

Øivind Wøien Stø
Ola Heggedal
John Øveraas

Verdsettelse av XXL ASA

Valuation of XXL ASA

Semesteroppgave i Økonomi og administrasjon

Veileder: Denis M. Becker

April 2021

Øivind Wøien Stø
Ola Heggedal
John Øveraas

Verdsettelse av XXL ASA

Valuation of XXL ASA

Semesteroppgave i Økonomi og administrasjon
Veileder: Denis M. Becker
April 2021

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

Forord

Denne semesteroppgaven er en avsluttende oppgave i emnet «Semesteroppgave i Finansiell styring» på Bachelorstudiet i Økonomi og Administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen i Trondheim. Oppgaven er bygget på kunnskapen som vi har anskaffet oss i løpet av våre tre år som studenter. Omfanget av oppgaven er på 7,5 studiepoeng.

Å skrive denne oppgaven har vært lærerikt og utfordrende, hvor vi har fått mulighet til å anvende kunnskap på tvers av emner vi har hatt i tidligere semestre. Vi har i prosessen med å skrive oppgaven fått teste vår evne til å samarbeide, planlegge og diskutere på en saklig og god måte for å komme frem til det endelige produktet.

Vi ønsker å benytte anledningen til å takke vår veileder, Dennis Becker, for konstruktive tilbakemeldinger og god hjelp under prosessen.

Sammendrag

Denne oppgavens formål var å undersøke XXL ASA sin lønnsomhet og strategiske posisjon i markedet, og verdsette selskapet per 31.12.2020. XXL er børsnotert på Oslo Børs, og har siden oppstarten i år 2000 kontinuerlig utviklet og forbedret seg. Selskapet er ledende aktør innen sportsbransjen i Norge, og har dessuten virksomhet i flere land.

Oppgavens første del gir et innblikk i XXL og markedet de opererer i. Her tar oppgaven både for seg ulike sider ved sportsbransjen og hva som kjennetegner den. I tillegg presenteres XXL sin visjon og mål, samt selskapets historie.

Videre er det gjennomført en strategisk analyse. Dette er gjort av hensyn til eventuelle kjøpere og långivere for å gi dem et innblikk i risikoen ved en eventuell investering. Dette er gjennomført ved hjelp av både interne og eksterne analyser. I den interne analysen har vi benyttet oss av analysemodellen VRIO, som analyserer selskapets ressurser. Den eksterne analysen inneholder PESTEL og Porters fem konkurransekrefter, der selskapets muligheter og trusler fra eksterne faktorer og virksomheter står i fokus. De nevnte interne og eksterne analysene er blitt oppsummert i en SWOT-analyse.

I oppgavens tredje del er det gjennomført en regnskapsanalyse. Formålet med denne analysen er å gi et helhetlig bilde av XXL sin økonomiske situasjon, og er viktig for å kunne besvare problemstillingens del om selskapets lønnsomhet. Oppgaven har benyttet årsregnskap fra perioden 2016 til 2020, og inneholder også prediksjoner av selskapets fremtidige kontantstrømmer.

Oppgavens siste del inneholder en verdsettelse av XXL. Dette er gjennomført ved bruk av de to ulike verdsettelsesmetodene diskontert fremtidig kontantstrøm og markedsbasert verdsettelse. Ved bruk av diskontert fremtidig kontantstrøm fant vi per 31.12.2020 en kurs på kroner 51,50. Den markedsbaserte verdsettelsen ga oss en aksjepris på kroner 16,074. På dette tidspunktet var den reelle kursen 19,31 kr.

I konklusjonen vår valgte vi å hverken komme med en kjøp- eller salgsanbefaling til tross for en mulig stor oppside. Markedssituasjonen er usikker, noe som gjør det fremtidige estimatet usikkert og den markedsbaserte verdsettelsen ga et helt annet bilde. Mer undersøkelse må derfor gjennomføres for å dra en endelig konklusjon på om aksjen er over- eller underpriset.

Summary

The purpose of this paper was to evaluate the profitability and strategic market position of XXL ASA, and to conduct a valuation per 31.12.2020. XXL is listed on Oslo Stock Exchange and has since its foundation in 2000 continuously worked with development. The company is a leading actor in the Norwegian sport market, in addition to this it is present in several other countries.

The first part of the paper will provide a brief overview of XXL and its primary market. This part will include different parts of sports sector, and what characterizes it. In addition to this will we present the vision and goals to XXL, and its history.

Continuing in the paper there will be conducted a strategic analysis. This is done to provide an eventual investor and loan provider with information on the risk involved with XXL. The strategic analysis contains an internal and external part. In the internal analysis we chose to use VRIO, this method analysis the company resources. In the external part we chose PESTEL and Porters five forces. These analyses the external threats and possibilities that the company faces. The strategic analysis is in the end summarized with a SWOT-analysis.

In the third part of this paper, we conducted an account analysis. The purpose of this was to provide a clear overview of XXLs financial situation. This is an integral part in the answer to this papers question about the profitability. We chose to use the financial numbers from 2016 to 2020 in our analysis. This part of the paper also contains a prediction of the future cash-flow.

In the last part we perform our valuation of the stock. This is done by using two different methods, discounted cash-flow, and market-based valuation. Through the discounted cash-flow method we ended up with an estimated stock price of 51.5 NOK, as of 31.12.2020. By using Market-based valuation we ended up with 16.074 NOK. At this given moment, the actual stock price was 19,31 NOK.

In the conclusion we chose to neither give a sell- or buy-recommendation, despite a possible strong upside. The market situation is uncertain. This leads to uncertainties with our estimation for the future. In addition to this we got a completely different conclusion from the market-based valuation. Therefore, we require more research in order to give a clear recommendation.

Innholdsfortegnelse

1.0 Innledning	6
2.0 XXL og dens bransje	6
2.1 Presentasjon av XXL	7
2.2 Visjon og mål	8
2.4 Historie	8
3.0 Metode	9
3.1 Valg av metode	10
4.0 Strategisk analyse	10
4.1 VRIO	10
4.3 PESTEL	14
4.4 Porters fem konkurransekrefter	17
4.5 SWOT	19
5.0 Regnskapsanalyse	20
5.1 Resultatregnskap	20
5.2 Balanseregnskap	21
5.3 Finansiering	21
5.4 Soliditet	22
5.5 Likviditet	23
5.6 Lønnsomhet	23
6.0 Fremtidig kontantstrøm	24
6.1 Driftsinntekter	24
6.2 Driftskostnader	25
6.3 Avskrivning	26
6.4 Arbeidskapital	26
7.0 Avkastningskrav	26
7.1 CAPM	27

7.2 WACC	29
8.0 Kalkulasjon av verdi	29
8.1 Fremtidsregnskap	30
8.2 Markedsbasert verdsettelse	31
9.0 Sensitivitetsanalyse	32
10.0 Konklusjon	35
11.0 Kildeliste	36

1.0 Innledning

I det norske forbrukermarkedet er XXL ledende innen sportsutstyr og fritid. Til tross for dette har aksjekursen hatt en negativ trend og omdømmet har blitt rammet av negative nyhetsoppslag de siste årene. Etter en periode med mye negativ omtale og lavt resultat ble verden i mars 2020 stengt ned grunnet covid-19-pandemien. Med stengte treningssenter og landegrenser endret folks forbrukervaner seg. Dette førte til økt omsetning for XXL, og følgelig for aksjekursen. Økt omsetning betyr ikke nødvendigvis bedre lønnsomhet eller at de har styrket sin posisjon i markedet.

Vi har derfor valgt følgende problemstilling: «Hvordan ser XXL ASA sin lønnsomhet og strategiske posisjon ut i forhold til markedet, og hva er XXL ASA verdt per 31.12.2020?»

En analyse av selskapets lønnsomhet og strategiske posisjon vil være viktig for eventuelle kjøpere og långivere for å minimere egen risiko ved eventuelle investeringer. Det vil også være viktig for investorene og styret å vite den fundamentale verdien, slik at de kan ta fornuftige avgjørelser på vegne av selskapet.

Oppgaven vil først gi et overordnet innblikk av XXL og markedet de operer i. Vi vil her også redegjøre for oppgavens begrensninger. I den neste delen skal vi gå gjennom teorigrunnlaget for verdsettelsen. Del tre består av regnskapsanalyse der vi bruker tallene for de 5 siste årene. I del fire beregner vi de ulike avkastningskravene som kreves i verdsettelsen. Til slutt gjennomfører vi selve verdsettelsen.

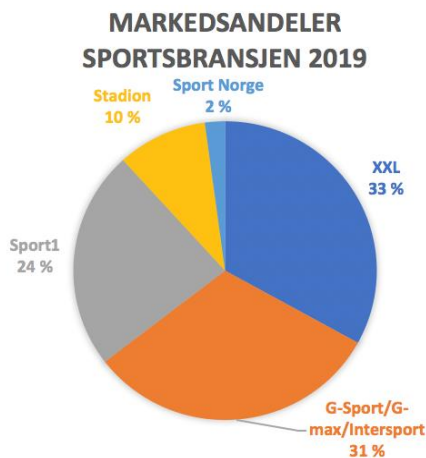
2.0 XXL og dens bransje

I dette kapittelet skal vi gi en oversikt over hva XXL holder på med, litt om historien og litt om denne sektoren i markedet.

I de senere år har det kommet en rekke tilbydere av diverse sportsutstyr på markedet. Noen av disse aktørene har etablert seg som rene tilbydere av sportsutstyr. Andre er etablert som et resultat av bransjeglidning, der aktører som i utgangspunktet har hatt sitt fokus rundt et helt annet sortiment, nå i tillegg tilbyr sportsutstyr. Et eksempel på en slik aktør, er Coop. I dette avsnittet begrenser vi oss til detaljister som har salg av sports- og fritidsutstyr som sin hovedaktivitet.

Sportsbransjen er en bransje preget av høy konkurranse mellom bedriftene, og en kamp om å kapre markedsandeler. I starten av 2020 ble en av XXLs største konkurrenter slått konkurs.

Selskapet det er snakk om er Gresvig Retail Group. Dette har mest sannsynlig gitt XXL en noe større markedsandel enn det som vises i figuren nedenfor. Av figuren ser vi at XXL er aktøren med størst markedsandel, med G-sport/G-Max/Intersport liggende rett bak.



Figur 1, egenprodusert (Norsk sportsforening, 2020)

Sportsbransjen er sterkt preget av sesongvariasjoner, der for eksempel en snøfattig vinter er dårlig nytt. Bransjen preges også av samfunnets økonomiske forhold, der større tilgang på og ønske om å bruke mer penger hos konsumentene, bidrar til økt salg hos kjedene. Til tross for at samfunnet det siste året har blitt sterkt preget av korona-pandemien og flere bransjer opplever rekordlavt salg, har sportsbransjen kommet styrket ut av pandemien. Flere aktører rapporterer om rekordsalg. Sportskjedene, deriblant XXL, Intersport og Sport1, rapporterer om en samlet vekst på 17,7 prosent i andre kvartal 2020, sammenlignet med samme kvartal året før. Dette kommer som en direkte konsekvens av reiserestriksjonene som ble innført i mars 2020. Kjedenes melder særlig om økt salg av utstyr som gir økt mulighet til å utnytte Norges natur. På grunn av restriksjonene ble antall utenlandsreiser kraftig redusert. Dette førte til at mange nordmenn valgte å legge ferier og turer til Norge, gjerne som et substitutt til storby- eller strandferie i utlandet (Hopland og Jordheim, 2020).

2.1 Presentasjon av XXL

XXL ASA er en detaljist innen sportsbransjen med sitt hovedkontor i Oslo. I 2019 hadde XXL totalt 86 varehus, fordelt på 36 i Norge, 28 i Sverige, 17 i Finland og 5 i Østerrike. Dette gjør selskapet til det største blant sportsforhandlerne i Norden. De tilbyr også salg over internett ved bruk av XXL etterfulgt av hvert enkelt lands respektive toppnivådomene. XXL tilbyr også netthandel i Danmark. XXL har et bredt sortiment av produkter fra de mest kjente kvalitetsmerkene på markedet. Disse varene ønsker de å tilby til markedets beste priser. Dette

inkluderer produkter innen blant annet jakt, sykkel, ski og andre ute- og lagidretter. I tillegg tilbyr de sportsbekledning, helseprodukter og teknologiske sportsprodukter.

XXL har en kontrollert verdikjede som drives av effektivitet og kostnadslederskap. Dette sørger for en relativt ressurseffektiv distribusjon. Selskapet tilbyr kun et begrenset utvalg av produkter som kan klassifiseres som egne merkevarer, og må derfor tilby et stort utvalg av kjente, eksterne merkevarer. Store innkjøpskvantum har bidratt til at XXL har hatt høyere EBITDA-marginer enn sine nordiske konkurrenter over tid. Vi kan altså betrakte XXL som en kostnadsleder i sin bransje, noe som gjør at de kan møte konkurrentene på pris (XXL årsrapport 2019).

2.2 Visjon og mål

XXL ønsker å være en ledende europeisk sports- og utendørsspesialist – en «one-stop» tilbyder av produkter og produktservice for alle. Selskapet har en organisasjonskultur basert på følgende fire kjerneverdier:

- o *Lidenskap* – de har sterk lidenskap og entusiasme for sine produkter.
- o *Hjelpsomhet* – de bryr seg om miljøet, kundene og kollegaer.
- o *Ansvarlig* – de legger stolthet i sitt yrke.
- o *Innovativ* – de ønsker å være først ute med å dekke kundenes nye behov og være først ute med ny teknologi for å sikre kostnadseffektivitet og bedre kundetilfredsheten.

XXL sin strategi er å utnytte veksten i sportsbransjen og gjøre deres store varehus til en konkurransefordel (XXL årsrapport, 2019).

2.4 Historie

XXL ble startet opp av Øivind Tidemandsen i år 2000, og den første XXL-butikken ble etablert på det norske markedet i 2001. Allerede i 2007 oppnådde de en markedsandel på 10 prosent i Norge, og i 2010 ble de tre første XXL-butikkene i Sverige startet opp. 13 år etter oppstarten i Norge var de markedsleder på det norske markedet, med 24 prosent markedsandel. XXL ble notert på Oslo Børs 3. oktober 2014 til en introduksjonspris på 58 kroner. Det samme året etablerte de seg i Finland med én fysisk butikk samt nettbutikk. Videre ble de i 2015 Nordens største sportsforhandler, og i 2016 lanserte de E-handel i Danmark. I 2018 ekspanderte de for første gang til et land utenfor Norden, da de etablerte to fysiske butikker i Østerrike, samt en østerriksk nettside.

Figuren illustrerer de mest sentrale milepælene i XXL sin historie (XXL årsrapport, 2019).



Figur 2, egenprodusert

3.0 Metode

For å gjennomføre en verdsettelse av XXL må vi til å begynne med å sette begrensninger for hva som regnes som relevant data. XXL har varehus i Norden og Østerrike (XXL, u.å.). Regnskapstallene er imidlertid slått sammen under ett. Derfor velger vi å ikke begrense analysen vår ut fra geografi.

Videre velger vi å benytte oss bare av offentlig tilgjengelig informasjon. Vi tar utgangspunkt i semistærk markedshypotese som sier at all offentlig informasjon er priset inn i aksjen. (Brealey et al., 2020, s. 340).

For å se på verdien til XXL skal vi også benytte oss av strategisk analyse og regnskapsanalyse. Disse analysene gir oss et bilde av fortiden til selskapet, og hvilke potensiale de har å bygge på videre inn i fremtiden.

I den strategiske analysen har vi valgt å benytte oss av en VRIO, Porters femfaktormodell, PESTEL og SWOT. Vi valgte disse metodene fordi de gir et helhetlig bilde av XXL og derfor også et godt utgangspunkt for oppgaven.

I regnskapsanalysen skal vi se på tallene fra 2016 til 2020. Vi må imidlertid se bort fra årsrapporten for 2020 siden denne fremdeles ikke er presentert. Kvartalsrapporten er imidlertid presentert, vi har derfor valgt å benytte oss av tall fra 2020 uansett ettersom den globale pandemien gjorde året helt unikt og det vil være interessant å se hvordan XXL foreløpig har klart seg.

3.1 Valg av metode

For å besvare vår problemstilling ut fra gitte begrensinger må vi som tidligere nevnt benytte oss av all offentlig tilgjengelig informasjon. Dette er en sentral del av verdsettelse av selskaper siden all tilgjengelig informasjon skal være priset inn. Vi skal derfor benytte oss av sekundærkilder. Dette er et begrep som beskriver alle typer informasjon som ikke er hentet direkte fra hovedkilden. Det er med andre ord ikke kilder som intervju, observasjon eller spørreskjema (Jacobsen, 2018, s. 140).

Med utgangspunkt i sekundærdataen vil vi danne oss et informasjonsgrunnlag for selskapet som vi videre bruker til å gjennomføre analysene.

Til slutt i oppgaven skal vi utføre beregningen av verdsettelsen ved hjelp av fremtidig kontantstrøm og markedsbasert analyse.

4.0 Strategisk analyse

I vår strategiske analyse skal vi først gjennomføre analyse av interne forhold før vi ser på de eksterne forholdene. Den interne analysen vil bestå av en VRIO-analyse. Denne vil se på faktorer som ikke direkte blir påvirket av hverken markedet eller konkurrerende bedrifter. Videre vil den eksterne analysen se på bedriftens muligheter og trusler knyttet til eksterne faktorer i markedet. Vi skal bruke PESTEL og Porters femfaktormodell. Helt til slutt i denne delen skal vi også gjennomføre en SWOT-analyse for å oppsummere.

4.1 VRIO

I 1991 presenterte Jay B. Barney et verktøy man kan benytte i vurderingen av de interne ressursene i et selskap. Denne ressursanalysen undersøker om en ressurs bidrar til å gi selskapet en konkurransemessig ulempe, konkurransemessig paritet, midlertidig konkurransefortrinn eller et varig konkurransefortrinn. Ethvert selskap ønsker ressurser som gir dem et varig konkurransefortrinn. I VRIO-analysen undersøker man i hvilken grad en ressurs oppfyller de fire kravene i modellen. Disse kravene er:

Verdifull (Valuable) - Dette handler om i hvilken grad ressursen gir selskapet muligheten til å skape verdier, deriblant å utnytte muligheter og møte trusler.

Sjelden (Rare) - I hvilken grad andre bedrifter har tilgang til den samme ressursen.

Ikke-imiterbar (Imitability) - I hvilken grad ressursen er vanskelig eller kostbar for andre bedrifter å kopiere eller etterligne.

Organisert (Organization) - Dette handler om at det ikke er fordelaktig å ha en ressurs som oppfyller noen av de andre kravene dersom selskapet ikke er organisert på en slik måte at det er i stand til å utnytte ressursen og dens potensial.

Videre vil vi gjennomføre analyser av de mest kritiske ressursene XXL innehar. Dette gjør vi som nevnt for å undersøke i hvilken grad XXL kan sies å ha en konkurransemessig fordel i forhold til andre bedrifter i bransjen.

Varehus

XXL er kjent for sin strategi om å ha relativt få, men store varehus. Dette har vært en av selskapets suksessfaktorer, og omtales som et “big-box”-konsept. Dette konseptet går i korte trekk ut på å ha store butikker, som regel mellom 3000 til 5300 kvadratmeter, med “alt” av sports- og fritidsutstyr. XXL har 36 varehus i Norge, mens eksempelvis Sport1 har over 200 i butikker i Norge (Sport1, u.å.). Å ha store butikker gir XXL det vi kaller stordriftsfordeler, og har ført til relativt høye driftsmarginer sammenlignet med konkurrentene.

Internt i varehusene har XXL en strategi som innebærer at varehusenes oppbygging er tilnærmet lik uavhengig av hvor i landet du befinner deg. Som en direkte følge av store varehus har XXL muligheten til å tilby et bredt sortiment innenfor de ulike avdelingene. Det at XXL også deler varehusene sine inn i ulike avdelinger, gjør at de kan ha spesialiserte ansatte i hver avdeling. Dette kommer vi tilbake til senere i VRIO-analysen.

Da XXL introduserte big-box konseptet i Norge var de eneste tilbyderer at dette. I løpet av de siste årene er det flere sportsforhandlere som har fulgt etter, deriblant G-MAX og Stadium. Dette tyder på at XXLs big-box konsept ikke er sjeldent eller vanskelig å imitere, men det er allikevel viktig å påpeke at det er høye etableringskostnader. Vi mener derfor at dette kan ses på som et kortsiktig konkurransefortrinn, da vi ser for oss at det vil komme flere tilbydere av ulike typer big-box konsepter på sikt.

Logistikk

XXL skriver i sin årsrapport for 2019 at: “We want to reposition XXL as the sports retail specialist with the best prices” (XXL årsrapport, 2019). For å nå målet om å tilby markedets laveste priser, er innkjøp og distribusjon/logistikk kritiske faktorer. Selskapet har to sentrallagre. Disse befinner seg på Gardermoen utenfor Oslo og i Örebro i Sverige, og begge lagre har muligheter for utvidelse dersom selskapet får behov for dette. Lageret på Gardermoen betjener varehusene med lokasjon i Norge, mens lageret i Örebro sørger for varer til Sverige,

Finland, Danmark og Østerrike. Begge sentrallagrene er utstyrt med toppmoderne robotikk, også kalt Autostore, som gjør selskapet kan operere på en produktiv og kostnadseffektivt måte. Videre har de utviklet ordrepakkings- og forsendelsesprosesser som er tilpasset kravene til E-handelen. I 2019 erstattet XXL sitt gamle “min/max påfyllingssystem” med et nytt datadrevet og algoritmebasert system. Dette systemet optimaliserer innkjøpsprosessen slik at det bestilles varer kun når lageret når et minimum antall av en gitt vare. Dette fører til at XXL kan bestille store kvantum og dermed få lavere enhetspris.

At bedrifter benytter algoritmebaserte systemer, er ikke uvanlig i dagens samfunn. Flere og flere har fått øynene opp for denne typen infrastruktur, da den er svært effektiv og kostnadsbesparende. Dette gjør at vi anser logistikken til XXL som en verdifull, men ikke sjelden eller ikke-imiterbar ressurs. På bakgrunn av blant annet de to store sentrallagrene til XXL, anser vi de som godt organisert for å utnytte deres logistikksystemer på en best mulig måte.

Kompetanse

I sportsbransjen er det de ansatte som er selskapets ansikt utad. XXL har som nevnt delt sine store varehus inn i avdelinger. Big-box konseptet gir de ansatte spesialiseringmuligheter innen avdelingen de har interesse for. I de ulike avdelingene jobber det derfor personell med spesialkompetanse på produktene i sin avdeling, noe som gjør de i stand til å yte god service til kunden. God service til kunden vil kunne gi økt kundetilfredshet, som igjen vil kunne føre til økt lojalitet.

I XXLs årsrapporter hevder de at de har en sterk prestasjonskultur i organisasjonen (XXL årsrapport, 2019). De å ha en god organisasjonskultur påvirker ikke kun motivasjonen til de ansatte, men også kunden. Dersom de ansatte ikke er motiverte, vil dette oppfattes av kunden og skape lavere kundetilfredshet. XXL har derfor fokus rettet mot å få nye ansatte til å bli en del av og videreføre denne kulturen. En konsekvens av en god organisasjonskultur preget av høy kompetanse og liten avstand mellom leder og medarbeider, er lav gjennomstrømning av ansatte.

Sammenligner vi XXL sine ansatte med ansatte i andre selskaper, kan vi si at XXL har fordelen av å ha store varehus. Dette gjør at de kan ha ansatte med spesialkompetanse innen sin avdeling. Dette i motsetning til i mange andre sportsbutikker, der de ansatte må ha kunnskaper om flere avdelinger i butikken. Dette er fordi de ansatte i mindre butikker må ha en bredere kompetanse som følge av at de må betjene hele butikken. Spesialforretninger, som for eksempel Löplabbet,

vil på den andre siden ha ansatte som det er rimelig å anta at har større kompetanse om produkter innen løping enn XXL sine ansatte.

Vi påstår at de ansatte i XXL er en viktig ressurs. Vi vil ikke si at den er sjelden, da kompetanse om sportsutstyr- og klær er noe svært mange innehar. Til slutt vil vi si at XXL virker å være organisert på en slik måte som utnytter de ansattes kompetanse, da de kan arbeide innen en og samme avdeling, i stedet for å måtte jobbe i flere avdelinger. Dette gir XXL en konkurransefordel, men som ikke kan påstås å være varig.

Merkevare

En viktig del av XXLs markedsføring går ut på at de skal være billigst. Dette har ført til at XXL har innført prisløfte. Dette innebærer at de setter ned prisene dersom de observerer at andre butikker har lavere priser enn dem selv, samt at de setter ned prisen dersom kunden finner produktet billigere et annet sted. Dette prisløftet gjelder imidlertid kun mot lokale, konkurrerende butikker i byer hvor et XXL-varehus er lokalisert (XXL, u.å.). Dette reduserer risikoen for forbrukeren, da de kan være sikre på at de har fått varen billig hos XXL.

Det har vært flere saker de siste årene som, etter vår oppfatning, har svekket XXLs merkevare. I E24s artikkel fra 19. desember 2019 kan vi lese at: «En informant har fortalt at alarmsystemet i varehuset var ødelagt og at vedkommende ble oppfordret til å sitte nattevakt mot en sekspakning med øl i stedet for betaling» (Wig og Hopland, 2019). Videre kan vi lese at styreleder Maurstad uttaler at «summen av gratisarbeid utgjør 1350 timer over tre år». I landene XXL er lokalisert anser forbrukerne for å være opptatt av de ansattes trivsel og rettigheter på arbeidsplassen. At saker som dette forekommer og blir publisert er svært negativt for XXLs merkevare.

Vi tror det vil være vanskelig for XXL å bygge opp igjen sin merkevare og troverdighet hos kundene. Til tross for avsløringene de siste årene tror vi at posisjonen XXL en gang hadde i markedet henger høyt. Vi tror derfor at de vil kunne gjenopprette tilliten hos forbrukerne.

Oppsummering av VRIO

Ressurs	Verdiful?	Sjelden?	Vanskelig å kopiere?	Utnyttet ved organisering?
Varehus (Big-box)	X	-	-	X
Logistikk	X	-	-	X
Kompetanse	X	-	-	X
Merkevare	X	X	X	X

Figur 3, egenprodusert

4.3 PESTEL

Det vil alltid være forhold som bedriften ikke er i stand til å endre selv, dette er de makrorelaterte faktorene. Bedriften som er suksessfulle er ofte gode til å tilpasse seg disse faktorene. Ved å gjennomføre en PESTEL-analyse vil vi se på hvilke makrorelaterte faktorer som påvirker bedriften, og analysere hvordan dette kan ha negativ eller positiv effekt for XXL ASA.

De makrorelaterte faktorene som kan ha noe å si for en virksomhet er politikk, økonomi, sosiokulturelle, teknologi, miljø og lovmessige faktorer (Erichsen et al, 2015, s. 261).

Politiske faktorer

Etter at pandemien inntraff Norge, har regjeringen sett seg nødt til å stenge treningssentrene for å stoppe smitten, dette har resultert i at flere har kjøpt seg utstyr for å kunne trene hjemme.

Fagforeninger kan være en trussel for XXL ASA ettersom de i 2019 hadde en utgift på 1 274 000 000 kr i lønnsutgifter. Dersom fagforeningene klarer å forhandle en høyere lønn til medarbeidere vil dette kunne føre til store ekstrakostnader. Men en lønnsøkning på 1% vil dette i lønnsutgifter tilsvare en 12 740 000.

Økonomiske faktorer

Norge har i dag en styringsrente på 0 %, denne renten er lav. En lav rente er en ekspansiv pengepolitikk som betyr at man i en lavkonjunktur periode setter renten ned for å øke forbruket hos forbrukeren. Med en lav rente vil privat sparing gå ned og vi ser en økning i forbruket. Dette er en positiv effekt for XXL, da lånerenten er lav og privatpersoner betaler mindre i renter på lån, og har da bedre råd til å kjøpe seg forbruksvarer. Prognosene for styringsrenten tilsier at det ikke vil være store endringer de neste årene, men at den over lenger perspektiv vil øke (Norges Bank, 2020).

Grunnet pandemien har arbeidsledigheten i Norge økt i 2020. E24 skriver i desember 2020 at arbeidsledigheten har gått litt ned. Noe som kan tyde på at det er en positiv trend i norsk næringsliv allerede nå tross av at pandemien selv pågår. Dette er positivt for XXL, da en lav arbeidsledighet gir mindre kjøpekraft i befolkningen. Det er i midlertidig en trussel for XXL at det vil ta tid før arbeidsledigheten er på normalen igjen. Ettersom treningsstentrene vil åpne etter hvert, vil etterslepet av arbeidsledigheten muligens ha en negativ virkning på forbrukernes kjøp av treningsutstyr (Grundekjøn og Sæter, 2020).

Kronekursen har de siste årene svekket seg mot euroen. For en bedrift som importerer varer fra utlandet vil dette øke varekostnaden mer enn det vil øke inntektene.

Sosiokulturelle

Ifølge tall fra SSB kan vi se en økning i nordmenns treningsvaner. Nordmenn vil i større og større grad fremstå som aktive. Instagram og sosiale medier har gjort det enkelt å vise frem sin aktive side til folk rundt seg. Denne trenden om å være, og fremstå aktiv er for XXL gode nyheter.

Sykling og toppturer blir mer og mer populært. Etter korona-pandemien har nordmenn blitt tvunget til å oppholde seg i Norge i ferien, noe som har ført til en økning av folk som ønsker å komme seg ut på tur. Denne endringen er noe som kan antas som en varig endring også etter at pandemien er over. DN nevner også at det har vært en eksplosjon av salg av sykkel i 2020. Det er altså flere faktorer som tyder på at det har skjedd en endring i nordmenns treningsvaner, noe som vil være positivt for XXL (Dalen, 2019).

Teknologiske

Netthandel har ført til at færre oppsøker fysiske butikker, og heller velger å handle over nett. For å henge med er XXL avhengig av å fortsette utviklingen av netthandelen. De teknologiske endringene kan endre XXL sine kostnader svekkes da, lager i utkanten av byene er billigere å eie eller leie enn store butikker sentralt i byene. Det er også viktig å utvikle seg i takt med teknologien når det gjelder markedsføringen.

Miljømessige

Det økende fokuset på miljø, har gjort at forbrukere i større grad enn tidligere etterspør hvordan bedriftene jobber med miljø og bærekraft. Ifølge NHO blir bærekraft stadig viktigere for eiere, investorer og långivere. Bedriftene må altså finne løsninger som dekker dagens behov, men som ikke ødelegger mulighetene til kommende generasjoner for å være konkurransedyktige.

XXL skriver på sine nettsider at miljø og bærekraft er noe de satser stort på. De trekker frem at de ved å kontrollere varen i alle ledd i verdikjeden sørger for at de følger de tilbakemeldingene de har fått av miljømyndighetene. Ved å fokusere på energiforbruk og transport ønsker de å redusere sitt CO₂-fotavtrykk. Som konkrete tiltak trekker de frem at de har skiftet ut belysningen med LED-teknologi samt at de benytter seg av solcelleanlegg som leverer strøm til varehusene. Ved transport samarbeider de med sine transportører for å bruke mer miljøvennlig transportering.

XXL kom i 2016 best ut av alle medlemsland i Internasjonal Consumer Research & Testing (ICRT), på etisk handel og miljø. Satsning over tid på å være miljøvennlige er for XXL et fortrinn i tiden som kommer.

Lovmessige

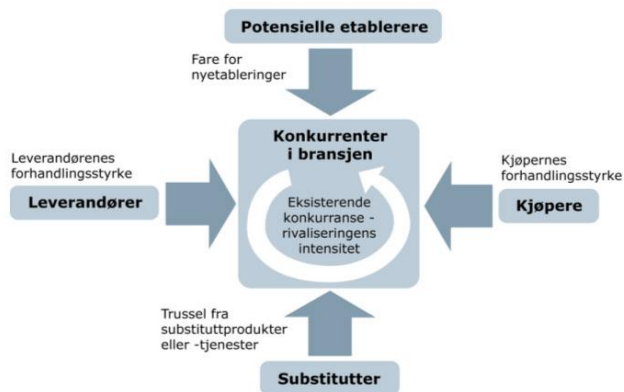
XXL er et selskap som opererer i flere land, og må med det forholde seg til lovgivningen til de respektive landene det selges. XXL kjøper varer fra flere forskjellige land som vil ha ulik lovgivning. Vi skal dermed se på lovmessige forhold fra to sider, produksjon og salg.

XXL handler mye av sine varer fra store merkevarer i utlandet. Dette kan føre til at land hvor lovgivningen er veldig forskjellig fra i Norge vil stå i strid til de etiske retningslinjene som vi krever av norsk standard. XXL skriver på sine nettsider at de stiller karv til leverandørene slik at produksjonen forholder seg til nasjonale og internasjonale lovgivninger. De forsikrer kundene om at produktene som selges i butikkene er etisk forsvarlig for ansatte i alle ledd av verdikjeden.

På salgssiden må arbeidsmiljøloven tas i betraktning for XXL. De har hatt mye negativ omtale den siste tiden, E24 skriver i 2020 at arbeidstilsynet har dekket en rekke mangler med helse, miljø og sikkerhet. De mener XXL har brutt en rekke alvorlige forhold i arbeidsmiljøloven. Dette er noe XXL må ta standpunkt i og fikse så fort som mulig for at dette ikke skal ødelegge bedriften sin merkevare.

4.4 Porters fem konkurransekrefter

Porters fem konkurransekrefter er et godt verktøy å bruke innen strategisk analyse av private selskaper. Modellen fokuserer på mikroforhold og ser på følgende fem konkurransekrefter: leverandører, kunder, nåværende konkurranse, nye aktører og substitutter (Porter, 1985, s. 6). Modellen kan illustreres med følgende figur:



Figur 4 (Sander, 2020)

Rivalisering blant eksisterende aktører

Sentralt i modellen er trusselen fra eksisterende kunder i markedet. Innen bransjen til XXL eksisterer det svært mange konkurrenter. Som tidligere nevnt hadde XXL i 2019 en markedsandel på 33%. Denne kan i dag være noe høyere ettersom deres største konkurrent, Gresvig Retail Group, gikk konkurs i 2020 og la ned 34 butikker (Newt og Solgård, 2020). Til tross for konkursen til Gresvig er det fremdeles mange aktører i markedet og konkurransen er derfor stor. Dette kan ha vært en forårsakende grunn til at Gresvig gikk konkurs og derfor er konkurransen utvilsomt en trussel for XXL.

Potensielle nye aktører

Så lenge det er mulighet for profitt i et marked vil det alltid være en viss mulighet for at nye aktører etablerer seg. Motvirkende faktorer vil være eksisterende barrierer, for eksempel store etableringskostnader og sterke eksisterende merkevarer i markedet (Erichsen et al. 2015, s. 264). Det kan argumenteres for at XXL har etablert store barrierer knyttet til stordriftsfordelen sin. Det vil bety at nye aktører vil måtte investere store summer i distribusjonsnettverk, varelager, butikker osv. for å kunne konkurrere ut XXL på pris. Et alternativ til dette er at XXL blir utkonkurrert av mindre sportsbutikker som spesialisere seg på få segmenter. At enkelte spesialistbutikker etablerer seg og tar markedsandeler til individuelle utsalgssteder vil

imidlertid ha en relativt liten innvirkning på XXL som selskap. Dette påvirker XXL først når det skjer i stor skala.

En mer påtrengende trussel vil nok være om en ny stor aktør entrerer markedet. Den mest overhengende trusselen vil nok da være Amazon. I 2020 etablerte Amazon seg i Sverige og professor Peder Inge Furseth uttalte i den sammenheng til NRK: *«Jeg tror vi vil se butikkdød i ganske stor grad, er jeg redd. De bransjene som vil blø mest er de som selger standardiserte varer som er lette å transportere. Det kan være elektronikk, sportsutstyr, leker, bøker og lignende»* (Aune, 2020). Den største trusselen mot XXL fra nye aktører er derfor etter vår vurdering at Amazon etablerer seg i Norge.

Substitutter

Trusselen fra substitutter handler om at kunder kan få dekt sitt behov ved produkter som konkurrenter kan tilby (Erichsen et al. 2015, s. 264). Dette er i høyeste grad en trussel for XXL og en sentral kilde til den harde konkurransen i markedet. Det kan tenkes at XXL taper marked til konkurrerende aktører som kan tilby produkter i en høyere prisklasse. XXL er en billigkjede og merkeopptatte konsumere kan trekkes mot spesialistforeninger.

Leverandørens forhandlingsposisjon

Dersom leverandørene har stor makt ovenfor virksomheten, vil det være en trussel for driften. Ved få leverandører vil det være leverandøren som setter premissene i forhandlingene og prisene vil derfor presses opp (Erichsen et al. 2015, s. 265). For XXL sin del er nok dette en relativt liten trussel. Gjennom sin størrelse vil det være lukrativt for leverandører å få avtaler med kjeden og derfor er det XXL som kan sette premissene. I tillegg til dette utvikler XXL egne merkevarer, slik fjerner de kilden til problemer.

Kundens forhandlingskraft

I likhet med leverandøren bør ikke kunden ha for stor kraft. Ved en ideell situasjon vil ikke kundene ha andre alternativer enn å handle i XXL. Dersom etterspørselen er høyere enn tilbudet ville da XXL kunne tatt den prisen de ønsket (Erichsen et al. 2015, s. 265). Dette er imidlertid ikke tilfellet og kunden har i det norske markedet mange alternativer.

Ifølge Porter er dette over tid positivt for virksomheter ettersom kundens krav tvinger frem utvikling (Erichsen et al. 2015, s. 265). XXL har tilsynelatende mestret denne trusselen godt, da de har en relativt stor markedsandel.

Porters konkurransekrefter oppsummert

Gjennom analysen er det tydelig at konkurransen i Norge er hard og at XXL har mange trusler å forholde seg til. Spesielt fra eksisterende aktører og potensielt nye er trusselen høy. Trusselen fra substitutter og kundenes makt blir på mange måter begrenset en del av XXL sin stordriftsfordel og medfølgende lave priser. Disse kan derfor regnes som en middels trussel. Trussel fra leverandørenes makt vurderer vi til å være lav. Dette skyldes igjen XXL sin størrelse og deres markedsandel.

4.5 SWOT

En SWOT-analyse er en situasjonsanalyse som de fleste bedrifter gjennomfører. Den står for Strong's, Wrongs, Opportunities og Threats. Styrker og svakheter er rettet mot de interne analysene, mens muligheter og trusler er knyttet til de eksterne (Erichsen et al. 2015, s. 260).

Styrker <ul style="list-style-type: none">- Stordriftsfordel som medfører større forhandlingskraft- Egne merkevarer som gir lavere salgspriser- Intern kompetanse som bedrer kundeservicen- Omdømme som lavpriskjede	Svakheter <ul style="list-style-type: none">- Utfordrende å spesialisere seg på grunn av et underliggende fokus på mange segmenter- Svekket omdømme etter avsløringer knyttet til arbeidsforhold
Trusler <ul style="list-style-type: none">- Mulig etablering av internasjonale aktører og medførende økt konkurranse- Økt konkurranse fra eksisterende kjeder- Svekket kronekurs som vil gi dyrere import- Økt skattenivå for bedrifter	Muligheter <ul style="list-style-type: none">- Ekspandering internasjonalt som vil gi tilgang til nye markedsandeler- Utvide og forbedre netthandel for å redusere kjøpsbarrierer.

Figur 5, egenprodusert

SWOT-analysen av XXL i tabellen ovenfor er en oppsummering av de tidligere strategiske analysene. VRIO-modellen ble brukt for å identifisere XXL sine styrker og svakheter, og Porters femfaktormodell og PESTEL identifiserte trusler og muligheter. SWOT-analysen vil være et nyttig verktøy for å sette rammer for avgjørelser som skal tas knyttet til driften (Erichsen et al. 2015, s. 261).

5.0 Regnskapsanalyse

Gjennom regnskapsanalysen er formålet å gi et helhetlig bilde av XXL sin økonomiske situasjon. Ved å bruke XXL sitt årsregnskap fra 2016 til 2020 skal vil belyse selskapet sin økonomiske situasjon og den historiske utviklingen. Ved å se på ulike forhold- og nøkkeltall skal vi vurdere XXL sin økonomiske utvikling. Vi skal analysere XXL etter fire forhold; finansiering, soliditet, likviditet og lønnsomhet.

5.1 Resultatregnskap

Vi kan se fra tallene at XXL fra 2016 til 2018 hadde et positivt resultat, resultatet ble imidlertid redusert med over 50 % i 2018. Denne negative trenden kan se videre inn i 2019 da resultatet var negativt, med 327 millioner. Driftsinntektene som består av salg av ulike salgsartikler hadde en stigende trend frem til 2019 da det var en nedgang på rundt 500 millioner. Driftskostnadene som består av vareforbruk, lønn og sosiale kostnader, avskrivninger og andre driftskostnader har hatt en stigende trend med en litt slakere kurve fra 2018 til 2019. Vi kan se at det i 2019 var et stort hopp i avskrivninger, og en nedgang i andre driftskostnader. De resterende driftskostnadene har ikke endret seg av stor betydning.

Resultatregnskap	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	7813	8709	9475	8992	10423
Vareforbruk	4694	5265	5938	5934	6519
Lønn og sosiale kostnader	1240	1416	1615	1652	1863
Ordinære avskrivninger	127	159	189	692	753
Andre driftskostnader	1055	1201	1380	916	925
Sum driftskostnader	7116	8041	9122	9194	10059
Driftsresultat	697	668	352	-201	364
Finansinntekter	366	727	1	1	
Finanskostnader	421	768	58	184	
Netto finansposter	-55	-42	-57	-183	-172
Ordinært resultat før skatt	642	626	295	-384	191
Beregnet skattekostnad	126	114	58	-57	66
Resultat etter skatt	516	512	237	-327	126

Tabell 1, egenprodusert

5.2 Balanseregnskap

Balanseregnskap	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapital	3608	3846	3710	3826	4185
Langsiktig gjeld	1102	1132	1122	3204	2666
Kortsiktig gjeld	1963	2717	2831	3212	2524
Gjeld	3065	3849	3953	6416	5191
Eiendeler	6673	7695	7662	10242	9375
Omløpsmidler	3003	3840	3760	3536	2949
Anleggsmidler	3670	3855	3903	6706	6426
Varebeholdning	2610	3152	3211	2843	1835

Tabell 2, egenprodusert

5.3 Finansiering

Finansiering gir oss informasjon om hvordan bedriften sin kapital er anskaffet og anvendt. Bedriften sin kapital kan komme av at investorene velger å sette penger inn i bedriften for å kunne dekke investeringer, også kalt selvfinansiering. Bedriften kan også bruke av kapitalen som kommer fra overskuddet til å dekke investeringer, kalt egenfinansiering. Den siste muligheten kalles fremmedfinansiering og består av å anskaffe kapital er ved å ta opp lån, eksempelvis i en bank.

Finansieringsgrad 1 er gitt ved:

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{(\text{Langsiktig Gjeld} + \text{Egenkapital})}$$

Finansieringsgrad 1 forteller oss i hvilken grad anleggsmidlene er finansiert av langsiktig kapital. Denne bør ligge under 1 slik at anleggsmidlene er finansiert av kortsiktig gjeld.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Finansieringsgrad 1	0,78	0,77	0,81	0,95	0,94

Tabell 3, egenprodusert

Tallene fra finansieringsgrad 1 viser oss at XXL har finansiert sine anleggsmidler med kun langsiktig gjeld eller egenkapital. Dette er positivt for bedriften da anleggsmidler er varig eie. Vi ser at i 2016, 2017 og 2018 finansierte XXL sine anleggsmidler med henholdsvis 78%, 77% og 81% av sin langsiktige kapital. Vi ser at de i 2019 og 2020 finansierer 95% og 94 prosent med langsiktig kapital. Denne økingen skyldes en voldsom økning i anleggsmidler fra 2018 til

2019 og ikke en like stor økning av langsiktig gjeld. Anleggsmidler er imidlertid ikke finansiert av kortsiktig gjeld, noe som er tilfredsstillende.

5.4 Soliditet

Soliditet viser hvor stor andel av bedriften som er finansiert av egenkapital, og med det hvor godt bedriften tåler tap. Ved å beregne gjeldsgraden og egenkapitalandelen vil vi kunne si noe om bedriften sin langsiktige evne til å betale.

Gjeldsgraden er gitt ved:

$$Gjeldsgrad = \frac{Sum\ gjeld}{Egenkapital}$$

Egenkapitalandelen er gitt ved:

$$Egenkapitalandel = \frac{Egenkapital}{Totalkapital} * 100\%$$

År	2016	2017	2018	2019	2020
Gjeldsgrad	0,85	1	1,07	1,68	1,24
Egenkapitalandel	54 %	50 %	48,40 %	37,40 %	44,64 %

Tabell 4, egenprodusert

Gjeldsgraden viser hvor mye av eiendelene som er finansiert av gjeld sammenliknet med egenandel. Jo høyere andel av eiendelene som er finansiert av gjeld jo høyere er virksomheten sin antatte risiko. I 2016 var gjeldsgraden på 0,85 dette indikerer relativt lav risiko da de har mer egenkapital enn gjeld. De resterende årene har gjeldsgraden gått fra 1 til 1,68. Gjeldsgrad under 2 regnes som god, så vi kan se at det ikke tyder på at XXL er av høy risiko. Nedgangen fra 1,68 til 1,24 stopper den økende trenden fra 2017 til 2019 noe som kan antyde at XXL ikke vil overskride 2 med det første.

Egenkapitalandelen forteller oss hvor mye av totalkapitalen som er egenkapital. Egenkapitalandelen har for XXL vært god de siste årene, men har hatt en nedadgående trend. Denne trenden ble sluttet i 2020 noe som kan tyde på at risikoen til virksomheten ikke har økt betraktelig de siste årene.

5.5 Likviditet

Likviditet viser oss hvor sterk betalingsevne virksomheten har. Dersom likviditeten er god, er virksomheten kapabel til å innfri sine betalingsforpliktelser, og har dermed god kjøpekraft. Ved å bruke nøkkeltallene likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 skal vi kunne si noe om likviditeten til XXL.

Likviditetsgrad 1 er gitt ved:

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

Likviditetsgrad 2 er gitt ved:

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

År	2016	2017	2018	2019	2020
Likviditetsgrad 1	1,53	1,41	1,33	1,1	1,16
Likviditetsgrad 2	0,2	0,25	0,19	0,22	0,44

Tabell 5, egenprodusert

Likviditetsgrad 1 forteller oss hvor mye omløpsmidler innehar i forhold til kortsiktig gjeld. Denne forteller oss evnen bedriften har til å betale kortsiktig gjeld. Denne bør normalt være over 2. Vi ser at det har vært en gradvis negativ trend i Likviditetsgard 1, med en liten oppgang i 2020. Likviditetsgrad 2 forteller oss evnen XXL har til å betale sine kortsiktige forpliktelser. Denne bør normalt være over 1. Vi ser at denne har ligget rundt 0,2 med en oppgang til 0,44 i 2020. Tatt nøkkeltallene i betraktning ser det ut til at likviditeten til XXL er nokså god.

5.6 Lønnsomhet

Lønnsomheten til et selskap angir hvor mye avkastning den får av den innsatsen som legges inn i form av kapital. Ved å se på totalkapitalens rentabilitet og egenkapital rentabilitet skal vi si noe om lønnsomheten til XXL.

Totalkapitalrentabiliteten er gitt ved:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{Finanskostnader})}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}} * 100\%$$

Egenkapitalrentabiliteten er gitt ved:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} * 100$$

År	2016	2017	2018	2019	2020
Totalkapitalrentabilitet	10,30 %	8,70 %	3,80 %	-4,30 %	2,10 %
Egenkapitalrentabilitet	17,80 %	16,38 %	7,95 %	-10,03 %	4,56 %

Tabell 6, egenprodusert

Vi kan se at totalkapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten har hatt en synkende trend de siste årene. Dette tyder på at mindre og mindre av kapitalen som er låst inn i selskapet har hatt mindre avkastning de siste årene. Ser vi bort ifra 2019 som hadde et negativt resultat, er ikke disse nøkkeltallene tilfredsstillende for investorer.

6.0 Fremtidig kontantstrøm

Til nå har vi presentert regnskapsdata fra 2016 og til og med 2020. Videre skal vi med utgangspunkt i dette estimere utviklingen for 3 år fremover. Vi valgte 3 år fremover fordi markedet XXL opererer i er i stadig forandring, noe som gjør estimatene våre mer usikre jo lenger tidsperspektivet er. Vår prognose vil gi oss et grunnlag til å gjennomføre en verdsettelse av XXL.

6.1 Driftsinntekter

Driftsinntektene har variert en god del de siste årene. I 2019 ser vi at de hadde en negativ utvikling på 5,1%. I årsrapporten for 2019 forklarte XXL selv dette fallet med en dårlig vintersesong kombinert med store priskutt og en medførende hard konkurranse fra konkurrenter. Analytikere i markedet peker i midlertidig også mot de negative avsløringene rundt internkulturen i XXL som kom i løpet av 2019 (Knudsen, 2020). Dette fallet forklares dermed av XXL med naturlige årsaker, men kan også delvis skyldes interne årsaker knyttet til negativ PR. Vi velger imidlertid å ikke behandle denne verdien som en outlier. Videre ser vi at resultatet for 2020 gjorde et stort hopp på 15,91%. 2020 ble som kjent et ekstraordinært år og ifølge XXL kommer den kraftige veksten i markedet som et resultat av korona-situasjonen (Høgseth, 2020). Hva de langsiktige effektene av 2020 vil være på markedet er vanskelig å si, blant annet fordi det er usikkert hvor lenge tiltakene vil vare.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	7813	8709	9475	8992	10423
Endring i prosent	-	11,47 %	8,80 %	-5,10 %	15,91 %

Tabell 7, egenprodusert

Vi velger å estimere videre utvikling av driftsinntektene ut fra gjennomsnittet siden 2016. Dette gir en årlig vekst på 5,06%. Vi antar at gjennomsnittet gir oss et best mulig samlet bilde som fanger opp både unormalt dårlige perioder som 2019, og unormalt gode perioder som 2020. En vekst på rett over 5% kan imidlertid fremstå som noe optimistisk, men vi tror det er innenfor et realistisk intervall. Som vi gikk gjennom i den strategiske analysen har XXL flere fordeler i forhold til konkurrentene sine i markedet. Dette vil være med på å bygge opp under en sterk vekst. De er imidlertid avhengig av å unngå noen av truslene vi så på. Fremst av alt er trusselen etablering av nye store aktører i markedet, og da spesielt Amazon. Det foreligger imidlertid ingen indikatorer på at Amazon er på vei til Norge og vi velger derfor å gå ut fra at det ikke vil skje i løpet av de 3 neste årene.

6.2 Driftskostnader

Driftskostnadene til XXL har til en viss grad fulgt samme utvikling som driftsinntektene. Økningen i var prosentmessig større in 2017 og 2018 enn inntektene, men fallet var mindre i 2019 og økte mindre i 2020.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftskostnader	6998	7882	8933	8502	9302
Endring i prosent	-	12,63 %	13,33 %	-4,82 %	9,41 %

Tabell 8, egenprodusert

Gjennomsnittlig har kostnadene de siste årene økt med 7,64%. Vi tror dette snittet vil reduseres i årene fremover ettersom markedskonkurransen tvinger XXL til å aktivt jobbe med å redusere kostnaden. Videre tror vi XXL kunne presse ned sine kostnader som et resultat av økt automatisering, stordriftsfordelen, økt markedsandeler osv. Vi velger derfor å gå ut fra en årlig økning på 6,64% fremover.

6.3 Avskrivning

Fra 2018 til 2019 økte avskrivning og nedskrivning med 266%. Dette et stort hopp som ville gitt et misvisende gjennomsnitt i vårt estimat.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Avskrivning og nedskrivning	127	159	189	692	753
Endring i prosent	-	25,20 %	18,87 %	266,14 %	8,82 %

Tabell 9, egenprodusert

Det årlige gjennomsnittet uten 2019 gir oss en økning på 17,63 %. Vi tror imidlertid at den fremtidige økningen vil reduseres noe fordi fokuset på netthandel vil bli større. Dette reduserer behovet for varelager i hver butikk og dermed vil det bli mindre avskrivning. Vi så allerede for 2020 at økningen bare var på 8,82%. Vi har derfor valgt å gå ut fra en årlig økning på 10%.

6.4 Arbeidskapital

Vi ser at arbeidskapitalen har falt mye de siste årene. Fra å ligge på 13% av omsetningen i 2016 var den i 2020 på 4% av omsetning. Vi tror ikke nivået for de to siste årene er den nye standarden, men estimerer heller at den vil bevege seg noe oppover.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Arbeidskapital	1040	1123	929	324	425
Endring fra forrige år	-	7,98 %	-17,28 %	-65,12 %	31,17 %
Prosent av omsetningen	13,31 %	12,89 %	9,80 %	3,60 %	4,08 %

Tabell 10, egenprodusert

Vi estimerer derfor at arbeidskapitalen vil legge seg på en prosent av omsetning som tilsvarer gjennomsnittet for de siste årene på 8,74%.

7.0 Avkastningskrav

Avkastningskravet på en investering skal reflektere avkastningen som investorer kan oppnå ved å plassere kapitalen i en annen investering med tilsvarende risiko. I denne delen av oppgaven skal vi beskrive og beregne både Capital Asset Pricing Model (CAPM) og Weighted Average Cost of Capital (WACC). Disse verdiene vil bli brukt senere til å estimere aksjekursen til XXL.

7.1 CAPM

CAPM beskriver relasjonen mellom systematisk risiko og forventet avkastning på en eiendel, i dette tilfellet en aksje. Denne metoden behandler forholdet mellom markedsrisikoen (systematisk risiko), selskapets beta og den risikofrie renta. Markedet vi har valgt å sammenligne med er OSEBX. Formelen vi vil benytte for å beregne XXLs avkastningskrav på egenkapitalen blir dermed:

$$\text{Avkastningskrav} = RF + \beta * (RM - RF)$$

der

RF = Risikofri rente

β = Selskapets betaverdi

RM = Markedsrisiko

(RM - RF) = Markedets risikopremie

Risikofri rente

I beregningen av avkastningskravet har den risikofrie renten som formål å vise hvilken avkastning en alternativ risikofri investering vil gi. Norge regnes som en sikker stat å investere pengene sine i. Som vår risikofrie rente har vi derfor valgt å benytte lange renter i form av 10 års statsobligasjon. I skrivende stund er 10 års statsobligasjonsrenten 1,17% (Norges bank, u.å). Dette støttes av PWCs undersøkelser, der det kommer fram at 10-årig statsobligasjon er det som i størst grad benyttes som risikofri rente i det norske markedet (Norsk finansanalytikers forening, s. 4).

Selskapets betaverdi

Selskapets beta forteller oss hvor mye selskapets aksjekurs endrer seg ved 1 prosent endring i indeksen vi sammenligner med. Den er altså et mål på hvor volatil en investering vil være sammenlignet med markedet, og benyttes sammen med markedets risikopremie til å finne ut hvor mye en investor bør bli kompensert med for å ta på seg investeringens risiko.

En av forutsetningene for denne modellen, er at markedets betaverdi er lik 1. En betaverdi lik 1 innebærer at aktivumet beveger seg likt i forhold til markedet, og er dermed en naturlig forutsetning. Dersom en aksje har negativ betaverdi betyr dette at aksjekursen utvikler seg i

motsatt retning av indeksen man sammenligner med. Ved betaverdi over 1 vil aksjekursen ha en forventet volatilitet som er større enn markedet.

Formelen for beregning av betaverdien er som følger:

$$\beta = \frac{\text{Cov}(r_i, r_M)}{\sigma_M^2}$$

I brøkens teller er kovariansen mellom den gitte investeringen og markedet. I brøkens nevner er markedets varians.

Ifølge Yahoo! Finance har XXL en betaverdi på 2,22 basert på månedlige beregninger for de siste fem årene (Yahoo! Finance, 2021). Dette betyr at dersom markedet beveger seg med 1%, vil aksjekursen til XXL bevege seg med 2,22% i samme retning. Vi velger å benytte denne betaverdien i videre beregninger.

Markedsrisiko og markedets risikopremie

Markedets risikopremie sier oss hvor mye en investor kan forvente å bli belønnet ved å investere i mer risikable prosjekter enn den risikofrie plasseringen nevnt tidligere. PWC har, i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF), gjennomført en undersøkelse som omhandler det norske markedets risikopremie. I undersøkelsen kommer de fram til at markedets risikopremie ligger på 5,0% for 2020 (PWC, 2020). Siden denne har vært stabil de siste 8 årene, velger vi å benytte 5,0% i våre beregninger.

Utrekning av CAPM

Vi har nå funnet alle variablene vi trenger for å beregne egenkapitalens avkastningskrav. Utrekningen blir som følger:

$$1,17\% + 2,22\% * (5\% - 1,17\%) = 9,6726\%$$

XXL har altså et avkastningskrav på egenkapitalen på 9,6726%. Som de fleste andre selskaper er XXL også finansiert med gjeld. Dette gjør at vi må utvide beregningene våre til å også inneholde dette.

7.2 WACC

Denne modellen forteller oss “gjennomsnittlig” kostnad for selskapets egenkapital og gjeld. WACC reflekterer totalavkastningen til selskapet, og er et veid gjennomsnitt av egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden etter skatt. Utregningen av WACC baseres på følgende formel:

$$WACC = \frac{E}{E + D} * R_E + \frac{D}{E + D} * R_D * (1 - T)$$

der

RE = Avkastningskrav på egenkapitalen

E / (E+D) = Andel egenkapital

RD = Lånerente før skatt

D / (E+D) = Andel gjeld

T = Skattesats

I regnskapsanalysen presentert tidligere fant vi en egenkapitalandel på gjennomsnittlig 43,5% for de tre siste årene. Dette betyr at XXL har en gjeldsgrad på 56,5%. Rentebærende gjeld finner vi fra kvartalsrapporten fra kvartal 4 fra 2020, samt årsrapportene fra 2019 og 2018. Gjennomsnittlig rentebærende gjeld ligger på 1544. Videre ligger gjennomsnittlig rentekostnad på 120,5. For 2020 var skattesatsen for bedrifter satt til 22% og vi antar at den vil være lik i årene som kommer (Regjeringen, 2019).

Med disse tallene kan vi regne ut et estimat for WACC.

$$WACC = 0,435 * 9,67\% + 0,565 * 7,8\% * (1 - 0,22)$$

$$WACC = 7,64\%$$

8.0 Kalkulasjon av verdi

I denne delen skal vi estimere aksjekursen til XXL per 31.12.2020. Vi skal som tidligere nevnt benytte oss av diskontert fremtidig kontantstrøm og markedsbasert verdsettelse. Ved å benytte oss av to ulike metoder vil vi få et mer dekkende estimat av den reelle verdien til XXL. Hvilken kurs som er mest presis vil være avhengig av hvilke parametere beslutningstakeren vektlegger.

8.1 Fremtidsregnskap

Med utgangspunkt i antakelsene fra kapittel 6 får vi kontantstrømmen vist i tabellen nedenfor. Inkludert i denne ligger også en antakelse om at investeringskostnadene etter 2023 vil øke i takt med avskrivningskostnadene.

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter	8709	9475	8992	10423	10949,9	11503,5	12085
Driftskostnader	7882	8933	8502	9302	9990,35	10729,6	11523,6
Avskrivning og nedskrivning	159	189	692	753	828,3	911,13	1002,24
Inntekt før skatt	668	353	-202	368	131,267	-137,296	-440,866
Skatt	146,96	77,66	-44,44	80,96	28,8788	-30,2051	-96,9904
Inntekt etter skatt	521,04	275,34	-157,56	287,04	102,388	-107,091	-343,875
Avskrivninger	159	189	692	753	828,3	911,13	1002,24
Endring i arbeidskapital	83	-194	-605	101	-531,833	-48,3709	-50,8162
Kontantstrøm	763,04	270,34	-70,56	1141,04	398,856	755,668	607,552

Tabell 11, egenprodusert

For å estimere en aksjekurs med grunnlag i den fremtidige kontantstrømmen må vi finne nåverdien til kontantstrømmen for de tre neste årene, pluss nåverdien til terminalverdien.

Terminalverdien finner ved bruk av formelen:

$$\text{Terminalverdi} = \text{kontantstrøm 2023} * \frac{1 + g}{WACC - g}$$

Nåverdi av både terminalverdi og kontantstrømmene finner vi ved å diskontere med WACC. Videre har vi har valg å sette g til 2,5%, fordi den ligger tett opp mot inflasjonsmålet og det fremstår som et realistisk estimat på årlig vekst.

Summen av nåverdien til kontantstrømmen og terminalverdien gir oss totalkapitalen til XXL.

Vi trekker deretter fra rentebærende gjeld og sitter igjen med egenkapitalen.

XXL har 252 436 658 utestående aksjer. Ved å dele egenkapital på antall aksjer endte vi opp med en aksjekurs på 51,5 kroner.

Nåverdi av kontantstrøm	1814,74
+Nåverdi terminalverdi	12729,82383
=Totalkapital	14544,56
-Rentebærende gjeld	1544
=Egenkapital	13000,56
Pris per aksje	51,50

Tabell 12, egenprodusert

8.2 Markedsbasert verdsettelse

I vår markedsbaserte verdsettelse av XXL har vi valgt å sammenligne selskapet med tre utenlandske selskaper. Vi har valgt disse tre selskapene siden de opererer i den samme sektoren som XXL, men i andre markeder der XXL ikke er fysisk til stede. Dette er dessuten selskaper med tilgjengelig regnskapstall, noe som er helt nødvendig for å kunne gjennomføre en markedsbasert verdsettelse (Knockaert et al, 2019, s. 123). Verdiene er hentet fra Yahoo! Finance per 16/03/2021.

	Frasers Group	JD Sports	Foot Locker	Gjennomsnitt	XXL ASA
P/E	22,03	43,84	18,73	28,20	35,79
P/B	189,02	651,49	2,18	280,90	1,23
P/S	0,68	1,49	0,79	0,99	0,48

Tabell 13, egenprodusert

I vår markedsbaserte verdsettelse velger vi å se på den gjennomsnittlige P/E-verdien til de tre selskapene vi sammenligner med. P/E viser forholdet mellom aksjekursen og årsresultatet. Vi bruker gjennomsnittet fordi vi antar at dette gir et mer representativt bilde av sektoren i andre markeder, enn å bare se på et alternativt selskap. Ved å se på snittet fra flere markedet får vi fjernet lokale faktorer som kan virke inn på verdiene.

Vi velger å benytte P/E fordi variasjonen i de andre estimatene er mye større og vi anser derfor at det er en større risiko for lokale variabler som vil påvirke resultatet.

EPS (earnings per share) oppgitt på Yahoo! Finance per 16/03/2021 er satt til 0,57. Ved å bruke det gjennomsnittlige P/E-estimatet for de tre utenlandske selskapene og XXL sin EPS, kan vi beregne aksjekursen XXL må ha for å ha den samme pris per krone overskudd som de utvalgte alternative aktørene. Vi løser likningen med en ukjent, aksjeprisen, og får en estimert aksjekurs på 16,074 kr.

Vi ønsker å påpeke at ved å sammenlikne P/E-estimatet finner vi ut at XXL er overpriset i forhold til aksjekurs på 20,40 per 16/03/2021. Dette er et interessant funn ettersom at P/B-estimatet for XXL er vesentlig lavere enn snittet til våre utvalgte aktører, noe som kan tyde på at aksjen er underpriset.

9.0 Sensitivitetsanalyse

Vi har gjennom oppgaven vår tatt flere grunnleggende antakelser til ulike variabler. Vi skal nå gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å undersøke hvor følsom aksjekursen er for justering for variablene. Sensitivitetsanalysen vil inkludere justering av WACC, beta, salgsinntekt og driftskostnad.

Justering av avkastningskravet

Vi ønsker i denne analysen og se hvor følsom aksjeprisen er på endring i WACC.

<i>Prosentvis endring</i>	-8,50 %	-3,92 %	0,00 %	1,96 %	4,58 %
WACC	7 %	7,35 %	7,65 %	7,80 %	8 %
Nåverdi XXL	1838,02	1825,33	1814,74	1809,21	1802,12
Aksjekurs XXL	59,87	55,05	51,5	49,79	47,73

Tabell 14, egenprodusert

Ved å justere avkastningskravet ser vi at aksjeprisen endrer seg. Ved en prosentmessig økning av WACC ser vi at aksjekursen reduseres. Grunnen til dette er at det kreves mer inntekt per krone kapital. Ved å kun endre avkastningskravet og ikke noen andre verdier, vil nåverdien av fremtidige kontantstrømmer gå ned i takt med økningen av WACC. Vi kan se at ved å øke WACC fra 7% til 8% vil aksjekursen reduseres med omtrent 21%. Vi kan dermed konkludere med at aksjekursen er følsom overfor endringer i WACC.

Justering av beta

Vi skal se på sensitiviteten til aksjekursen dersom vi endrer beta. Ved å endre beta vil det bli en endring WACC som deretter vil endre aksjekursen.

<i>Prosentvis endring</i>	-9,91 %	-5,41 %	0,00 %	3,60 %	8,11 %
Beta	2	2,1	2,22	2,3	2,4
Nåverdi XXL	1827,91	1821,9	1814,74	1809,98	1804,07
Aksjekurs XXL	55,98	53,86	51,57	50,03	48,28

Tabell 15, egenprodusert

Ved en økning i beta fra 2 til 2,4 ser vi en reduksjon av aksjekursen fra 37,22 til 31,93. Dette tilsvarer en nedgang på omtrent 14 prosent. Ettersom vi ser på en månedlig femårig beta, vil

ikke sporadiske svingninger i markedet påvirke betaen i så stor grad. Det er dermed rimelig å konkludere med at store svingninger i denne mest sannsynlig ikke vil forekomme.

Justering av salgsinntekter

Vi ønsker også å se på hva en endring i salgsinntekten har å si for aksjekursen.

<i>Prosentvis endring</i>	-11,07 %	-5,14 %	0,00 %	4,74 %	10,67 %
Salgsinntekter	4,50 %	4,80 %	5,06 %	5,30 %	5,60 %
Nåverdi XXL	1586,28	1709,51	1814,74	1915,89	2040,33
Aksjekurs XXL	41,57	46,92	51,57	55,91	61,34

Tabell 16, egenprodusert

Vi kan se ut fra sensitivitetsanalysen til salgsinntekten at XXL sin aksjekurs er tett knyttet til utviklingen av salgsinntekten. En redusert vekst i salgsinntekt vil ha stor innvirkning på kontantstrømmen til XXL, noe som er naturlig innen deres bransje.

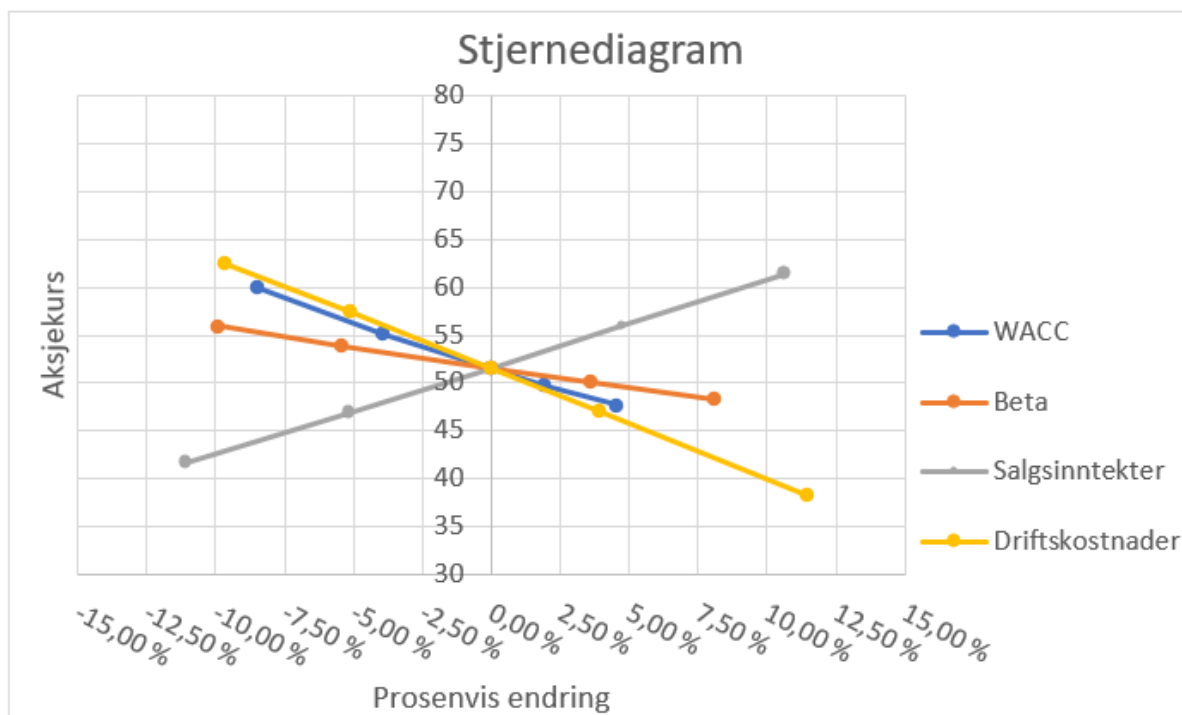
Justering av driftskostnader

Til slutt vil vi undersøke konsekvensene av en endring i driftskostnadene.

<i>Prosentvis endring</i>	-9,64 %	-5,12 %	0,00 %	3,92 %	11,45 %
Driftskostnader	6,00 %	6,30 %	6,64 %	6,90 %	7,40 %
Nåverdi XXL	2069,33	1950,24	1814,74	1710,72	1509,75
Aksjekurs XXL	62,47	57,35	51,57	47,01	38,3

Tabell 17, egenprodusert

På lik linje med salgsinntektene er XXL svært sensitiv overfor endringer i driftskostnadene. Som vi tidligere har sett på er markedet svært tøft og XXL har blitt presset på kostnadene og vi ser ut fra sensitivitetsanalysen at endringer i kostnadene vil få store utslag.



Figur 6, egenprodusert

Sensitivitetsanalysen illustrert i et stjernediagram viser oss at jo større forventet utvikling av salgsinntekt vi får, jo høyere blir aksjekursen. For Beta, WACC og driftskostnader er trenden motsatt og en reduksjon i disse vil gi økt aksjekurs og tilsvarende vil en økning redusere kursen.

Stigningen til linjene viser oss også at kursen er mest sensitiv for endring i salgsinntektene og driftskostnader ettersom linjene er brattest for disse. Deretter følger endringer i WACC og til slutt så er den minst sensitiv for endringer av Beta-verdien.

10.0 Konklusjon

XXL har de siste årene opplevd nedgang grunnet interne skandaler og medfølgende negativ PR. Dette samt negativt resultat i 2019 ga en svært dårlig periode for aksjekursen deres. Dette ble fulgt opp med korona-pandemien som ledet til en helt særegen periode for XXL og markedet generelt. Volatiliteten og det medfølgende store fokuset på selskapet gjorde at vi fattet interesse for dem og ønsket å verdsette selskapet.

Gjennom oppgaven har vi utført en strategisk analyse der vi har identifisert styrker, svakheter, muligheter og trusler. Dette ga et bilde av at XXL er et selskap som står sterkt rustet for fremtiden, men som også må ha fokus på sine svakheter og trusler, spesielt etablering av utenlandske aktører.

Med utgangspunkt i den strategiske analysen og regnskapet gjennomførte vi en verdsettelse basert på fremtidig kontantstrøm. Denne ga oss en kurs på 51,5 kr. Vi ser dermed en stor oppside for XXL basert på denne metoden ettersom XXL per 31.12.2021 var priset til 19,31 kr. Det er imidlertid knyttet stor usikkerhet til flere av beregningene ettersom de ligger frem i tid.

Videre verdsatte vi XXL basert på lignende selskaper i andre land. Denne verdsettelsen ga en kurs på 16 kr. Vi kan derfor se at XXL med utgangspunkt i P/E-estimatet er noe overpriset i forhold til gjeldende konkurrenter i andre markeder.

Helt til slutt gjennomførte vi en sensitivitetsanalyse. Denne viste oss hvor følsom kursen til XXL er på små endringer i de utvalgte variablene. Dette bekrefter usikkerheten knyttet til verdsettelsene og gjør at vi ikke ønsker å komme med en kjøpsanbefaling til tross for en mulig stor oppside.

11.0 Kildeliste

- Aune, O. (2020, 5. august). Frykter butikkdød etter Amazon-etablering. *NRK*. Hentet 10.02.2021 fra: <https://www.nrk.no/kultur/frykter-butikkdod-etter-amazon-etablering-1.15112229>
- Brealey, R.A., Myers, S.C. & Allen, F. (2020) *Principles of Corporate Finance* (13. Utgave). McGraw-Hill Education.
- Dalen, H. B. (2019, 30. Oktober) *Styrketrening stadig mer populært*. Hentet 03.02.2021 fra: <https://www.ssb.no/kultur-og-fritid/artikler-og-publikasjoner/styrketrening-stadig-mer-populaert>
- Erichsen, M., Solberg, F. & Stiklestad, T. (2015) *Ledelse i små og mellomstore virksomheter* (1. utgave). Fagbokforlaget.
- Grundekjøn, C. og Sæter, S. O. (2020, 18. desember) *Arbeidsledigheten går litt ned*. Hentet: 02.02.2021 fra: <https://e24.no/norsk-oekonomi/i/AIRK4j/arbeidsledigheten-gaar-litt-ned>
- Hopland, S. og Jordheim, H. M. (2020, 31. August) *Sportsbransjen har aldri gjort det bedre under corona*. Hentet 27.01.2021 fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/JoK4WJ/sportsbransjen-har-aldri-gjort-det-bedre-enn-under-corona>
- Høgseth, M. H. (2020, 16. juni). XXL venter solid vekst i kjølvannet av coronapandemien. *E24*. Hentet: 11.03.2021 fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/g7bM9q/xxl-venter-solid-vekst-i-kjoelvannet-av-coronapandemien>
- Jacobsen, D. I. (2018). *Hvordan gjennomføre undersøkelser: Innføring i samfunnsvitenskapelig metode*. (3. utg.). Cappelen Damm Akademisk
- Knockaer, M., Delbeke, D. og Andries, P. (2019) *Essentials in Entrepreneurship – The Core of New Business Development*. Acco.
- Knudsen, C. (2020, 3. januar). Resultatvarsel fra XXL: Svak julehandel og tøff konkurranse. *E24*. Hentet: 11.03.2021 fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/rAyyXl/resultatvarsel-fra-xxl-svak-julehandel-og-toeff-konkurranse>

- Newth, M. og Solgård, J. (2020 24. februar) *Gresvig-sjef: 34 butikker legges ned umiddelbart- tror 500 arbeidsplasser forsvinner*. Hentet 09.02.2021 fra <https://www.dn.no/handel/gresvig/olav-nils-sunde/intersport/gresvig-sjef-34-butikker-legges-ned-umiddelbart-tror-500-arbeidsplasser-forsvinner/2-1-761209>
- Norges Bank. (2020, 23. September) *Rentebeslutning September 2020*. Hentet 02.02.2021 fra: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2020/september-2020/>
- Norges Bank (u.å) *Statsobligasjoner daglig notering*. Hentet 12.02.2021 fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>
- Norske Finansanalytikerers Forening (2019) *Risikopremie i det norske markedet*. Hentet 12.02.2021 fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2019.pdf>
- Norsk sportsbransjeforening. (2020, 24. februar) *Variert salg mellom sportskjedene og butikkene i 2019*. Hentet 23.01.2021 fra: <https://sportsbransjen.no/nyhetsarkiv/variert-salg-blant-sportkjedene-og-butikkene-i-2019>
- Porter, M. (1985) *Competitiv Advantage – Creating and Sustaining Superior Performance*. Hentet 21.04.2021 fra: <https://imarcai.com/wp-content/uploads/2019/04/Porter-1985-chapter-1.pdf>
- PWC (2020) *Her er noen av funnene fra årets undersøkelse*. Hentet 12.02.2021 fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>
- Regjeringen. (2019, 7. oktober). *Skattesatser 2020*. Hentet 26.02-2021 fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2020/id2671009/>
- Sander, K. (2020, 26. Desember) *Konkurrentanalyse («5 forces»)*. Hentet 09.02.2021 fra: <https://estudie.no/konkurransanalyse/>
- Sport1. (u.å.) *Sport 1 gruppen*. Hentet 29.01.2021 fra: <https://sport1.no/om-oss/om-sport-1-gruppen/>
- Wig, K. og Hopland, S. (2019, 19. Desember) *Fant 1.350 timer med ulønnet XXL-jobbing: «jeg måtte sove i telt på varehuset*. Hentet 10.02.2021 fra <https://e24.no/naeringsliv/i/Jo2ndJ/fant-1350-timer-med-uloennet-xxl-jobbing-jeg->

[maatte-sove-i-telt-paa-varehuset?fbclid=IwAR34Sokij-Qjdx6OGEGd1Fyoo6ue3FKdQRPFfCh2ObeuVSqLzq_mY1ocNQ8](https://www.facebook.com/maatte-sove-i-telt-paa-varehuset/?fbclid=IwAR34Sokij-Qjdx6OGEGd1Fyoo6ue3FKdQRPFfCh2ObeuVSqLzq_mY1ocNQ8)

XXL. (2019) *XXL ASA Annual Report 2018*. Hentet 29.01.2021 fra:

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

XXL. (u.å) *XXL kundefordeler – for din trygghet*. Hentet 02.02.2021 fra:

<https://www.xxl.no/faq/xxl-garantier>

XXL. (u.å) *Om oss*. Hentet 03.03.2021 fra: <https://www.xxl.no/tips/om-xxl/dette-er-xxl>

Yahoo! Finance (2021) *XXL ASA*. Hentet 12.02.2021 fra:

<https://finance.yahoo.com/quote/XXL.OL/key-statistics?p=XXL.OL>

