppbygging

Oppgavens struktur følger oppsettet vi har fått tildelt gjennom retnings-ansvarlig for finansiell styring, og er i så måte en generell oppbygging av en slik oppgave på bachelornivå her på Handelshøyskolen i Trondheim.

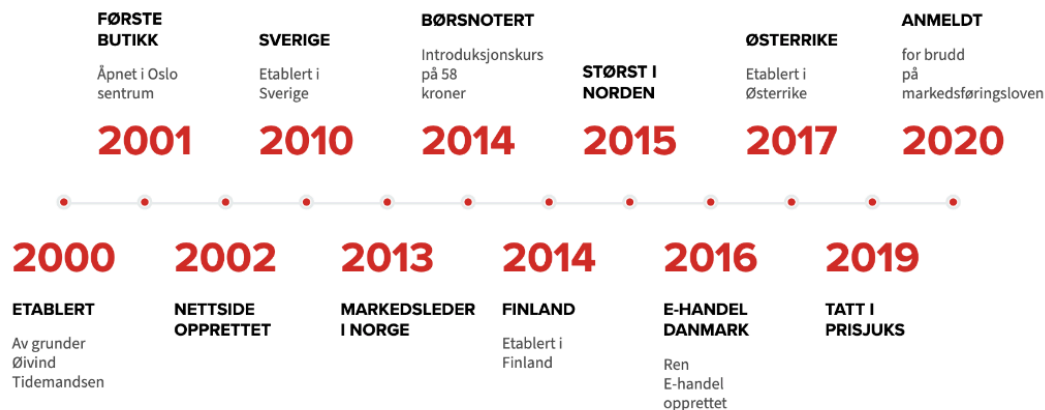
Oppgavens første del presenterer bakgrunnen for oppgaven, og motivasjonen som ligger til grunn. Her har vi også gjort rede for nødvendige avgrensninger og definert vår problemstilling. Oppgavens andre del presenterer selskapet og den tilhørende bransjen selskapet opererer i. I del tre tar vi for oss en strategisk analyse av selskapet, mens vi fokuserer på en regnskapsanalyse i del fire og fem. I del seks foretar vi en diskusjon rundt valg av avkastningskrav, før vi beregner selskapets fundamentale verdi i del sju. I del åtte kommer vi til den markedsbaserte verdsettelsen med hovedfokus på multipler, før vi i del ni foretar en sensitivitetsanalyse samt en diskusjon rundt selskapet. I siste del, del ti, konkluderer vi med den prisen vi har kommet frem til for selskapets aksjer.

2. Selskaps og bransjebeskrivelse.

I denne delen av oppgaven retter vi fokuset mot selskapet, og veien frem til i dag. Vi skal se litt på historien til XXL, og sportsbransjen generelt. Vi ønsker her å skape en bedre forståelse for markedet, og de tilhørende truslene og mulighetene som følger med.

2.1 Om XXL

XXL ble etablert i 2000 av grunder Øyvind Tidemanden, og i 2001 åpnet den første butikken i Oslo (XXL, 2020). Ett par år senere ekspanderte selskapet til Norden, og i 2017 valgte de å gå inn i det østerrikske markedet. Selskapet opplevde lenge en solid vekst, og har i dag 36 varehus i Norge, 26 i Sverige, 17 i Finland og 4 i Østerrike (XXL, 2020). Deres mål er å være en ledende europeisk sportsforhandler for merkevarer innen sport, friluftsliv og villmark, til de beste prisene. XXL sitt fokus er å skape verdier for aksjonærene og samfunnet gjennom å utnytte vekst og effektivisere driften. Selskapet sitt viktigste konkurransefortrinn er at de operer med relativt lave kostnader og har en unik forretningskultur basert på sine ni kjerneverdier: resultatorientert, entusiasme, hardtarbeidende, kvalitet, punktlighet, ydmykhet, rettferdighet, åpenhet, hjelpsomhet. (Dagbladet, 2019)



Figur 2.1: XXL tidslinje. Kilde: Egenkomponert ved hjelp av "Spark-Adobe"

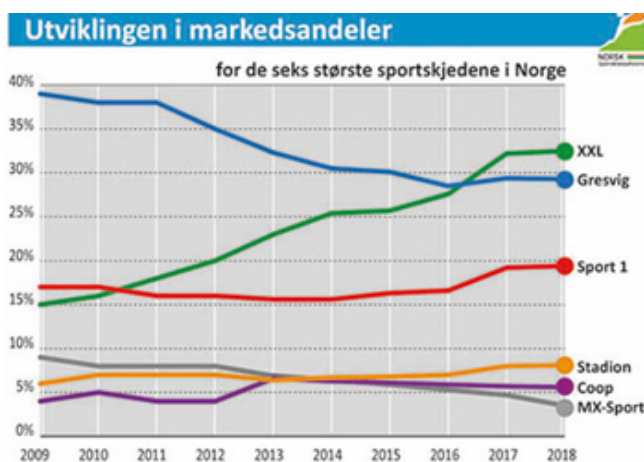
Visjonen til XXL er; "å være paradiset for folk som er interessert i sport, utendørs og dyreliv." (XXL, 2020) Selskapet har et mål om å tilby; "Alt sportsentusiastene, den treningsglade og friluftsmennesket trenger under samme tak, fra de beste merkene, og til de beste prisene." Pål Wibe, tidligere sjef i Europris, ble i 2020 innsatt som ny sjef i XXL. Han sa i en pressemelding at: "Jeg har alltid vært imponert over XXL og hva selskapet har oppnådd så langt. Jeg ser stort potensial i XXLs markedsposisjon fremover og jeg er overbevist om at

XXL har det som trengs for å være den beste sportsutstyr kjeden i Europa.” (Norsk Sportbransjeforening, 2020)

XXL har de seneste årene møtt en rekke utfordringer, både knyttet til lønnsomhet, prisjuks, anmeldelse av forbrukertilsynet og NAV-saken. Aksjekursen til selskapet har som følge av dette sunket nærmere 80% de siste par årene. Innrømmelsen om prisjuks kom i 2019 etter avsløringen om at ansatte kjøpte varer til “førpris” for deretter å slå dem i retur og annonsere de til nedsatt pris. I 2020 ble selskapet anmeldt for brudd på markedsføringsloven, samtidig som NAV har trukket tilbake avtalen vedrørende utleie av arbeidskraft etter avsløringer om ulønnet arbeid og disiplinierende straffereaksjoner. (E24,2020)

2.2 Marked og bransje

Sportsbransjen er et krevende marked som er avhengig av en rekke faktorer man ikke kan påvirke. I Norge er de fire årstidene så ulike at de medfører ulike behov, og derfor er været å betrakte som et stort usikkerhetsmoment. Enkelte år kan man oppleve en vinter uten snø, noe som senker salget av vinterrelaterte produkter. Andre år opplever vi en sommer uten mye sol, noe som også påvirker salget betraktelig. Dette medfører at de ulike aktørene må foreta en essensiell vurdering ved innkjøp av sesongvarer, og samtidig være forberedt på det uventede. Grafen nedenfor viser utviklingen i markedsandeler for de største aktørene i sportsbransjen. Som vi ser har XXL økt sin posisjon i markedet frem til 2018, mens Gresvig har tapt markedsandeler frem til i dag. XXL har den største markedsandelen i Norge per dags dato, med en markedsandel på rundt 30%. (Norsk sports bransjeforening, 2019). Noen av de andre største konkurrentene i Norge er Sport 1, COOP, Stadion og MX-Sport.



Figur 2.2: Utviklingen i markedsandeler. Kilde: Sportsbransjen 2018

Dagens situasjon for sportsbransjen er krevende, og markedet er i stadig endring.

Fremveksten av ulike “outlets” har preget bransjen de siste årene kombinert med mer fokus på internett og “klikk og hent” løsninger. Sportskjempen G-Sport (Gresvig Retail Group) ble begjært konkurs i 2020 (NRK,2020), og var en av XXL sine største konkurrenter. Det er mange grunner til at bransjen er inne i en vanskelig situasjon, blant annet at de fysiske butikkene er enormt kostnadskrevende med tanke på arbeidskraft, leie og voksende varelager. Varene som butikkene ikke får solgt havner på lager, som senere må selges med tap på store tilbudskampanjer for å lage plass til nye varer. XXL har i dag et varelager som er verdsatt til 2.8 milliarder norske kroner, og har begynt å reklamere for nedsalg av dette i tiden fremover. Deres nye kampanje er selvironisk og fokuserer på overfylte lager og de annonserer “nødvendig lagertømming”.

I Norge har vi hatt en periode med en svak krone, noe som påvirker selskaper som importerer varer fra utlandet (TV2, 2019). XXL importerer store deler av sitt sortiment, og den svake kronen er med på å svekke kjøpekraften i utlandet. Dette er med på å redusere marginene ytterligere, og gjør konkurransevilkårene enda vanskeligere. Samtidig kan det påpekes at en svak krone vil gjøre det dyrere for nordmenn å handle i utlandet, og det kan derfor føre til at en større del av forbruket forblir i hjemlandet. Ifølge Trond Evald Hansen, administrerende direktør i Norsk Sportsbransje Forening, har det aldri før vært solgt så mye sportsutstyr som nå (Norsk sports bransjeforening, 2019). Selv om etterspørselen etter sportsutstyr er høy, så medfører dette også at tilbudet vokser i en større takt enn tidligere. Det vokser stadig frem nye selgere, og mange nye aktører har gjort inntreden i markedet. Dette kan medføre en form for retning i markedet, og butikkene må ta inn mindre varer enn tidligere. Netthandel er i stadig vekst, og utgjør en stor del av det totale salget av sportsutstyr. Statistisk sentralbyrå anslår at veksten i netthandel har økt med 12,3% bare fra 4.termin 2018 til 4.termin 2019 (SSB,2019). Det er også problematisk at de utenlandske nettbutikkene opererer under andre vilkår, og derfor har mulighet til å tilby lavere priser enn selskapene her hjemme. Sportsbutikker opplever at kunder kommer innom og prøver produktene, og deretter kjøper via internett.

3. Strategisk analyse

Under den strategiske analysen skal vi se på både interne og eksterne faktorer. Vi starter med den interne analysen for å bedre kunne forstå de eksterne utfordringene som selskapet står ovenfor. Vi vil til slutt oppsummere den eksterne og interne analysen i en SWOT-analyse.

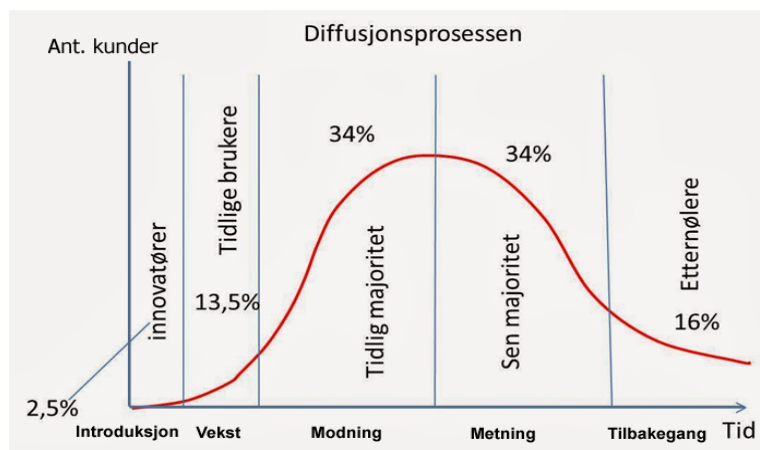
3.1 Intern analyse

Etter å ha sett på den eksterne analysen, retter vi nå fokuset mot det interne. Ved hjelp av interne analyser får vi få et innblikk i XXL sine ressurser og om disse kan gi en strategisk fordel eller ulempe, sett opp mot konkurrentene i bransjen. Vi skal første se på sentrale elementer ved driften av XXL som selskap, før vi tar for oss en VRIO-analyse som omhandler selskapets ressurser.

Etttersom XXL ble etablert allerede i 2001, har de innarbeidet seg en spesiell plass i underbevissthetene til konsumentene. Den posisjonen de har i markedet, både historisk og størrelsesmessig, er med på å skape en unik og sjelden konkurransefordel.

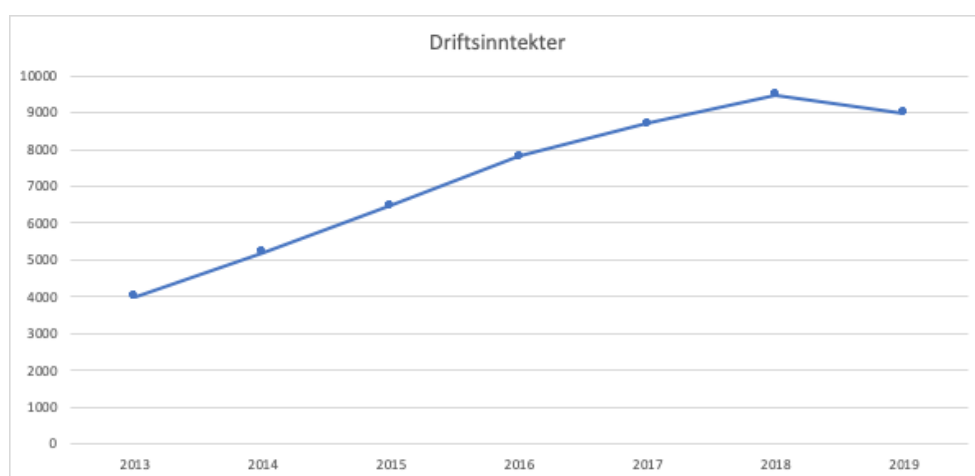
3.1.1 Livssyklusen til XXL

Alle selskaper går gjennom en livssyklus, og mange mener denne er relativt lik syklusen som produkter gjennomgår. Syklusen på generell basis er vist i figuren nedenfor, og består av en fase for henholdsvis introduksjon, vekst, modning og tilbakegang. Det interessante her er å se på syklusen i sammenheng med utviklingen i driftsinntekter for XXL. Denne utviklingen i inntekter kan hjelpe oss å plassere selskapet i en av disse fasene.



Figur 3.1: Diffusjonsprosessen. Kilde: Estudie.no

Siden 2013 og frem til 2018 hadde XXL en sterk lineær vekst i driftsinntekter, med en årlig snittvekst på 37 %. Ut fra grafen kan en se at denne veksten flatet ut i 2019. Vi ser ut fra grafen at veksten har vært svakere fra 2016, og at trenden har vært svakt positiv frem til 2018. Mye tyder på at selskapet er i ferd med å konsolidere noe, men at noe av den reduserte veksten kan også skyldes sesongvariasjoner og de negative nyhetene som har florert rundt selskapet de siste årene. Mye tyder derfor på at selskapet befinner seg i en metningsfase, hvor veksten stagnerer og det kan utvikle seg til å bli en tilbakegangsfase.



Figur 3.2: Utvikling driftsinntekter. Kilde: egenkomponert i Excel

3.1.2 VRIO-analyse

VRIO-analysen er inndelt i fire ulike punkter. Disse punktene har som mål å undersøke hvordan og hvorfor en ressurs er en svakhet eller en styrke for bedriften. Desto flere av punktene som er oppfylt, jo større er konkurransefortrinnet.

Logistikk

XXL fokuserer på å ha de laveste prisene i markedet. For å holde prisene nede er innkjøpspris en viktig faktor. Selskapet kjøper store kvantum, og får derfor rimeligere priser hos leverandørene enn mindre kjeder. XXL har to grossistlager, hvor ett er på Gardermoen i Norge og ett i Örebro i Sverige. Disse to lagrene betjener alle butikkene, noe som gjør kjøp og salg innad i bedriften billig og effektivt.

Butikkene har de også et IT-system som gjør at om en vare blir solgt, så fører det til en automatisk re-bestilling av varen. Dette reduserer både tiden det tar og arbeidskraften brukt på prosessen, noe som er en stor besparelse for selskapet.

Beliggenhet

Lokalisering til varehusene har vært et viktig fokusområde for XXL. De er strategisk plassert i ulike varehus eller kjøpesentre. Lokalene ligger ofte i nærheten av boligområder hvor kundemassen er stor. Det er også mer kostnadseffektivt å frakte store forsendelser til ett sted istedenfor mange små.

Planløsningen til XXL er også særegen. De har delt opp hele varehuset i ulike spesialområder. Dette gjør det mulig for kundene å enkelt manøvrere seg i varehuset. Medarbeiderne vil kunne yte en større service grunnet spesialkompetansen de har innenfor sitt ansvarsområde. Det er lett å manøvrere seg i lokalet, noe som fører til en stor grad av selvbetjening. Dette konseptet kalles “Big box” (Wikipedia, 2020) som XXL var en av de første i Norge til å innføre. Per dags dato har ulike konkurrenter også adoptert denne løsningen.

Kompetanse

Kanskje den viktigste faktoren i servicebransjen er de ansatte, som er butikkens ansikt utad. Ved å ha medarbeidere som har spesialkompetanse på sine avdelinger, blir de i stand til å yte høyere service til kundene. De kan skape en bedre kundeopplevelse, noe som vil øke kundetilfredsheten og lojaliteten til selskapet.

Kulturen innad i XXL er helt essensiell, da dette ofte henger sammen med hvordan kundene oppfatter butikkene og selskapet. De har derfor et stort fokus på etablering av kultur i ansettelsesprosessen. De har en organisasjonsmodell som gjør at gapet mellom ledelsen og ansatte er lite, som skal skape en større tilhørighetsfølelse. En god organisasjonskultur er også vanskeligere for konkurrentene å kopiere, og det samme gjelder kunnskap eller erfaring.

Produktsortiment

XXL sitt store produktsortiment kan betraktes som en vesentlig ressurs for selskapet. Som nevnt tidligere tilbyr de fleste kjeder varer innenfor spesifikke bruksområder, eller de tilbyr færre varianter av mange ulike produkter. XXL tilbyr alt fra idrettsutstyr, turutstyr, jakt/fiske og mye mer. De store butikkene gjør det også mulig å tilby et spekter av ulike varianter av

produktene, og gjør at kundene har mye å velge i. Dette gjør det også enklere for kundene og finne det produktet som passer aller best.

Nettbutikk

XXL har satt et stadig større fokus på nettbutikk de siste årene, og ønsker å ta del i veksten som ligger i denne delen av markedet. Den allerede godt etablerte merkevaren selskapet har skapt, bidrar til å skape god troverdighet når kundene skal handle på nett. På mange måter er netthandel mer kostnadseffektivt og produktivt for alle parter, og derfor utnyttes ressursene på en enda bedre måte.

Tall	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>
Andel av salgsinntekter	10.9 %	12.9 %	16.3 %	16.1 %
Vekst i andel av salgsinntekter	60 %	32 %	38 %	-6.5 %

Tabell 3.3: Andel av salgsinntekter fra nettbutikk. Kilde: Egenkomponert i Word, tall hentet fra årsrapporter.

Omdømme

XXL sin historiske posisjon i markedet har lenge vært å betrakte som en av de viktigste ressursene til selskapet. Denne posisjonen er med på å påvirke underbevisstheten til forbrukerne når de skal foreta et valg om hvor de ønsker å handle. Likevel har omdømmet til selskapet blitt vesentlig svekket de siste årene. Dette mener vi er en av de mest alvorlige utfordringene selskapet står overfor, i tiden fremover. Mange skandaler har preget nyhetsbildet, og skapt skepsis blant forbrukerne. Dette blir alvorlig først når flere og flere begynner å boikotte selskapet til fordel for andre konkurrenter, og mye negativitet har blitt vist den siste tiden. Et godt omdømme i dagens intense marked er ikke uvanlig, det er heller uvanlig å ha et dårlig omdømme. Det er derfor ikke en ressurs som skiller seg ut fra mengden, men er i stedet en essensiell del av det å være et vellykket selskap.

Det å gjenskape tilliten og troverdigheten som en gang var til stede, kan bli en enorm utfordring for XXL. Det er mye vanskeligere å få tilbake en kunde som har byttet kjede enn å kapre en ny. Likevel tror vi at XXL sin posisjon i markedet fremdeles henger høyt, og at de dermed vil fortsette å få sine muligheter for å bedre den negative trenden. Dette vil kreve en

grundig intern gjennomgang, for å forhindre at slike hendelser oppstår igjen på et senere tidspunkt. Kundene er og vil være, det som avgjør selskapets fremtid.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Vanskelig å kopiere	Godt organisert
Beliggenhet	ja	nei	nei	ja
Kompetanse	ja	ja	ja	ja
Nettbutikk	ja	nei	nei	nei
Omdømme	ja	nei	ja	nei
Produktsortiment	ja	ja	ja	ja
Logistikk	ja	nei	nei	ja

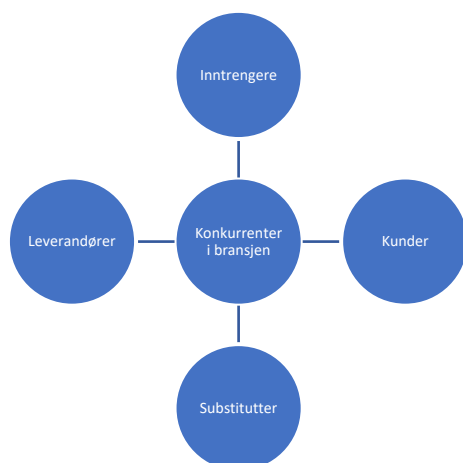
Tabell 3.4: VRIO analyse oppsummert. Kilde: Egenkomponert i Word

3.2 Ekstern analyse

Formålet med den eksterne analysen er for å forstå hvilke muligheter og trusler som finnes i XXL sine omgivelser. Analysen vil hjelpe oss med å definere de største utfordringene for selskapet, som kan forhindre fremtidig vekst for selskapet. I denne oppgaven skal vi bruke Porters fem-faktormodell, samt en PESTEL-analyse.

3.2.1 Porters fem-faktormodell

Modellen gir et klart og godt overblikk over bedriftens konkurransesituasjon. Michael Porter har definert fem ulike faktorer som påvirker konkurransen i en bransje.



Figur 3.5: Porters fem-krafts modell. Kilde: Egenkomponert ved hjelp av "PowerPoint"

Trussel fra potensielle inntrengere:

Sportsbransjen er per dags dato i en kraftig nedgangsperiode. Mange sliter med lønnsomheten og flere må begjære konkurs. Dette skaper rom for penetrasjon av markedet for nye aktører som ønsker innpass. Dagens markedssituasjon kan virke noe avskrekkende for å foreta betydelige investeringer i fysiske butikker, men netthandel har vokst jevnt og trutt. Selskaper som "Get inspired" og "Tights.no" selger sportstøy som aldri før, og de tar en stadig større del av markedet. Posisjonen til de eksisterende aktørene, samt barrierene for å entre markedet er avgjørende. De fleste kjedene i dag driver store varehus, hvor selskapene innehar stordriftsfordeler og kan selge til pressede priser. Dette gjør det vanskelig for inntrengere å slippe til, spesielt med tanke på å opprette fysiske lokaler. Dog har vi de siste årene sett en utrolig vekst innen netthandel og dette er en stor trussel for markedet. XXL har et stadig større fokus på netthandel selv også, men de utenlandske aktørene kan være en trussel for selskapet. Derimot finnes det ulike store aktører i utlandet som er store på netthandel og disse kan være potensielle inntrengere. Oppsummert kan vi si at trusselen fra potensielle inntrengere er høy.

Trussel fra substitutter:

Substitutter er andre produkter som kan dekke eller erstatte de samme behovene som et allerede eksisterende produkt. XXL er kjent for å selge kjente merkevarer, men det finnes en del substitutter til disse produktene. Blant annet skobransjen selger sko som kan passe til både trening og tur. Man kan også få kjøpt treningsklær på H&M, og diverse treningsrelaterte produkter på Clas Ohlson. Dette er produkter som kan erstatte noe av sortimentet XXL tilbyr til kundene, og er derfor å betrakte som en overhengende trussel. Det foreligger ofte små

byttekostnader blant disse produktene, og en del er også å betrakte som forbruksvarer som må byttes ut etterhvert. En del kunder har også blitt mer kvalitetsbevisste, og oppsøker derfor spesialiserte forretninger som driver med salg av en spesifikk type produkter. Dette kan være løpe sko, som blant annet Löpelabbet har spesialisert seg på. Totalt sett vil trusselen fra substitutter være høy siden XXL har et så stort og bredt sortiment, som også mange andre kjeder konkurrerer innenfor.

Trussel fra kunder:

Trusselen fra kunder handler om kundenes forhandlingsmakt, og deres evne til å redusere profitt. Kundene har høy forhandlingsmakt dersom produktene er like, byttekostnadene er lave og om det finnes et stort antall leverandører. Før handlet man ofte hos sin lokale sportsleverandør, og det var vanskelig å sammenligne priser. På grunn av dagens teknologi har det blitt enklere å sammenligne priser, og sette konkurrentene opp mot hverandre. Ettersom prissammenligning er så enkelt, velger kundene de som tilbyr produktet til lavest pris. Flere har derfor begynt å tilby prisgaranti, for å forsikre kundene om at de får den beste prisen.

Kundene til XXL er hovedsakelig privatpersoner som stort sett handler i små kvantum. Det er vanskelig samt kostbart å drive fysiske butikker. Kundene kan også handle fra utenlandske leverandører, og over nett. Alt dette fører til svært lave byttekostnader for kundene. Ettersom det også er så mange kjeder som driver med salg av sportstøy og sportsutstyr, får også kundene enormt med makt. En enkelt kunde er ingen trussel i seg selv, men dersom alle endrer preferanser kan dette få fatale konsekvenser for XXL. Spesielt med tanke på den negative omtalen som har florert rundt selskapet den siste tiden, kan det tenkes at flere heller velger å handle til konkurrentene. På bakgrunn av dette kan vi konkludere at trusselen fra kunder er høy.

Trussel fra leverandører:

XXL omsetter en rekke merkevareprodukter fra mange ulike leverandører. De har over 400 ulike leverandører, som gjør at de vil stå sterkt imot trusselen fra leverandørene. Leverandørene må krige om å få en plass i sortimentet, og XXL har mange å velge mellom. Derfor har ikke leverandørene den samme makten til å sette opp prisene eller redusere kvaliteten på produktene.

Flere av de store merkevarene har også opprettet egne butikker, som for eksempel Nike. Dette er å betrakte som en fremvoksende trussel. Hovedproblemet her er at kundene tidligere har vært opptatt av et stort utvalg, men i dag ser man tendenser til at forbrukerens preferanser blir mer spesifikke. Kundene er ofte også lojale til enkelte merker, som kan føre til at de velger spesialiserte butikker i stedet for kjeder som selger mange ulike merker. XXL bør holde fokus på dette, men per dags dato konkluderer vi med at trusselen er relativt lav.

Trussel fra intern rivalisering blant eksisterende konkurrenter:

Den interne rivaliseringen har mye å si for konkurransesituasjonen. Bransjen i Norge i dag er dominert av store aktører som har store markedsandeler og dermed stor makt. Markedet er preget av rivalisering og stort fokus på priser, noe som fører til små marginer. Dette har trolig medvirket sterkt til at sportskjeder i Norge har slitt den siste tiden. Det har kommet en stor bølge av konkurser i markedet og dette er et vesentlig tegn på at den interne rivaliseringen er høy. De dominerende markedslederne har lenge vært XXL og Gresvig, men sistnevnte gikk som nevnt tidligere konkurs i 2020. Alt dette tyder på at vi snakker om en høy intern rivalisering.

Oppsummert

Etter å ha sett på de fem konkurranse faktorene kan vi konkludere med at konkurransen i sportsbransjen er høy. Dette på bakgrunn av den sterke interne rivaliseringen og at trusselen fra potensielle nyetablerte samt substituttene er høy. Dette er ett konkurranse intensivt marked som har mange truende faktorer som både preger usikkerheten og lønnsomheten. Figuren under representerer hvordan vi oppsummerer trusselen XXL møter med utgangspunkt i Porters fem-faktormodell.

TRUSSEL	Lav	Middels	Høy
Inntrengere			X
Substitutter			X
Kunder			X
Leverandører	X		
Rivalisering			X
Total vurdering			X

Tabell 3.6: Porters femkraftsmodell oppsummert. Kilde: Egenkomponert

3.2.2 PESTEL-analyse

Gjennom en PESTEL-analyse kan vi se nærmere på de makroøkonomiske forholdene rundt selskapet. I hovedsak ser vi her på seks forhold, som omfatter økonomi, politikk, teknologi, sosiokulturelle, miljø og det lovmessige.



Figur 3.7: Pestel-modell. Kilde: Egenkomponert ved hjelp av "Word"

Politiske forhold

Reguleringer og lovendringer vil kunne påvirke XXL både positivt og negativt. Et av de viktigste elementene her er avviklingen av den avgiftsfrie grensen på import av varer fra utlandet, som ble vedtatt i statsbudsjettet for 2019. Den avgiftsfrie grensen på 350 kroner var med på å spare forbrukere for penger når de handlet fra utenlandske selskaper, og vil dermed kunne øke XXL sin konkurransekraft her hjemme. Det er også dette som er litt av bakgrunnen for avviklingen av avgiftsfritaket, altså å bedre konkurransevilkårene.

Samtidig har skattesatsen i Norge blitt redusert til 22%, noe som kan være en bidragsyter til å styrke resultatet til norske selskaper og sørge for at konsumentene har mer penger til sitt forbruk. Dette vil kunne stimulere til økonomisk vekst gjennom økt etterspørsel etter forbruksvarer.

Økonomiske forhold

Inflasjonsmålet i Norge på 2%, og den norske kronen har den siste tiden svekket seg betraktelig. Den svake kronen er dårlig nytt for XXL som importerer en stor andel av sitt varesortiment. En svak krone betyr at det blir dyrere å importere varer fra utlandet, ettersom selskapet får mindre igjen for hver norske krone det bruker. Samtidig medfører dette at det

blir dyrere for nordmenn å handle i utlandet, som vil si at en større andel av forbruket heller vil bli lagt til Norge.

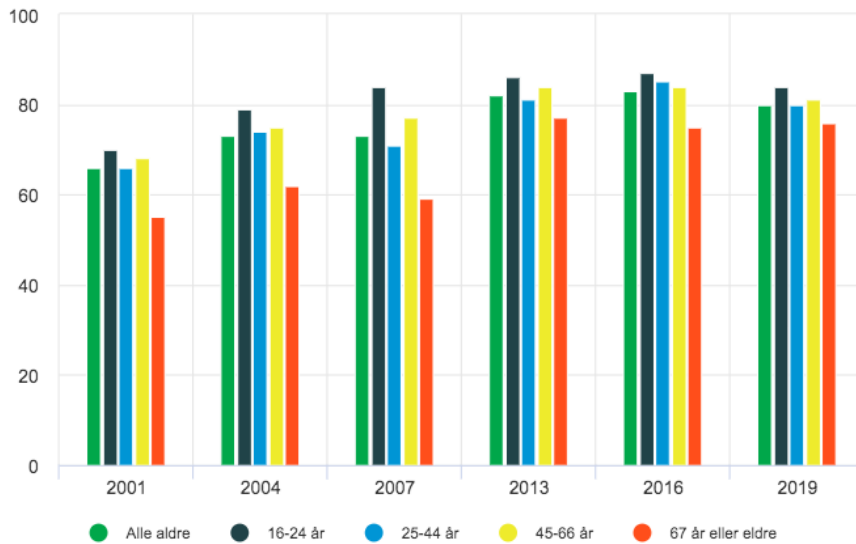
Den siste tiden har også Norges Bank justert opp styringsrenten til 1.50%, for å sikre en lav og stabil inflasjon i økonomien. Økte renter vil få konsekvenser for forbruket til norske konsumenter, da det betyr at de får mindre penger til overs. Samtidig er det viktig å påpeke at rentenivået i Norge fremdeles er lavt, og at det tidligere har vært mye høyere. Lave renter stimulerer til økt økonomisk aktivitet, og er med på å øke etterspørselen etter blant annet forbruksvarer, investeringer og lån.

Den økonomiske veksten, målt ved BNP, har vært god i spesielt de nordiske landene de siste årene. Økt økonomisk vekst bidrar til et høyere forbruk, og større overskudd for selskapene som opererer i disse landene. Samtidig ser vi også at arbeidsledigheten i de nordiske landene har avtatt de siste årene, noe som også er med på å stimulere til økt økonomisk aktivitet i samfunnet

Sosiokulturelle forhold

Fokuset på aktivitet og sport øker, og stadig flere ønsker å identifisere seg med en aktiv livsstil. Samtidig er det mange ulike idrettsgrener og treningsformer som interesserer oss nordmenn, noe som er gode nyheter for XXL med sitt brede produktsortiment. Både antall treningssenter, og antallet som oppgir at de trener regelmessig har økt kraftig de siste årene. Det er en tydelig tendens til at flere og flere er opptatt av god helse, trening og ha en sunn livsstil.

Ifølge tall fra SSB, trente fire av fem nordmenn minst én gang i uken i 2019. Styrketrening står for en stadig større del av det totale aktivitetsnivået, i følge artikkelen.



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Figur 3.8: Sosiokulturelle forhold. Kilde: SSB

Teknologiske forhold

Den teknologiske utviklingen går stadig fremover, og nyere metoder og løsninger kommer stadig på markedet. Nettbutikkens inntreden i markedet har preget de fleste markeder de siste årene, og har blitt en stadig større satsning også for XXL. Færre og færre oppsøker fysiske butikker for å handle, da nettbutikkene har gode bytte og retur ordninger, samtidig som de kan tilby lavere priser ut til kundene. Bruk av sosiale media som kommunikasjonsplattform får også en stadig viktigere betydning.

Miljømessige forhold

I dag er miljø og bærekraft viktigere enn noen gang for bedriftene. Forbrukere blir stadig mer bevisst på hvor de skal kjøpe produkter, og baserer gjerne valget med miljøhensyn som en viktig variabel. (NHO, 2020)

Et av de større grepene XXL har foretatt seg er plassering av lager sentralt i Sverige og Norge, her har de hatt fokus på at lagrene skal bidra til redusert ferdsel på veiene og derfor redusert utslipp. Dette skjer fordi lagrene har en strategisk plassering som gjør det mulig å utnytte jernbane for transport samt å optimalisere lasten på bilene. Fra internett-kjøp skriver XXL at de sender med jernbane, eller kompenserer frakten med å kjøpe klima-kvoter. (XXL, 2018)

XXL bruker sin markedspåvirkning, som en stor aktør innen sport og fritid, til å fremme gode miljøvalg hos forbrukere. Plogging, et svensk konsept går ut på at man skal plukke søppel når man jogger eller kombinert med styrketrening (Norsk friidrett, 2018). På nettsiden til XXL er det skrevet om konseptet på lik linje med mange andre treningsaktiviteter. Videreformidling av dette konseptet fra XXL sin side gjør at konsumenter får økt kjennskap til hvordan de kan kombinere trening med å gjøre gode tiltak for kloden. (XXL, 2018)

Avfallshåndtering, fornybar energi og strømforbruk samt tett oppfølging av leverandører er også områder XXL belyser i sin rapport fra 2018 (XXL, 2018). Dette kan sees på som et konkurransefortrinn innen sportsbransjen, mye av grunnen til at bedriften har gjort mange miljømessige gode valg kan skyldes at de er en relativt ny bedrift, på tiden hvor XXL startet opp var det allerede bevissthet i markedet angående hvor viktig miljø og bærekraft kan være for en bedrift.

Lovmessige forhold

XXL er et multinasjonalt selskap, noe som innebærer at det er forskjellige lover i de ulike landene de opererer innenfor. De kjøper også produkter fra mange merkevarer med produksjon i andre land enn salgslanene til XXL. Vi kan derfor se på de legale forholdene fra to sider, Produksjon og salg.

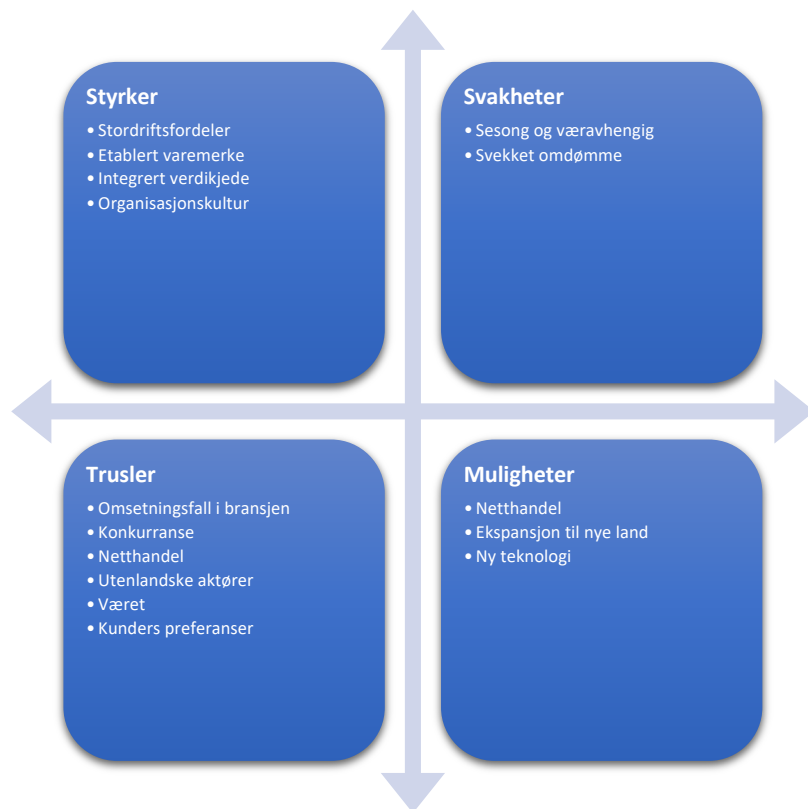
Produksjonen til XXL blir hovedsakelig gjort av større merkevarer, men her stiller XXL krav til visse legale og etiske forhold. De godtar ikke diskriminering, barnearbeid, plagiering, korrupsjon eller generelle brudd på menneskerettigheter. Dette er viktig for å sende klare signaler ovenfor handelspartnere om etisk og lovgyltig samarbeid.

På salgssiden er det også lovmessige forhold XXL må ta i betraktning, blant annet arbeidsmiljøloven. Her har bedriften vært omtalt i flere saker i Norge. Senest i 2020 har XXL fått pålegg fra arbeidstilsynet grunnet stor bruk av midlertidige ansatte og deltidsstillinger (E24, 2020). Det har også vært oppslag i media angående mulige brudd på markedsføringsloven, spesielt angående hvordan de markedsfører tilbud og kampanjer (Forbrukertilsynet, 2017).

Totalt sett kan nok XXL forbedre rutinene sine, spesielt i Norge, for å unngå å havne i situasjoner med søksmål og negativ omtale som baserer seg i legale forhold.

3.3 SWOT-analyse

En SWOT-analyse er en strategisk analyse som retter fokuset mot styrker, svakheter, trusler og muligheter for selskapet. Dette kan være interessant å kartlegge for å se forbedringspotensialet til XXL, og blir på mange måter et sammendrag av de punktene vi har gjennomgått innen den eksterne og interne analyse. De viktigste elementene er gjengitt i figuren nedenfor.



Figur 3.9: SWOT. Kilde: Egenkomponert ved hjelp av "Word."

4. Regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen skal gi investoren et bilde av selskapets finansielle stilling, risikofaktorer samt utvikling over tid. Gjennom analyse av måltall og resultater, vil vi avdekke selskapets iboende risiko. I denne analysen er tilgjengelig tallmateriale fra 2013 og frem til 2019, hentet fra årsrapportene som XXL publiserer årlig. I noen utregninger er det sett bort fra tallene i 2013, ettersom XXL først ble børsnotert i 2014. Grunnlaget for dette er at en børsnotering kan endre en bedrifts forutsetninger i stor grad, gjennom tilføring av egenkapital og større muligheter for opptak av gjeld. Dermed anser vi tallene fra 2013 til å ikke være relevant i alle utregningene samt at eldre tall kan gi et mindre riktig bilde på et selskaps nåværende situasjon. Det stilles forbehold om at nevnte regnskapstall for 2019 ikke er revidert, og de kan dermed inneholde feil eller bli justert i senere tid ved revidering av regnskapsåret.

4.1 Resultatregnskap

Resultatregnskap	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>
Driftsinntekter	3 107	4010	5215	6487	7813	8709	9475	8992
Varekostnad		2399	3083	3908	4694	5265	5938	5549
Lønnskostnader		606	799	991	1240	1416	1615	1652
Ekstraordinær nedskrivning								385
Avskrivninger og nedskrivning		59	80	91	127	159	189	199
Netto finansposter		225	182	-28	-55	-42	-57	-88
Resultat før skatt		176	339	606	642	626	295	-329
Skattekostnad		51	77	179	126	114	58	-76
Resultat		125	262	427	516	512	237	-253

Tabell 4.1: Resultatregnskap. Kilde: Tall hentet fra årsrapportene publisert på xxlasa.no.

4.2 Balanseregnskap

Balanseregnskap	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>
Egenkapital	1173	3219	3366	3608	3846	3710	3857
Kortsiktig gjeld	913	966	1295	1963	2717	2831	3252
Gjeld	3661	2114	2473	3065	3849	3953	6489
Eiendeler	4834	5333	5839	6673	7695	7662	10345
Omløpsmidler	1469	1904	2310	3003	3840	3760	3536
Anleggsmidler	3365	3429	3529	3670	3855	3903	6809*
Varebeholdning	1073	1397	1928	3670	3855	3211	2843

Tabell 4.2: Balanseregnskap. Kilde: Tall hentet fra årsrapportene publisert på xxlasa.no.

* Økningen i anleggsmidler kommer som et resultat av implementering av IFRS 16.

Anleggsmidler justert for IFRS 16 er på 3982 mill. Dette tallet er benyttet i utregningen av Finansieringsgrad 1, da det antas som mer relevant for å se utviklingen i måltallet.

5. Analyse av risiko og lønnsomhet

5.1 Likviditet

Tall	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>
Likviditetsgrad 1	1.61	1.97	1.78	1.53	1.41	1.33	1.09
Likviditetsgrad 2	0.43	0.52	0.29	-0.34	-0.01	0.19	0.21

Tabell 5.1: Likviditetsgrad 1 og 2. Kilde: Beregninger basert på tall fra årsrapportene.

Likviditetsgrad 1 er et måltall på en bedrifts evne til å betjene kortsiktig gjeld, gjennom betjening av sine forpliktelser. Nøkkeltallet har gradvis blitt redusert fra 2013 til 2019, og den samme tendensen ser vi i likviditetsgrad 2. Likviditetsgrad 2 bør normalt være større enn 1, dvs. at de mest likvide omløpsmidlene resulterer i innbetalinger som er høyere enn selskapets

kortsiktige forpliktelser, dette gir en indikasjon på selskapets evne til gjeldsbetjening.

5.2 Soliditet

Tall	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>
Gjeldsgrad	3.12	0.66	0.73	0.85	1.00	1.07	1.68
Egenkapitalandel	24%	60%	58%	54%	50%	48%	37%

Tabell 5.2: Gjeldsgrad og Egenkapitalandel. Kilde: Beregninger basert på tall fra årsrapportene.

Soliditeten er et nøkkeltall som beskriver hvordan et selskaps eiendeler er finansiert gjennom egenkapitalandel og gjeldsgrad. Soliditet beskriver bedriftens evne til å tåle tap.

I tabellen ovenfor finner en gjeldsgrad og EK-andel. Gjeldsgraden i 2013 var på 3.12, generelt er hovedregelen at en gjeldsgrad på under 2 er god. Nøkkeltallet for 2014 var på 0.66, det er et svært godt tall og som nevnt tidligere er dette med stor sannsynlighet grunnet børsnoteringen, med påfølgende tilføring av egenkapital til selskapet. Vi kan se at XXL har lav og tilfredsstillende gjeldsgrad i intervallet 0.66-1.68 for årene 2014-2019. Samtidig ser vi at gjeldsgraden har økt forholdsvis lineært de siste årene og EK andel har sunket tilsvarende, dette kan sies å være normalt for et selskap som finansierer vekst med gjeld.

Egenkapitalandelen i XXL har vært svært god de siste årene, men det er en negativ utvikling i måltallet. Det påpekes at denne utviklingen gir lavere soliditet og høyere risiko i selskapet.

5.3 Finansiering

Her benyttes det Finansieringsgrad 1 som nøkkeltall for å vurdere hvordan selskapet har finansiert sine eiendeler. Generelt bør finansieringsgraden være under 1. XXL har dermed tilfredsstillende finansieringsgrad.

Tall	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>
Finansieringsgrad 1	0.86	0.79	0.78	0.78	0.77	0.81	0.56

Tabell 5.3: Finansieringsgrad 1. Kilde: Beregninger basert på tall fra årsrapportene.

5.4 Lønnsomhet

Resultatet gir et forholdsvis likt bilde som er påpekt tidligere, veksten i resultatet har vært høy de siste årene. Den viktigste endringen skjedde i 2018 og 2019 hvor utviklingen snudde. Effekten av en nedskrivning på 385 millioner kroner, gjorde at resultatet ble vesentlig lavere enn de foregående årene. Dersom en ser bort i fra effekten av dette, og vurderer nedskrivningen som en engangs hendelse (once-time costs). Vil resultatet for 2019 være på 132 millioner kroner, dette er vesentlig lavere enn tidligere.

5.5 Oppsummering regnskapsanalyse

Nøkkeltallene i selskapet for årene 2014-2018 gir uttrykk for et selskap med sterk finansiell ryggrad. Som nevnt er dog utviklingen i tallene urovekkende. Spesielt årene 2018-2019 gir uttrykk for en svært negativ utvikling. Gjeldsgraden i selskapet er økende, og er doblet de siste fem årene.

6. Finansiell analyse

I den finansielle analysen skal vi forsøke å estimere fremtidige kontantstrømmer for XXL ASA. For å gjøre dette er vi nødt til å foreta visse forutsetninger, samt estimere et avkastningskrav. Vi vil komme frem til en nåverdi for prognoseperioden, og en terminalverdi som inkluderer fremtidig vekst.

6.1 Prognose fremtidige kontantstrømmer

I prognosen for fremtidsregnskapet vil vi legge vekt på de mest essensielle størrelsene i XXL sin forretning. Vi skal se på driftsinntekter, driftskostnader, skatt, avskrivninger og arbeidskapital.

6.1.1 Driftsinntekter

Når vi ser på salgsinntektene til XXL fra tidligere perioder, ser vi en jevn og høy vekst helt frem til 2018. I 2019 ser vi at salgsinntektene går noe ned igjen, altså har det vært negativ vekst siste året. For å se på tidligere vekst eller endring, ser vi på de fire siste årene til XXL. Disse årene skal vi bruke til å analysere fremtidig vekst.

	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>
<i>Driftsinntekter</i>	7813	8709	9475	8992
<i>Endring i prosent</i>		+11,47%	+8,8%	-5,1%

Tabell 6.1: Driftsinntekter. Kilde: Beregninger basert på tall fra årsrapportene.

Vi ser at gjennomsnittlig vekst fra 2016 til 2019 er 5,03%. Det er også viktig å merke seg at trenden har vært negativ, et gjennomsnitt på 5,03% vekst, tatt ut av setting kan virke ganske positivt, men den forteller ikke hele historien med katastrofeåret 2019. Her ser vi at veksten har vært avtakende fra 2017 til 2018, og direkte negativt fra 18 til 19, vi vet også at vintersesongen for 2019 var ekstremt vanskelig, da værforholdene ikke lå til rette for salg av vintersportsutstyr, dette året kan derfor sees som en uteligger som fører til et litt skjevt bilde av en ellers god vekst.

Selv om 2019 kan betraktes som en uteligger, har året hatt en stor konsekvens for markedets syn på XXL og derav aksjekursen, det kan derfor være vanskelig å snu denne trenden tilbake til sterk vekst. Vi ser i starten av 2020 at selskapet prøver å selge en stor del av lageret, med diverse kampanjer, noe som kan snu trenden tilbake til positiv vekst når vi ser på driftsinntekter isolert sett, dog vil lønnsomheten være noe redusert av slike kampanjer.

For å estimere fremtidige salgsinntekter må vi ta noen forutsetninger. Vi har den siste tiden fått et dårlig bilde av XXL via media, og vi ser tallene taler for en negativ utvikling. Forutsetninger må derfor tas for at XXL ikke går konkurs eller fortsetter en negativ utvikling, men vi kan se på dette som at den hyppige vekstfasen har avtatt. Vi kan derfor gi et forsiktig estimat på en vekst på 4% de neste par årene. Denne veksten tilsvarer kun 2,2% når vi justerer for inflasjon, regnet med en inflasjon på 1,8% for 2020 som støttes av et mye brukt inflasjonsmål fra SSB, nemlig KPI (konsumprisindeks) (SSB, 2020)

6.1.2 Driftskostnader

Tabellen nedenfor viser at driftskostnadene har økt jevnt frem til 2019, hvor de ble redusert med rundt 3%. De siste tre årene har den gjennomsnittlige årlige veksten i driftskostnader

vært på nesten 8%. Vi ser for oss at selskapet vil ligge på et noe lavere nivå fremover, når digitalisering og automatisering stadig får innpass i bransjen. Vi setter derfor et noe lavt estimat til en årlig fremtidig vekst i driftskostnader på 4%.

	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>
<i>Driftskostnader</i>	6989	7882	8933	8649
<i>Endring i prosent</i>		12.8%	13.3%	-3.2%

Tabell 6.2: Driftskostnader. Kilde: Beregninger basert på tall fra årsrapportene.

6.1.3 Avskrivninger

Ut i fra den tidligere regnskapsanalysen fant vi ut at avskrivningene har økt med ca. 16% årlig, de siste tre årene. En ekstraordinær nedskrivning av varelageret preget resultatet for 2019. Vi legger fremover til grunn at denne veksten vil ligge rundt 8% årlig.

	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>
<i>Avskrivninger og nedskrivninger</i>	127	159	189	199
<i>Endring i prosent</i>		25.2%	18.9%	5.3%

Tabell 6.3: Avskrivninger og nedskrivninger Kilde: Beregninger basert på tall fra årsrapportene.

6.1.4 Skatt

Vi forutsetter at skattesatsen forblir 22 % de neste tre årene, og benytter derfor dette estimatet videre i våre beregninger. Skatten beregnes ut i fra estimert EBITA i kontantstrømmen.

6.1.5 Arbeidskapital

Vi ser ut fra tabellen at arbeidskapital steg fram til 2018, for deretter å synke betraktelig fra 2018 til 2019. Den gjennomsnittlige endringen i arbeidskapital de siste 6 årene har vært en årlig 10% økning. I 2018 og 2019 hadde arbeidskapitalen negativ verdi, dvs. at omløpsmidlene har en lavere bokført verdi enn den kortsiktige gjelden, dette betyr at selskapet trolig vil gå med tap ved salg av omløpsmidlene. Ytterligere vil da utbetalingene, altså opptaket av kortsiktig gjeld være høyere enn innbetalingene. Den negative

arbeidskapitalen er forsterket av nedskrivningen av varelageret. Ser en på arbeidskapitalen i prosentandel av driftsinntektene, gir det et bilde på en svært negativ utvikling i selskapet.

Gjennomsnittlig har arbeidskapitalen de siste syv årene vært på i overkant av 12 % av omsetningen. Vi ser for oss at arbeidskapitalen vil synke noe, og ligge rundt 10% av omsetningen i årene fremover.

	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>
Arbeidskapital	556	938	1015	1040	1123	929	284
Endring fra forrige år		68.7%	8.2%	2.4%	8%	-17.3%	-69.4%
% av omsetning	14%	18%	16%	13%	13%	10%	3%

Tabell 6.4: Arbeidskapital. Kilde: Beregninger basert på tall fra årsrapportene.

7. Avkastningskrav

7.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)

CAPM er en modell som ser på hva en investor forventer av avkastning på sin plassering gitt risikoen til investeringen. Den ser derfor på forholdet mellom markedsrisikoen, selskapets beta samt risikofri rente. Dermed får vi følgende formel.

$$\text{Avkastningskrav} = R_F + \beta (R_M - R_F)$$

R_F = Risikofri rente

β = Betaverdi

R_M = Markedsrisiko

$(R_M - R_F)$ = Markedets risikopremie

Vi skal nå se nærmere på de forskjellige faktorene som påvirker forventet avkastningskrav for

XXL.

Risikofri rente

Når vi skal komme frem til risikofri rente snakker vi om en plassering som har tilnærmet null risiko, det vil alltid kunne være en liten risiko ved alle plasseringer, men her ser vi etter et utgangspunkt som kan brukes. Det mest logiske her er å ta utgangspunkt i norske statsobligasjoner. Statsobligasjoner generelt er blant de sikrere plasseringene man kan foreta seg, da de forbindes med lav risiko. Norske statsobligasjoner er rangert AAA av S&P samt AAA av Fitch (E24, 2017). Altså så trygt som det kan bli.

For å få et så stabilt utgangspunkt som mulig velger vi å bruke årsgjennomsnitt for renten ved en 10 års Norsk statsobligasjon. Her må vi bruke gjennomsnittet fra 2019 som ligger på 1,49% en reduksjon fra året før på 1,88%. (Norges Bank, 2020) Bruk av disse tallene støttes også av PWC sin årlige publikasjon i samarbeid med NFF (Norske finansanalytikere forening) hvor 34% mente 10-årig statsobligasjon var det beste målet på risikofri rente. (PWC, 2019)

Betaverdi

Betaen på egenkapitalen sier oss noe om hvordan risikoen til plasseringen varierer i forhold til markedet. Normalt sett vil en Beta ligge nært 1, ved en $\beta=1$, vil investeringen bevege seg likt som markedet, ved en $\beta<1$ vil markedet svinge mer enn investeringen og motsatt for $\beta>1$. Denne brukes sammen med markedets risikopremie for å kalkulere hva en investor bør bli kompensert med for å påta seg risiko. Formelen for å finne Betaen til en gitt investering er som følger:

$$\text{Beta} = \frac{\text{cov}(r_p, r_b)}{\text{Var}(r_b)}$$

Hvor «Cov» viser oss kovariansen mellom vår plassering og markedet og «Var» sier oss noe om den generelle variansen i markedet. Med tall hentet fra Nordnet fra 02.03.15 frem til 30.12.19 med 15 observasjoner kom vi frem til en Beta på 3,277, ved hjelp av lineær regresjon av observasjonene. Dette er en ekstremt høy beta, men dette kan virke logisk med tanke på de turbulente aksjene til XXL. Vi har også hentet en beta-verdi fra Yahoo Finance

(Yahoo, 2020) som er estimert til 1,33 med data hentet månedlig over 5 år. E24 estimerer betaen til 2,01 fra siste året.

Med disse verdiene for beta, regnet vi ut et aritmetisk gjennomsnitt på 2,21, noe som virker som en nokså riktig verdi å bruke i videre beregninger, da den bygger på tre forskjellige kilder reduserer vi sannsynligheten for grove feil.

Markedsrisikopremie og markedsrisiko

Hvor mye skal en investor bli belønnet for å plassere pengene sine i noe mer risikabelt enn den risikofrie plassering vi fant tidligere? Det er dette som er markedsrisikopremien. Den mest pålitelige kilden på dette er PWC sin årlige publikasjon, da denne gir et estimat fra 148 kompetente respondenter. Her kom de frem til en median på 5% samt et gjennomsnitt på 4,9%, her ser vi på medianen som mest relevant med tanke på uteliggere. Dette gir oss sammen med den risikofrie renten vi fant tidligere en markedsrisiko rente på $5\% + 1,49\% = 6,49\%$. Dette kan også sees i sammenheng med betaverdien. Da 6,49% er den forventede avkastningen man skal ha ved en plassering i et selskap med en beta på 1,00. altså noe lavere enn beta-estimatet vi fant til XXL.

Estimat for CAPM

Vi kan nå sette tallene vi har funnet inn i formelen for å gi oss et estimat av hvilken avkastning man bør ha på egenkapitalen i XXL.

$$1,49\% + 5\% \times 2,21 = 12,54\%$$

Dette vil altså si at for hver krone man investerer i XXL forventer man 1,125 kroner tilbake basert på risikoen man forbinder med selskapet.

7.2 WACC

Så langt har vi kun funnet hvilken avkastning man er avhengig av på egenkapitalen, men en bedrift er gjerne også finansiert noe ved gjeld. Vi må derfor finne ut hvilken fortjeneste XXL er avhengig av, både for å tilfredsstille investorer, men også for å betjene gjeld. Vi ser nå på

WACC (Weighted average cost of capital). Dette er altså et vektet gjennomsnitt av de to faktorene egenkapital og gjeld, som gir oss følgende formel.

$$WACC = EV \times R_E + DV \times R_D \times (1-S)$$

R_E = Egenkapital avkastningskrav

R_D = Lånerente før skatt

EV = Egenkapitalandel

DV = Gjeldsandel

S = Skattesats

Egenkapitalandelen fant vi i regnskapsanalysen, denne er på 37% for 2019, altså har vi en gjeldsgrad på 63%. For å finne gjeldskravet må vi se på hvor mye XXL betaler i renter, samt hvor mye de har i rentebærende gjeld. Rentekostnaden finner vi fra kvartalsrapport Q4 fra 2019, denne er dog ikke revidert. Her ser vi en betydelig økning fra tidligere år opp til 73 millioner nok betalt i renter. Dette skal så deles på total rentebærende gjeld som vi finner i regnskapsanalysen, her har vi langsiktig gjeld på 767 millioner nok. XXL har også en rentebærende kortsiktig gjeld på 889 millioner, denne forutsetter vi at er relativt lik gjennom året. Annen gjeld som ikke er rentebærende blir ikke tatt med i utregningen. Dermed har vi alle tallene vi trenger for å estimere WACC.

$$WACC = 0,63 \times 12,54\% + 0,37 \times 73/1656 \times (1-0,22)$$

$$WACC = 8,27\%$$

Vi ser altså at WACC er noe lavere enn CAPM. Dette skyldes i stor grad usikkerheten for investorer og risikoen ved å investere i selskapet. Mye av dette kommer frem ved den ekstremt høye betaen til bedriften samt en relativt lav rente på den rentebærende gjelden.

8. Nåverdi av XXL ASA

8.1 Fremtidsregnskap

Videre skal vi gi et estimat på XXL sin børsverdi ved hjelp av en kontantstrømanalyse. Vi kommer til å estimere med utgangspunkt i tre år frem i tid, altså frem til og med 2022.

År	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsinntekter	8992	9352	9726	10 115	10 520	10 940
Driftskostnader	8649	8995	9355	9729	10 118	10 523
EBITDA	343	357	371	386	402	417
Avskrivninger og nedskrivninger	199	215	232	251	271	292
EBITA	144	142	139	135	131	125
Skatt	32	31	30	29	29	28
NOPLAT	112	111	109	106	102	97
Avskrivninger	199	215	232	251	271	292
Endring i arbeidskapital		36	37	39	41	42
FCF		290	304	318	332	347

Tabell 8.1: Fremtidsregnskap. Kilde: Egenkomponert.

Vi benytter oss av Gordons formel for å beregne horisontal verdien. Med bakgrunn i denne kan vi beregne et estimat for videre fremtidig vekst. Vi estimerer g til 2%, og WACC til 8.27%. Avkastning på investert kapital estimerer vi noe høyere enn WACC, og vi setter derfor ROIC til 9%.

$$\text{Terminal verdi} = \frac{\text{NOPLAT} (1 - \frac{g}{\text{ROIC}})}{\text{WACC} - g} = \frac{97 (1 - \frac{0.02}{0.09})}{0.0827 - 0.02} = 1203$$

$$\text{Nåverdi terminalverdi} = \frac{1203}{1.0827^5} = 809$$

Vi neddiskonterer kontantstrømmene med avkastningskravet vi tidligere kom fram til.

$$\text{NNV} = \frac{290}{1.0827} + \frac{304}{1.0827^2} + \frac{318}{1.0827^3} + \frac{332}{1.0827^4} + \frac{346}{1.0827^5} = 1252$$

Nåverdi FCF prognoseperiode	1252
+ Nåverdi terminal verdi	809
= verdi totalkapital	2061
-Netto rentebærende gjeld	1900
= Verdi egenkapital	161

Tabell 8.2: Nåverdi prognose. Kilde: Egenkomponert.

Med utgangspunkt i ovenstående verdi på egenkapital, deler vi på antall utestående aksjer for å komme frem til aksjeverdien for XXL.

$$\text{Verdi per aksje XXL ASA} = \frac{161}{165\,762\,744} = 9,- \text{ per aksje.}$$

9. Markedsbasert verdsettelse

Den markedsbaserte verdsettelsen fokuserer på verdsettelse av ulike indikatorer sammenlignet med lignende selskaper i bransjen. Markedsbasert verdsettelse ved bruk av multipler er ofte enklest, og derfor mest vanlig i praksis. Sammenligningsmetoden forutsetter at de underliggende estimatene for delene i multiplene er gode, hvor få gode sammenligningsgrunnlag på børsen gjør vurderingen vanskeligere og mindre pålitelig.

I den markedsbaserte verdsettelsen er det utfordrende å skulle gjøre en sammenligning med norske eller nordiske konkurrenter til XXL, da de ikke er børsnoterte selskaper. I stedet har vi foretatt sammenligningen med børsnoterte selskap fra USA og England, nærmere bestemt Under Armour, Foot Locker og Dicks Sporting Goods Inc. Størrelsene blir justert i henhold til den tidligere regnskapsanalysen og korrigeres for eventuelle uteliggere.

Tallene nedenfor er hentet fra det svenske meglerhuset Nordnet, den 06.02.2020. P/E nedenfor skiller seg noe fra vår tidligere analyse av denne indikatoren, siden det her er tatt utgangspunkt i årets siste aksjekurs for selskapet. Vi har tatt utgangspunkt i disse nye verdiene for å gjøre tallene sammenlignbare.

	Foot Locker	Under Armour	Dicks Sporting Goods Inc	Gjennomsnitt	XXL ASA
P/E	8.47	53.19	24.8	15.31	15.31
P/B	1.78	3.88	2.7	0.51	0.51
P/S	0.57	1.61	0.89	0.18	0.18

Tabell 9.1: Markedsbasert sammensetning. Kilde: Svenske meglerhuset Nordnet.

Ut fra den komparative analysen ser vi at multiplene til XXL ligger under gjennomsnittet for de selskapene vi har sett på i denne analysen. Det er viktig å merke seg at en høy multiplenummer ikke nødvendigvis betyr at selskapet er dyrt, ettersom fremtidig vekst også er innbakt i disse tallene.

Videre velger vi her å foreta en nærmere sammenligning mellom XXL og Dicks Sporting Goods Inc, heretter kalt DSGI. DSGI har per 06.02.2020 en P/E på 12.66 og en børskurs per aksje på 45.46 USD. Driftsresultat var i 2019 på 444 733 000. Estimert resultat per aksje er på 3.59.

Vi kan estimere markedsverdien til XXL ved å benytte lik P/E ratio som for DSGI, og vi får 4.481.640.000 som tilsier en kurs per aksje på 27. Dagens børsverdi for XXL ligger på 1.956.000.000, og tilsvarer en aksjekurs på 11.89. I praksis betyr dette at XXL er priset lavere enn konkurrentene, dog er det en rekke faktorer som kan påvirke denne analysen negativt. Først og fremst operer selskapene vi her har sammenlignet med på andre markeder, og har andre konkurrenter og vilkår enn det XXL opererer under. Likevel selger selskapene mye av de samme varene, og dette kan derfor være en pekepinn på hvor XXL ligger i forhold til selskaper i andre markeder.

10. Sensitivitetsanalyse

Ved å endre enkelte faktorer kan vi se hvordan dette vil påvirke aksjekursen til XXL ASA. Vi vil her se nærmere på effekten ved å endre avkastningskravet, og ønsker å undersøke sensitiviteten for positive og negative endringer. Videre skal vi også se på hvordan endringer i driftsinntekter påvirker aksjekursen til selskapet.

10.1 Avkastningskrav

Det er viktig å påpeke at en justering av avkastningskravet åpenbart uansett har en effekt, og at et høyere avkastningskrav naturligvis fører til en lavere aksjeverdi. Vi skal likevel her se hvordan en endring i avkastningskravet vil endre aksjeverdien for XXL.

Vi ser at en oppjustering av avkastningskravet fører til mer enn en halvering i aksjekursen til XXL, og at en nedjustering fører til en økning i kursen på rundt 11%.

WACC	7.8%	8%	8.27	8.5%
<i>Nåverdi XXL</i>	261	216	161	66
<i>Aksjeverdi XXL</i>	10.6,-	10.3,-	9,-	4,-

Tabell 10.1: Sensitivitetsanalyse. Kilde: Egenkomponert

10.2 Salgsinntekter

Vi er også interessert i å se på hvordan endringer i markedsandeler påvirker XXL verdimessig. Ved å benytte ulike scenarier for salgsinntekter kan vi se hvilken effekt dette vil ha for selskapet. Vi tar utgangspunkt i salgsinntektene for 2019 og endrer utviklingen i årene fremover, og holder de andre postene i fremtidsregnskapet uendret, sett bort i fra skatt. Vi ser at små økninger i salgsinntekter resulterer i store økninger i aksjekursen til XXL.

Salgsinntekter	5%	10%
<i>Nåverdi XXL prognoseperiode</i>	2136	6905
<i>Aksjeverdi XXL</i>	27.4	174

Tabell 10.2: Salgsinntekter. Kilde: Egenkomponert

10.3 Beta

Vi kan også se effekten endringer i beta vil ha på aksjeverdien til XXL. Vi tar utgangspunkt i vår tidligere estimerte beta og endrer denne i henhold til satsene nedenfor. Vi ser at selskapet er veldig sensitiv for endringer i betaen, og at en 10% nedgang i beta fører til nærmere 300% økning i aksjeverdi for XXL.

<i>Beta</i>	-10%	-5%	5%	10%
<i>Aksjeverdi XXL</i>	24.7	19.1	8.78	5.76
<i>WACC</i>	7.22	7.57	8.261	8.61

Tabell 10.3: Beta. Kilde: Egenkomponert

11. Konklusjon og kritikk

11.1 Kritikk av oppgaven

Det er essensielt å vurdere oppgaven kritisk, og se på eventuelle svakheter ved våre estimater. Det er viktig å påpeke at en verdsettelse uansett vil være en relativt subjektiv vurdering, og at vår analyse dermed kan avvike fra andre sine analyser.

Den begrepsmessige gyldigheten handler om vi måler det vi faktisk ønsker å måle, og kan anses som relativt god i denne sammenhengen. Hensikten var å estimere børsverdien til XXL, noe vi har kommet frem til et svar på. Reliabiliteten til undersøkelsen kan være vrien å vurdere, ettersom en slik oppgave forutsetter korrekte regnskapstall, korrekt gjengivelse og korrekt brukt av de innsamlede dataene. Dersom vi hadde gjennomført den samme undersøkelsen gjentatte ganger, så ville vi trolig kommet frem til samme resultat. Dog må vi ta hensyn til en viss usikkerhet i disse dataene og dermed vurderer vi reliabiliteten til å være middels høy.

Den eksterne gyldigheten til vår undersøkelse vil være lav, da det vil være vanskelig å generalisere våre resultater til andre case. Den interne gyldigheten må også ta hensyn til usikkerheten i dataene vi har samlet inn. Likevel har vi hentet informasjon fra selskapets egne sider, og kildene bør derfor kunne anses som relativt sikre. Vi anses derfor den interne gyldighet som god.

11.2 Konklusjon

Målet med denne oppgaven var å komme med et estimat på børsverdien til XXL ASA, for å finne ut om selskapet er over- eller underpriset med tanke på dagens børsverdi. Etter å ha sett på både makro- og mikroøkonomiske utsiktene konkludere med at fasen XXL ASA er inne i er en ekstremt kritisk fase. Den store nedgangen i sportsbransjen, økt vekst i netthandel, dårlige sesonger og vekst i av ulike substitutter gjør at konkurransen er hard. Det blir vanskeligere å få etablert seg eller skape vekst i dette markedet, hovedsakelig på grunn av at bransjen er lett imiterbar. Stadig høyere fokus på pris og kvalitet gjør at de fleste marginer blir presset og profitten er lav.

Vi estimerte XXL ASA sin kurs per aksje til kr 9,-. I dagens volatile marked anbefaler vi hverken å kjøpe eller selge aksjen.

Den nåværende situasjonen med spredningen av COVID-19 er også med å påvirke XXL sin daglige drift. Selskapet har måttet stenge butikkene i Østerrike, og aksjekursen har vært ekstremt volatil de siste ukene. Isolasjon av befolkningen er uten tvil med på å påvirke hele Norge sitt næringsliv, inklusive XXL. Det virker rimelig å anta en lavere etterspørsel etter sportsutstyr, en svekket krone gjør importen dyrere og en svekket kjøpekraft i befolkningen grunnet permitteringer.

Vi tror at XXL sin nye konsernsjef kan være en positiv bidragsyter for XXL i årene fremover, og at selskapet er nødt til å foreta en intern restrukturering. XXL er avhengig av felles retningslinjer og verdier for sine ansatte, slik at alle drar i samme retning i tiden fremover. Vi tror også at XXL bør vie sitt fulle fokus på det nordiske markedet, hvilket betyr nedleggelse i Østerrike.

12. Referanser og kildeliste.

12.1 Figuroversikt

Figur 2.1: XXL tidslinje

Figur 2.2: Utvikling i markedsandeler

Figur 3.1: Diffusjonsprosessen

Figur 3.2: Sum driftsinntekter.

Figur 3.5: Porters femkraftsmodell.

Figur 3.7: Pestel model.

Figur 3.8: Sosiokulturelle forhold.

Figur 3.9: SWOT.

12.2 Tabelliste

Tabell 3.3: Andel av salgsinntekter fra nettbutikk

Tabell 3.4: Vrio analyse oppsummert.

Tabell 3.6: Porters femkraftsmodell oppsummert.

Tabell 4.1: Resultatregnskap.

Tabell 4.2: Balanseregnskap

Tabell 5.1: Likviditetsgrad 1 og 2

Tabell 5.2: Gjeldsgrad og Egenkapitalandel.

Tabell 5.3: Finansieringsgrad 1.

Tabell 6.1: Driftsinntekter.

Tabell 6.2: Driftskostnader.

Tabell 6.3: Avskrivninger og nedskrivninger

Tabell 6.4: Arbeidskapital.

Tabell 8.1: Fremtidsregnskap.

Tabell 8.2: Nåverdi prognose.

Tabell 9.1: Markedsbasert sammensetning.

Tabell 10.1: Sensitivitetsanalyse.

Tabell 10.2: Salgsinntekter

Tabell 10.3: Beta

12.3 Internettssider

-Norsk Sportbransjeforening (2019) Knallår for sportsbransjen. Tilgjengelig fra:

<http://www.sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/knallar-for-sportsbransjen> (hentet fra 30.01.20)

-Norsk Sportbransjeforening (2018) Sportsbransjen 2018. Tilgjengelig fra:

http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/86/pdf/Sportbransjen%202018_PDF_8d8017271aec43b38aadaf0d60bb88c9.pdf (Hentet 30.01.20)

-E24 (2020) Nav fryser XXL-samarbeidet-krever arbeidsmiljø-tiltak. Tilgjengelig fra:

<https://e24.no/naeringsliv/i/kJGXBL/nav-fryser-xxl-samarbeidet-krever-arbeidsmiljoe-tiltak>
(Hentet 31.01.20)

-Dagbladet (2019) *Legger seg flate – lover endringer*. Tilgjengelig fra:

<https://www.dagbladet.no/nyheter/legger-seg-flate---lover-endringer/71327392>
(Hentet 31.01.20)

-XXL ASA (2020) Om XXL. Tilgjengelig fra:

<https://www.xxl.no/tips/om-xxl/dette-er-xxl> (Hentet 31.01.20)

-SSB (2019) Omsetning i varehandel - og - tjenesteyting. Tilgjengelig fra:

<https://www.ssb.no/varehandel-og-tjenesteyting/statistikker/vroms> (Hentet 31.01.20)

-NRK (2020) Sportskjeden Gresvig er konkurs. Tilgjengelig

fra:<https://www.nrk.no/norge/sportskjeden-gresvig-er-konkurs-1.14887331> (Hentet 31.01.20)

-TV2 (2019) Kronen er rekordsvak - dette betyr det for deg. Tilgjengelig

fra:<https://www.tv2.no/a/10924338/> (Hentet 20.03.20)

-Wikipedia (2020) Big-box store. Tilgjengelig fra:https://en.wikipedia.org/wiki/Big-box_store

(Hentet 31.01.20)

- E24 (2020) Pål Wibe blir ny konsernsjef i XXL. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/Ad9w93/paal-wibe-blir-ny-konsernsjef-i-xxl> (Hentet 31.01.20)
- XXL (2020) Hjemmeside. Tilgjengelig fra: <http://www.xxlasa.com/> (Hentet 06.02.20)
- SSB (2019) Styrketrening stadig mer populært. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/kultur-og-fritid/artikler-og-publikasjoner/styrketrening-stadig-mer-populaert> (Hentet 20.02.20)
- Estudie (2019) Bedriftens livssyklus. Tilgjengelig fra: <https://estudie.no/bedriftens-livssyklus/> (Hentet 20.02.20)
- Dagensnæringsliv (2020) XXL ASA. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/bedriftsbasen/proff/?page=keyfigures&companyNo=IGGKV5A10NZ> (Hentet 20.02.20)
- SSB (2020) Konsumprisindeksen. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/kpi> (Hentet 27.02.20)
- E24 (2020) Sportskjeden Gresvig slår seg konkurs. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/2GIOWa/sportskjeden-gresvig-slaar-seg-konkurs> (Hentet 27.02.20)
- NHO (2020) *Bedriftene må også være bærekraftige*. Tilgjengelig fra: <https://www.nho.no/tema/energi-miljo-og-klima/artikler/bedriftene-ma-ogsaa-vare-barekraftige/> (Hentet 27.02.20)
- XXL (2018) *XXL ASA Sustainability Report 2018*. Tilgjengelig fra: <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2019/04/XXL-ASA-Sustainability-Report-2018.pdf> (Hentet 27.02.20)
- Norsk Friidrett (2018) *Hva er plogging*. Tilgjengelig fra: <https://www.friidrett.no/plogger/hva-er-plogging/> (Hentet 27.02.20)
- XXL (2018) *Plogging*. Tilgjengelig fra: <https://www.xxl.no/tips/trening/plogging> (Hentet

19.03.20)

-E24 (2020) XXL må rygge opp etter tilsyn bruddene er å anse som alvorlige. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/kJzdd9/xxl-maa-rydde-opp-etter-tilsyn-bruddene-er-aa-anse-som-alvorlige> (Hentet 28.02.20)

-Norgesbank (2020) *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> (Hentet 27.02.20)

-Forbrukertilsynet (2017) *MR-2017-1190-XXL*. Tilgjengelig fra: <https://www.forbrukertilsynet.no/lov-og-rett/markedsradets-vedtak/mr-2017-1190-xxl> (Hentet 27.02.20)

-E24 (2017) *Kun 11 land med AAA-rating: -Verden har historisk høy gjeldsgrad*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/norsk-oekonomi/i/OpkvbE/kun-11-land-med-aaa-rating-verden-har-historisk-hoey-gjeldsgrad> (Hentet. 27.02.20)

-Yahoo Finance (2020) *XXL.OL*. Tilgjengelig fra: <https://finance.yahoo.com/quote/XXL.OL/> (Hentet 27.02.20)

-PWC (2019) *Risikopremien i det norske markedet*. Tilgjengelig fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2019.pdf> (Hentet 27.02.20)

- XXL ASA Q3 rapport 2019. Tilgjengelig fra: <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2019/10/XXL-ASA-Interim-report-Q3-2019.pdf> (Hentet 03.02.20)

- XXL ASA Q4 rapport 2019. Tilgjengelig fra: <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2020/02/XXL-ASA-Interim-report-Q4-2019.pdf> (Hentet 13.02.20)

- XXL ASA Q2 rapport 2019. Tilgjengelig fra:

<http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2019/07/XXL-ASA-Interim-report-Q2-2019.pdf>

(Hentet 03.02.20)

- XXL ASA Q1 rapport 2019. Tilgjengelig fra:

<http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2019/04/XXL-ASA-Interim-report-Q1-2019.pdf>

(Hentet 03.02.20)

-XXL ASA Annual Report 2018 Tilgjengelig fra:

<http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2019/04/XXL-ASA-Annual-Report-2018.pdf>

(Hentet 03.02.20)

- XXL ASA Annual Report 2017 Tilgjengelig fra:

<http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/XXL-ASA-Annual-Report-2017.pdf>

(Hentet 03.02.20)

- XXL ASA Annual Report 2016 Tilgjengelig fra:

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

(Hentet 03.02.20)

- XXL ASA Annual Report 2015 Tilgjengelig fra:

<http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/XXL-ASA-Annual-Report-20151.pdf>

(Hentet 03.02.20)

- XXL ASA Annual Report 2014 Tilgjengelig fra:

<http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/XXL-ASA-Annual-report-2014.pdf>

(Hentet 03.02.20)

