

Ludwig Glorud Sveen  
Sander Årthun

## XXL ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

Mai 2021





Kunnskap for en bedre verden

## XXL ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

**Ludwig Glorud Sveen**  
**Sander Årthun**

Master i Regnskap og Revisjon

Innlevert: Mai 2021

Hovedveileder: Frode Kjærland

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet  
NTNU Handelshøyskolen



## Forord

Denne masterutredningen markerer avslutningen på vår masterstudie innen regnskap og revisjon ved NTNU Handelshøyskolen. Utredningen utgjør 30 studiepoeng og er gjennomført våren 2021.

Temaet for denne utredningen er verdsettelse av XXL ASA. XXL er et spennende selskap med en sterk vekst fra oppstarten, men har i de siste årene hatt en turbulent utvikling. Vi er godt kjent med selskapet gjennom personlig interesse for sport og friluft. Med vår kompetanse innen regnskap og revisjon, falt det naturlig å gjøre en avhandling som vektes tungt av regnskapsforståelse og risikoanalyser. I tillegg får vi et dypdykk i fagfeltet strategi, og lærer mer om å opparbeide seg forståelse av bransjer. Vi har tillært oss verdifull kunnskap som vi vil ta med videre i yrkeslivet som revisor.

Til slutt vil vi rette en stor takk til vår veileder, professor Frode Kjærland, for svært god tilgjengelighet og for gode konstruktive tilbakemeldinger underveis i arbeidet. Videre vil vi takke venner og familie for god støtte gjennom hele prosessen. Vi vil også takke hverandre for et godt samarbeid og god kommunikasjon gjennom våren.

Innholdet i denne oppgaven står for forfatterens regning.

Trondheim, mai 2021



---

Ludwig Glorud Sveen



---

Sander Årthun



## Sammendrag

I denne masterutredningen har vi gjennomført en fundamental verdsettelse av XXL ASA. Selskapet har hatt en sterk utvikling siden oppstart, men har de siste årene (med unntak av 2020) levert svakere resultater, til tross for en høy omsetning. Spesielt i 2019, da selskapet opplevde en nedgang i omsetning og et underskudd. XXL har stadig fått medieoppslag rundt den trøblete utviklingen de siste årene med eksempelvis store varelager og dårlig kultur blant ansatte. I «annerledes-året» 2020 har selskapet derimot opplevd en sterk økning, og opplevde rekordomsetning. Vi har i oppgaven vår besvart følgende problemstilling:

*Hva er verdien til XXL per 31.12.2020?*

Utredningen er delt inn i tre hoveddeler. Den første delen inneholder innledning, presentasjon av XXL og sportsbransjen. Andre delen er en kvalitativ strategisk analyse, hvor vi har konkludert med en strategisk ulempe for XXL, noe som bekreftes gjennom lønnsomhetsanalysen. Vi ender opp med en ulempe på 13,7 % for perioden 2015-2019, noe som er betydelig høyere enn antatt.

I siste del har det blitt utarbeidet et fremtidsregnskap, som danner grunnlaget for fundamental verdsettelse. Under utarbeidelsen ble enkelte av forutsetningene for den strategiske ulempen lagt mindre vekt på, og vi konkluderte med at XXL har en strategisk langsiktig fordel på 1,9 %.

Den fundamentale verdsettelsen ga et verdiestimat på kr 20,78. Vi benyttet oss av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, og brukte snittet av disse til å komme frem til verdien. Etter justering for konkurrisiko fikk vi en ny aksjeverdi på kr 20,68. Usikkerheten til estimatet ble testet gjennom en simulering i @RISK. I tillegg har vi gjennomført en komparativ verdsettelse som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Gjennomsnittet av multiplikatorene endte på kr 32,37. Vi har valgt å ikke vektlegge dette i vår estimering.

Per 31.12.2020 har vi estimert at XXL-aksjen har en verdi på **kr 20,68**. Til sammenligning er verdien på Oslo børs kr 19,31 samme dato. Dette tilsier at aksjen er noe underpriset, men vi har likevel valgt en *holdanbefaling*, da det er knyttet noe usikkerhet rundt estimatet og avviket er relativt lite.





## Abstract

We have in this master thesis, completed a fundamental valuation of XXL ASA. The company has been through a period of solid growth since it was founded, but have in the last years (excluding 2020), delivered weaker results, despite higher revenue. Especially in 2019, where it experienced a negative growth in revenue and a loss in profits. XXL have frequently been in the media because of the turbulent development in the last couple of years, where large inventories and a poor culture has been among the cases. In the special year of 2020, the company has been through a strong increase, and experienced a record in revenue. In our thesis we have answered the following question: *What is the value of XXL per 31.12.2020?*

The thesis consists of three main parts. The first part contains an introduction, a presentation of the company, and the sports industry. The second part is a qualitative strategic analysis, where we have concluded a strategic disadvantage for XXL, which is confirmed through the analysis of profitability. The analysis results in a disadvantage of 13,7 % for the period 2015-2019, which is considerable higher than expected.

In the last part we have predicted the numbers for the future financial statement, which forms the basis for the fundamental analysis. Under the preparations, some of the preconditions for the strategic disadvantage was less emphasized, and we concluded with a long-term advantage at a value of 1,9 % for XXL.

The fundamental valuation gave us a value estimate of 20,78 NOK. We used two different methods: one which focuses on value of equity, the other on enterprise value. We used the average of the two methods to reach a final value. After considering the risk of bankruptcy the value is adjusted to 20,68 NOK. The uncertainty of the estimate is tested through a simulation in @RISK. In addition, we have completed a comparative valuation to support the fundamental analysis. The average of the multipliers ended on a value of 32,37 NOK. We have chosen not to considerate this in the final estimate.

Per 31.12.2020 we have estimated a value of **20,68 NOK** for the stock of XXL. In comparison the value at the Oslo Stock Exchange is 19,31 NOK the same date. This implies that the stock is somewhat undervalued, but we have still chosen to give a *hold-recommendation*, due to the fact that there is uncertainty tied to the estimate and that the deviation is relatively small.



## Innholdsfortegnelse

Forord .....	1
Sammendrag.....	3
Abstract.....	5
Figuroversikt .....	11
Tabelloversikt.....	12
1. Innledning .....	15
1.1. Motivasjon .....	15
1.2. Problemstilling og avgrensning .....	15
1.3. Disposisjon .....	16
2. Presentasjon av XXL og bransjen .....	17
2.1. XXL ASA .....	17
2.1.1 Historie.....	17
2.1.2 XXL i dag.....	17
2.2. Presentasjon av sportsbransjen .....	18
2.2.1 Norske markedet .....	19
2.2.2. Svenske markedet.....	21
2.2.3. Finske markedet.....	21
2.2.4. Danske markedet .....	22
2.2.5. Østerrikske markedet .....	22
3. Valg av verdsettelsesmetode.....	23
3.1 Inntjeningsbasert tilnærming (Fundamental verdsettelse) .....	23
3.1.1 Egenkapitalmetoden .....	24
3.1.2 Selskapskapitalmetoden .....	25
3.2 Markedsbasert tilnærming .....	25
3.3 Balansebasert tilnærming .....	25
3.4 Kostbasert tilnærming .....	25
3.5 Opsjonsbasert tilnærming.....	26
3.6 Valg av metode .....	26
3.7 Fundamental verdsettelse: Fremgangsmåte .....	28
4. Strategisk analyse .....	30
4.1 PESTEL-analyse.....	30
4.1.1. Politiske forhold .....	31
4.1.2. Økonomiske forhold .....	33
4.1.3. Sosiokulturelle forhold.....	35

4.1.4. Teknologiske forhold.....	38
4.1.5. Miljømessige forhold .....	40
4.1.6. Legale forhold .....	40
4.1.7 PESTEL- Konklusjon .....	41
4.2 Porters fem krefter .....	41
4.2.1 Rivalisering.....	42
4.2.2 Etableringsbarrierer .....	45
4.2.3 Substitutter .....	47
4.2.4 Kunders forhandlingsmakt.....	48
4.2.5 Leverandørers forhandlingsmakt.....	49
4.2.6 Porters fem krefter- Konklusjon.....	50
4.3 VRIO-analyse.....	51
4.3.1 Big Box-konseptet .....	52
4.3.2 Innkjøp og logistikk .....	52
4.3.3 Organisasjonskultur .....	53
4.3.4 Merkevarer.....	54
4.3.5 VRIO- Konklusjon .....	55
4.4 SWOT-analyse .....	56
5. Regnskapsanalyse .....	58
5.1. Rammeverk for regnskapsanalyse .....	58
5.1.1. Analyseperspektiv.....	58
5.1.2. Analysenivå .....	59
5.1.3. Analyseperiode .....	59
5.1.4. Komparative selskaper.....	59
5.2 Presentasjon av regnskapstall.....	61
5.3 Omgruppering.....	63
5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet.....	63
5.3.2. Omgruppering av balanseregnskapet .....	70
5.4 Analyse og justering av målefeil .....	73
5.5 Rammeverk for forholdstallsanalyse .....	74
6 Analyse av risiko.....	75
6.1 Analyse av kortsiktig kredittrisiko- Likviditetsanalyse.....	75
6.1.1 Likviditetsgrad 1 .....	75
6.1.2 Likviditetsgrad 2 .....	76
6.1.3 Rentedeckningsgrad .....	77

6.2 Analyse av langsiktig kredittrisiko- Soliditetsanalyse.....	79
6.2.1 Egenkapitalandel.....	79
6.2.2 Lønnsomhetsanalyse .....	80
6.2.3 Analyse av kapitalstruktur.....	81
6.3 Slutning og syntetisk rating.....	82
7 Avkastningskrav .....	84
7.1 Avkastningskrav til egenkapitalen.....	84
7.1.1 Risikofri rente.....	85
7.1.2 Beta .....	86
7.1.3 Markedets risikopremie.....	88
7.1.4 Likviditetspremie.....	89
7.1.5 Estimert avkastningskrav til egenkapitalen over analyseperioden.....	89
7.2 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld .....	90
7.2.1 Avkastningskrav til finansiell gjeld .....	90
7.2.2 Avkastningskrav til finansielle eiendeler .....	90
7.2.3 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld.....	91
7.3 Finansielle betaer.....	91
7.3.1 Finansiell gjeldsbeta.....	92
7.3.2 Finansiell eiendelsbeta.....	92
7.3.3 Netto finansiell gjeldsbeta .....	93
7.4 Avkastningskrav til egenkapital og netto driftskapital.....	93
7.4.1 Netto driftsbeta og årlig egenkapitalbeta.....	93
7.4.2 Årlig avkastningskrav til egenkapital.....	94
7.4.3 Netto driftskrav.....	94
8 Lønnsomhetsanalyse og strategisk fordel.....	95
8.1 Superrentabilitet.....	95
8.2 Driftsfordel.....	96
8.2.1 Bransjefordel.....	97
8.2.2 Ressursfordel .....	98
8.2.3 Oppsummering strategisk fordel drift .....	101
8.2.4 Gearingfordel drift .....	101
8.2.5 Oppsummering av driftsfordel.....	102
8.3 Finansieringsfordel.....	103
8.3.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld.....	103
8.3.2 Finansieringsfordel finansielle eiendeler .....	104

8.3.3 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld .....	105
8.4 Oppsummering strategisk fordel .....	105
9 Fremtidsregnskap .....	107
9.1 Vekstanalyse .....	107
9.1.1 Driftsinntekter.....	107
9.1.2 Historisk kapitalvekst .....	108
9.2 Valg av budsjettthorisont .....	108
9.3 Budsjettering fra år 0 til T+1 .....	109
9.3.1 Driftsinntekter.....	109
9.3.2 Netto driftseiendeler .....	110
9.3.3 Netto driftsresultat .....	111
9.3.4 Finansielle andeler .....	112
9.3.5 Finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet.....	114
9.3.6 Minoritetsinteresser .....	115
9.3.7 Fremtidsregnskap .....	115
10 Fremtidskrav og strategisk fordel .....	117
10.1 Egenkapitalkrav.....	117
10.1.1 Risikofri rente.....	117
10.1.2 Markedsrisikopremie .....	117
10.1.3 Egenkapitalbeta .....	118
10.1.4 Illikviditetspremie .....	118
10.1.5 Fremtidig avkastningskrav til egenkapitalen.....	118
10.2 Finansielle krav .....	119
10.2.1 Finansielt gjeldskrav.....	119
10.2.2 Finansielt eiendelskrav.....	119
10.2.3 Netto finansielt gjeldskrav .....	120
10.3 Selskapskrav.....	120
10.4 Strategisk fordel.....	121
10.4.1 Driftsfordel.....	121
10.4.2 Finansieringsfordel.....	121
10.4.3 Fremtidig strategisk fordel.....	122
11 Fundamental verdsettelse .....	122
11.1 Egenkapitalmetoden.....	123
11.1.1 Superprofittmodellen .....	124
11.2 Selskapskapitalmetoden .....	124

11.3 Verdiestimat .....	124
11.3.1 Egenkapitalmetoden .....	124
11.3.2 Selskapskapitalmetoden .....	125
11.3.3 Estimert verdi.....	125
11.4 Analyse av usikkerhet i verdiestimatet .....	126
11.4.1 Sensitivitetsanalyse.....	126
11.4.2 Simulering .....	128
11.4.3 Konkursrisiko.....	132
12 Komparativ verdsettelse .....	134
12.1 P/E.....	134
12.2 EV/Sales .....	135
12.3 EV/EBITDA.....	135
12.4 P/B .....	136
12.5 Oppsummering .....	137
13. Konklusjon og handlingsstrategi .....	138
Litteraturliste .....	140
Vedlegg 1 – Rapportert regnskap fra komparative selskaper .....	143
Vedlegg 2 – Omgruppert resultatregnskap for de komparative selskapene .....	153
Vedlegg 3 – Omgruppert balanseregnskap for de komparative selskapene .....	155

## Figuroversikt

Figur 1: Skjerm bilde av aksjekursen til XXL. (Nordnet AB, 2021) .....	18
Figur 2: Markedsandel i Norge 2014-2020. (T. E. Hansen, Administrerende direktør, Norsk Sportsbransjeforening, 12.02.21). .....	20
Figur 3: Omsetningsutvikling 2014-2020. (T. E. Hansen, Administrerende direktør, Norsk Sportsbransjeforening, 12.02.21). .....	21
Figur 4: The process of Fundamental Analysis av Penman (2013) .....	28
Figur 5: Historisk bedriftsskattesats 2011-2020. (KPMG, u.d.). .....	32
Figur 6: BNP per innbygger, prisnivåjustert. EU27=100. 2019. (Sandstå, 2020). .....	34
Figur 7: Arbeidsledighet i prosent i 2020. (SSB, 2021). (OECD, u.d.). .....	35
Figur 8: Befolkningsutvikling i Norge. (Andersen, Dommermuth, Syse, Sønstebø, & Tønnessen, 2019) .....	36
Figur 9: Handlet på nett siste 12 mnd i prosent. (SSB, 2020). .....	38
Figur 10: Porters fem krefter .....	42
Figur 11: SWOT-analyse oversikt.....	56
Figur 12: Likviditetsgrad 1 .....	76
Figur 13: Likviditetsgrad 2.....	77

Figur 14: Rentedekningsgrad .....	78
Figur 15: Egenkapitalandel .....	80
Figur 16: Netto driftsrentabilitet .....	81
Figur 17: Monte-Carlo simulering .....	130
Figur 18: Verdiestimat .....	131
Figur 19: Nedsiderisiko .....	131
Figur 20: Oppsidepotensial .....	132

## Tabelloversikt

Tabell 1: Bedriftsskattesats 2020. (KPMG, u.d.) .....	31
Tabell 2: Andel som mosjonere eller trener. (SSB, u.d.) .....	37
Tabell 3: Oppsummering PESTEL-analyse .....	41
Tabell 4: Markedsandelene blant sportskjedene 2019-2020 i Norge. (Norsk Sportsbransjeforening, 2021a) .....	43
Tabell 5: Sportskjedens kvartalvise og totale omsetningstall i 2016-2020. (Norsk Sportsbransjeforening, 2021a) .....	44
Tabell 6: Oppsummering av Porter fem krefter .....	50
Tabell 7: Oversikt over kundetilfredshet. (Handelshøyskolen BI, 2021) .....	54
Tabell 8: Oversikt over kundelojalitet. (Handelshøyskolen BI, 2021) .....	55
Tabell 9: Oppsummering VRIO-analyse.....	56
Tabell 10: Resultatregnskap 2015-2020 XXL .....	61
Tabell 11: Balanseregnskap (eiendeler) 2015-2020.....	62
Tabell 12: Balanse (EK og gjeld) 2015-2020.....	63
Tabell 13: Trinn 1: Finne fullstendig nettoresultat til egenkapitalen (Tall i tusen) .....	64
Tabell 14: Driftsrelaterte poster (Tall i tusen).....	65
Tabell 15: Finansrelaterte poster (Tall i tusen) .....	65
Tabell 16: Normale og unormale driftsrelaterte poster (Tall i tusen) .....	67
Tabell 17: Normale og unormale finansrelaterte poster (Tall i tusen) .....	67
Tabell 18: Normale netto finansinntekter og finanskostnader og unormalt brutto og netto finansresultat (Tall i tusen).....	68
Tabell 19: Driftsskattesatser for XXL (Tall i tusen) .....	69
Tabell 20: Unormalt netto driftsresultat for XXL (Tall i tusen) .....	69
Tabell 21: Fordeling av skattekostnad (Tall i tusen).....	69
Tabell 22: Endelig omgruppert resultatregnskap for XXL (Tall i tusen).....	70
Tabell 23: Trinn 3: Fra totalbalanse til sysselsatt kapital (Tall i millioner).....	73
Tabell 24: Trinn 4: Sysselsatt kapital til netto driftskapital (Tall i millioner) .....	73
Tabell 25: Tidsvektning for XXL ASA og bransjen .....	74
Tabell 26: Likviditetsgrad 1 .....	75
Tabell 27: Likviditetsgrad 2 .....	77
Tabell 28: Rentedekningsgrad.....	78
Tabell 29: Egenkapitalandel.....	79
Tabell 30: Netto driftsrentabilitet.....	80
Tabell 31: Kapitalstruktur .....	81
Tabell 32: Kapitalstruktur i prosent .....	81
Tabell 33: Kapitalstruktur bransje.....	82
Tabell 34: Kapitalstruktur bransje i prosent .....	82
Tabell 35: Syntetisk rating XXL .....	83



Tabell 36: Syntetisk rating bransjen.....	83
Tabell 37: Risikofri rente etter skatt.....	85
Tabell 38: Regresjonsanalyse.....	87
Tabell 39: Betaene til komparative selskapene inkludert XXL.....	87
Tabell 40: Egenkapitalkrav etter skatt.....	89
Tabell 41: Avkastningskrav til finansiell gjeld.....	90
Tabell 42: Avkastningskrav til finansielle eiendeler.....	91
Tabell 43: Avkastningskrav til netto finansiell gjeld.....	91
Tabell 44: Finansiell gjeldsbeta.....	92
Tabell 45: Finansiell eiendelsbeta.....	92
Tabell 46: Netto finansiell gjeldsbeta.....	93
Tabell 47: Netto driftsbeta.....	93
Tabell 48: Egenkapitalkrav etter skatt.....	94
Tabell 49: Netto driftskrav.....	94
Tabell 50: Beregning av egenkapitalrentabilitet.....	96
Tabell 51: Beregning av superrentabilitet.....	96
Tabell 52: Bransjefordel drift.....	97
Tabell 53: Ressursulempe drift.....	98
Tabell 54: Marginlfordel.....	99
Tabell 55: "Common size" analyse av XXL og bransjen.....	100
Tabell 56: Omløpsulempe.....	101
Tabell 57: Oppsummering av strategisk fordel/ulempe drift.....	101
Tabell 58: Gearingfordel drift.....	102
Tabell 59: Driftsfordel/ulempe drift.....	102
Tabell 60: Finansieringsfordel finansiell gjeld.....	104
Tabell 61: Finansieringsfordel finansielle eiendeler.....	104
Tabell 62: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld.....	105
Tabell 63: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld.....	105
Tabell 64: Oppsummering strategiske fordel/ulempe.....	106
Tabell 65: Driftsinntektsvekst.....	107
Tabell 66: Egenkapitalvekst.....	108
Tabell 67: Fremtidsregnskap: Driftsinntekter.....	110
Tabell 68: ONDE 2015-2020.....	111
Tabell 69: Framtidsregnskap: Netto driftseiendeler. (Tall i millioner).....	111
Tabell 70: Netto driftsmargin 2015-2020.....	112
Tabell 71: Fremtidsregnskap: Netto driftsresultat. (Tall i millioner).....	112
Tabell 72: Finansiell gjeldsandel (Tall i millioner).....	113
Tabell 73: Finansiell eiendelsandel. (Tall i millioner).....	113
Tabell 74: Fremtidsregnskap: Netto finansiell gjeld. (Tall i millioner).....	114
Tabell 75: Fremtidsregnskap: Netto finanskostnad. (Tall i millioner).....	115
Tabell 76: Fremtidsresultat. (Tall i millioner).....	115
Tabell 77: Fremtidsbalanse. (Tall i millioner).....	116
Tabell 78: Fri kontantstrøm. (Tall i millioner).....	116
Tabell 79: Estimert langsiktig rente.....	117
Tabell 80: Fremtidig risikofri rente etter skatt.....	117
Tabell 81: Fremtidig markedets risikopremie.....	118
Tabell 82: Fremtidig netto finansiell gjeldsbeta.....	118
Tabell 83: Fremtidig netto driftsbeta.....	118
Tabell 84: Fremtidig egenkapitalkrav etter skatt.....	119
Tabell 85: Fremtidig finansielt gjeldkrav.....	119

Tabell 86: Fremtidig finansielt eiendelskrav .....	120
Tabell 87: Fremtidig netto finansielt gjeldskrav .....	120
Tabell 88: Fremtidig netto driftskrav .....	121
Tabell 89: Fremtidig krav til sysselsatt kapital .....	121
Tabell 90: Fremtidig strategisk fordel .....	122
Tabell 91: Superprofittmodellen. (Tall i millioner). .....	124
Tabell 92: Superprofittmodellen. Verdi per aksje.....	125
Tabell 93: SPD-modellen. (Tall i millioner). .....	125
Tabell 94: SPD-modellen. Verdi per aksje.....	125
Tabell 95: Vekst i driftsinntekter .....	126
Tabell 96: Markedets risikopremie .....	127
Tabell 97: Egenkapitalbeta .....	127
Tabell 98: Risikofri rente .....	127
Tabell 99: Standardavvik for div, ndm og onde.....	128
Tabell 100: Driftsinntektsvekst .....	129
Tabell 101: Omløpet til netto driftseiendeler .....	129
Tabell 102: Netto driftsmargin.....	129
Tabell 103: Andre usikre faktorer .....	130
Tabell 104: Rating fremover i tid .....	133
Tabell 105: P/E analyse.....	134
Tabell 106: EV/Sales analyse.....	135
Tabell 107: EV/EBITDA analyse .....	136
Tabell 108: P/B analyse.....	136
Tabell 109: Oppsummering komparativ verdsettelse.....	137

## 1. Innledning

Denne masteravhandlingen vil inneholde en fundamental verdianalyse av XXL ASA.

Gjennom tidligere kurs på NTNU fattet vi interesse for både kvalitative og kvantitative metoder for å analysere virksomheter på. En kvantitativ regnskapsanalyse vil være en naturlig del av vårt studium, men ikke minst innenfor vårt framtidig yrkesliv som revisorer. Ved å måtte lese og analysere regnskap, får vi en unik mulighet til å opparbeide oss regnskapsforståelse gjennom utredningen. Videre har begge likt å jobbe med fagfeltet strategi under studiet, og finner dermed stor motivasjon i å skrive en verdsettelsesoppgave.

Vi er også begge interesserte i sport og friluft, og synes derfor at XXL er et interessant verdsettelsesobjekt.

Verdigrunnet vil bestå av strategiske analyser og regnskapsanalyser hvor vi har satt verdsettelsestidspunktet til å være 31.12.2020. Avslutningsvis vil vi anbefale en handlingsstrategi for aksjen ved å måle vår fundamentale verdi opp imot aksjekursen på verdsettelsestidspunktet.

### 1.1. Motivasjon

Vi ser utvilsomt på XXL som et attraktivt verdsettelsesobjekt. Selskapet har etter børsnotering i 2014 vært preget av både oppturer og nedturer. Selskapet har særlig vært i sentrum i mediene de siste årene. I 2019 var selskapet i fare for å gå konkurs, men fikk reddet seg inn via et innskudd av kapital i 2020. Det har også vært utskiftninger i ledelsen, og det kommer følgende til å bli endringer i hvordan selskapet drives. Videre har selskapets prestasjon i 2020 vært preget av koronapandemien. Selskapet leverte meget sterke tall under dette året, og på bakgrunn av dette har aksjekursen steget med 500 % i løpet av ett år. I tillegg er selskapet voksende, og vi synes det er spennende å følge dets utvikling etter hvert som det ekspanderer ut i Europa.

### 1.2. Problemstilling og avgrensning

Vår problemstilling er som følger: *«Hva er verdien til XXL pr. 31.12.2020?»*

Utredningen vil kun baseres på offentlig tilgjengelig informasjon, og vi vil dermed ikke ta kontakt med XXL under arbeidet. Vi tar utgangspunkt i en investors perspektiv hvor det legges

til grunn at investoren er profesjonell. Vi har brukt informasjon fra publiserte rapporter og hentet andre regnskapstall fra Proff Forvalt. Bransjetall for Norge fikk vi tilsendt på mail av administrerende direktør i Norsk Sportsbransjeforening, Trond Evald Hansen den 12.02.2021. Det blir ofte publisert nyheter om XXL som kan være aktuelt å inkludere i oppgaven. Grunnet den «uendelige» nyhetspubliseringen har vi valgt å sette en stopp for nye oppdateringer. Siste datoen for nye oppdateringer er satt til 23.04.2021, samme dato hvor årsrapporten for 2020 ble publisert. Eventuelle nyheter etter dette blir ikke tatt stilling til i oppgaven.

Vi ville tidlig i prosjektet inkludere regnskapstall for det spesielle året 2020, grunnet en svært spennende oppgang fra underskudd i forrige år, til overskudd året etter. Analyseperioden for XXL er avgrenset fra år 2015 til 2020. Av hensyn til praktiske årsaker med publisering av regnskapstall, har vi valgt å avgrense analyseperioden for konkurrentene fra år 2015 til 2019.

### 1.3. Disposisjon

Første del av oppgaven vil inneholde en presentasjon av XXL og sportsbransjen. Deretter en teoridel som vil inneholde metode og en gjennomgåelse av de ulike verdsettelsesmodellene. For videre bruk av oppgaven skal vi gjøre en fundamental verdsettelse av XXL. Første del er en strategisk analyse av selskapets interne og eksterne styrker/svakheter gjennom en VRIO-analyse, PESTEL-analyse og Porters Fem Krefter. Resultatene oppsummeres gjennom en SWOT-analyse. Andre del består av en regnskapsanalyse hvor nøkkeltall presenteres, og det blir gjennomført en omgruppering av resultatet og balansen. I tredje del skal vi utarbeide et fremtidsregnskap som er basert på våre egne estimater om fremtiden. Fremtidsregnskapet danner grunnlaget for selve verdsettelsen i neste del. Det vil så bli gjennomført en sensitivitetsanalyse av verdiesimatet gjort i verdsettelsen, i tillegg til en komparativ verdsettelse for å undersøke rimeligheten av verdiesimatet utarbeidet under den fundamentale analysen. Helt til slutt vil vi komme med en handlingsstrategi hvor det enten blir anbefalt å kjøpe, holde eller selge aksjen.

## 2. Presentasjon av XXL og bransjen

### 2.1. XXL ASA

#### 2.1.1 Historie

XXL-eventyret startet i år 2000 med seriegründer Øyvind Tidemanden. Konseptet til XXL skilte seg ut fra de andre konkurrentene ved at de skulle samle alle typer sportsaktiviteter i en og samme butikk til lave priser. Den første butikken ble åpnet i 2001, og ble en raskt en suksess. Nettbutikken ble lansert året etter og innen de neste fire årene hadde XXL totalt seks butikker, samt eget sentrallager. I 2010 ble de tre første butikkene åpnet i Sverige, to år senere ble den svenske nettbutikken lansert. I 2014 gikk XXL videre til neste land, Finland, som fikk både et varehus og nettbutikk. I 2015 var XXL den største sportskjeden i Norden. Et år senere åpnet nettbutikk i Danmark. I 2017 beveget XXL seg utenfor Norden, nærmere bestemt til Østerrike, samt nettbutikk noen uker senere. På slutten av året 2014 gikk XXL på Oslo Børs. (XXL ASA, u.d.a).

#### 2.1.2 XXL i dag

XXL driver i dag med virksomhet i Norge, Sverige, Finland, Danmark og Østerrike. I alt er det 36 butikker over hele Norge, i tillegg til butikkene i Sverige, Finland og Østerrike, samt en nettbutikk i Danmark. Totalt er det 90 butikker ved utgangen av 2020 (XXL ASA, 2021). XXL var den største aktøren i det norske markedet med en markedsandel på ca. 34% i 2020 (Norsk Sportsbransjeforening, 2021a). Tett opp imot XXL ligger Sport 1 med en markedsandel på 26,3%, etterfulgt av Intersport med en markedsandel på 21%. Gresvig-konsernet gikk for øvrig konkurs 3. februar 2020 (Brønnøysundregistrene, 2020). Konkursboet ble kjøpt opp av Bjørn Rune Gjelsten og Nils Olav Sunde, som har videreført noen utvalgte butikker gjennom investeringselskapet Sport Holding AS, som de eier en halvpart hver hos (Grini, 2020).

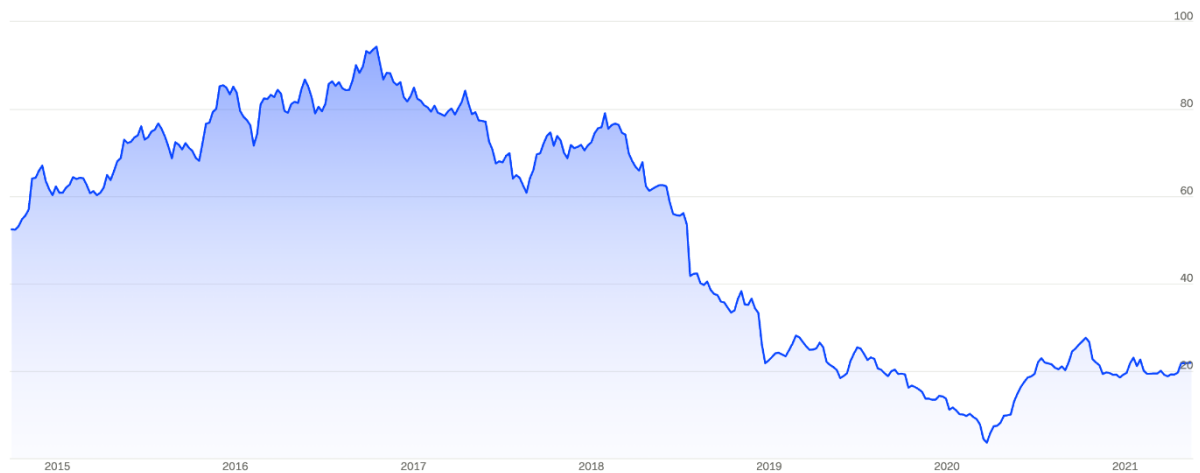
XXL har hele tiden skilt seg ut fra konkurrentene gjennom å tilby et bredt spekter av sportsartikler under samme tak. Butikkutførelsen kalles for «big box», og innebærer å ha «alt» av varer fordelt på en stor salgsoverflate. Butikken er delt inn i sju ulike avdelinger med en egen spesialkompetanse innenfor hvert fagfelt.

Butikken er fordelt slik: (XXL ASA, 2021)

1. Sport, helse og fitness
2. Sko til all type aktiviteter

3. Sportsklær
4. Utendørsutstyr
5. Jaktutstyr
6. Ski og sykkel
7. Sportsteknologi

XXL ble børsnotert 03.10.2014. De første årene etter noteringen steg aksjen jevnt, men fra og med 2017 har kursen falt. Figuren under viser kursutviklingen fra børsnoteringen fram til 20 mai. 2021.



Figur 1: Skjerm bilde av aksjekursen til XXL. (Nordnet AB, 2021)

## 2.2. Presentasjon av sportsbransjen

I dette kapittelet skal vi presentere sportsbransjen, primært i Norge, men i tillegg de ulike landene XXL operer i.

En bransje er definert som en «del av næringsgren, i alminnelighet utskilt etter virksomhetens objekt» (Store norske leksikon, 2018). I denne oppgaven vil vi definere sportsbransjen som butikker og kjeder som selger alt av sportsartikler som kjerneaktivitet til bruk i all slags sport- og fritidsaktiviteter. Vi vil dermed utelukke butikker som ikke har sin kjerneaktivitet innenfor salg av sportsartikler. Butikker og kjeder som for eksempel H&M, Biltema og Rusta holdes utenfor vår definisjon av sportsbransjen, da disse type butikker ikke har sportsartikler som sin kjernevirksomhet. COOP har et bredt vareutvalg i tillegg til sportsartikler, men vi velger likevel

å inkludere COOP som en del av sportsbransjen ettersom COOP er medlem av Norsk Sportsbransjeforening (Norsk Sportsbransjeforening, 2021b).

Sportsbransjen er kjent for å være svært væravhengig. Tradisjonelt sett har det for eksempel vært dårlig salg ved snøfattige vintre. Eksempelvis gikk omsetningen ned med 5,64% fra 2018 til 2019 (Wiig & Jordheim, 2020). Vinteren 2019 inneholdt mye varmt vær på de mest folketette stedene på Østlandet. Om hvorvidt den snøfattige vinteren er hovedårsaken for omsetningsnedgang eller ikke er vanskelig å konkludere med, men det kan mest sannsynlig ha vært en faktor knyttet til nedgangen.

### 2.2.1 Norske markedet

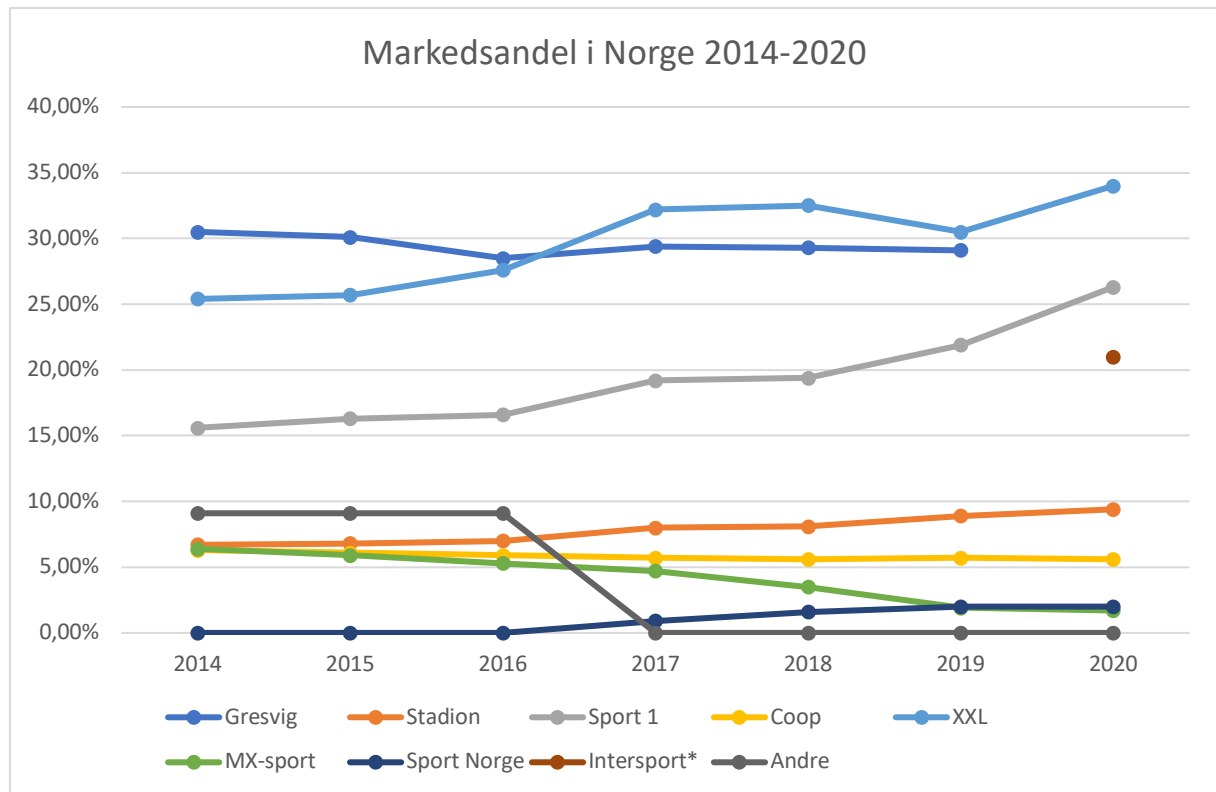
Nordmenn har lange tradisjoner for både utendørs og innendørs aktiviteter, kanskje spesielt vintersport. Nordmenn bruker 42% mer enn en gjennomsnittlig europeer på kultur og fritidsaktiviteter (Rauan, 2019). Etterspørselen etter sportsartikler i Norge er følgelig god.

I 2020 omsatte sportskjedene i Norge for 14,36 milliarder, mot 13,42 milliarder i 2019, noe som er en oppgang på 7,05% (Norsk Sportsbransjeforening, 2021a). Det har vært en jevn vekst siden 2014, med unntak av en liten nedgang i 2019. Markedet i Norge er dominert av de store kjedene, hvor disse sto for 63% av den totale omsetningen i 2019 (T. E. Hansen, Administrerende direktør, Norsk Sportsbransjeforening, 12.02.21). De store kjedene i Norge består av XXL, Intersport, Sport 1 og MX Sport. Den totale omsetningen for sportsbransjen i 2019 og 2018 var henholdsvis 21 498 902kr og 21 153 890kr (T. E. Hansen, Administrerende direktør, Norsk Sportsbransjeforening, 12.02.21). Tallene inkluderer både omsetning fra fysiske butikker og nettomsetning, fra både enkeltstående butikker i sportsbransjen, samt estimert ikke rapportert omsetning og et estimat for utenlandsk netthandel.

XXL og Gresvig har dominert norsk sportsbransje de siste fem årene med markedsandeler på 55-60% til sammen. Figuren under viser hvordan markedsandelen har utviklet seg de siste fem årene. XXL har jevnt og trutt «spist opp» andelene til Gresvig, og Gresvig ble passert i 2017. Sport 1 kjeden har hatt en jevn vekst. Gresvig har blitt omprofilert til Intersport, dermed har Intersport tatt over for Gresvig som hadde sitt siste år i 2019 i grafen vår.

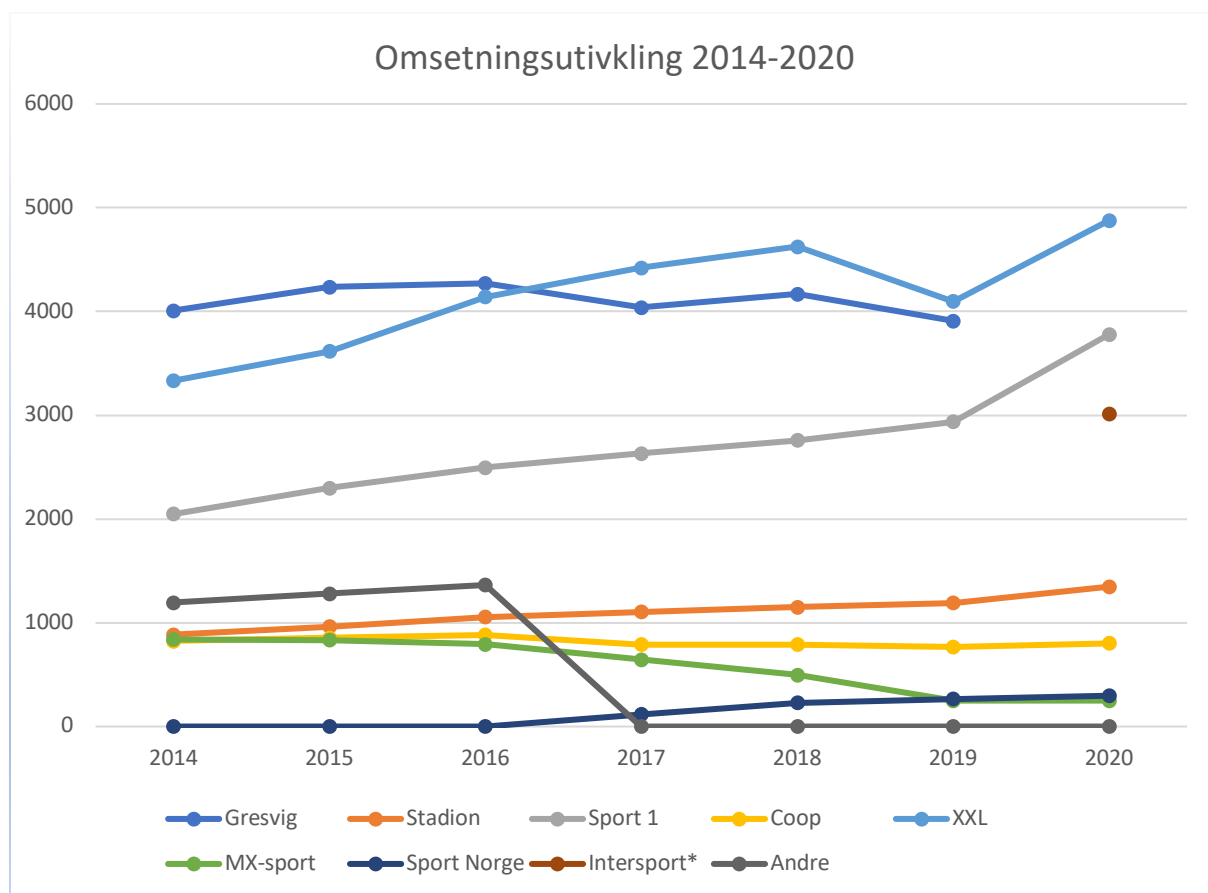
Netthandel har økt de siste årene. Denne trenden gjelder også netthandel av sportsartikler. I 2018 skjedde ca 20% av handelen på nett, mot ca 23,5% i 2019 (T. E. Hansen, Administrerende

direktør, Norsk Sportsbransjeforening, 12.02.21). Utviklingen i markedsandeler og omsetning har vært ganske lik i perioden mellom 2014 og 2020. Intersport dukker opp som en egen enhet i 2020, grunnet konkursen til Gresvig (Brunborg, 2020).



Figur 2: Markedsandel i Norge 2014-2020. (T. E. Hansen, Administrerende direktør, Norsk Sportsbransjeforening, 12.02.21).





Figur 3: Omsetningsutvikling 2014-2020. (T. E. Hansen, Administrerende direktør, Norsk Sportsbransjeforening, 12.02.21).

### 2.2.2. Svenske markedet

Det svenske markedet, er i likhet med Norge, preget av store kjeder som operer innenfor lavpris-markedet. XXL har 29 butikker i Sverige ved utgangen av 2020, hvor tre av butikkene er «outlets», som er plassert nært den norske grensen for å komme innenfor grensehandel-markedet. Selskapet omsatte i det svenske markedet for 3 milliarder NOK i 2020, en økning på 16,2% fra forrige år. Hele den svenske sportsbransjen hadde en økning på 2,5% i 2020, hvor XXLs andelsøkning var 5,8% (XXL ASA, 2021).

### 2.2.3. Finske markedet

Det finske markedet er derimot mer preget av en franchisestruktur i sportsbransjen. XXL har 17 varehus inkludert nettbutikk i Finland. Sportsbransjen vokste med kun 0,1% i 2020, hvor XXL sto for 1,6% av veksten. Omsetningsøkningen i Finland var 10,4% sammenlignet med året før (XXL ASA, 2021).

#### 2.2.4. Danske markedet

XXL har som nevnt kun en nettbutikk i det danske markedet, noe som kan gi utfordringer for ytterligere ekspansjon. Tallene for 2020 i den danske sportsbransjen viste en nedgang på 9,1% (Norske Sportsbransjeforening, 2021c). Nedgangen gjenspeiles i XXL sin satsing i Danmark med en omsetningsnedgang på 44,1% sammenlignet med året før. Det danske segmentet utgjør en liten del av hele selskapets portefølje, hvor kun omsetningen utgjør ca. 0,26% av den totale omsetningen (XXL ASA, 2021).

#### 2.2.5. Østerrikske markedet

XXL har i alt 7 varehus i Østerrike, hvor flesteparten av varehusene er plassert rundt hovedstaden Wien. Det østerrikske markedet har likhetstrekk med det finske markedet. I Østerrike er det stor spredning av mange små franchise butikker. Landet har 4 distinktive årstider, som kan gi et stort inntekspotensial med et bredt utvalg av varer til alle årstidene. Østerrike ble imidlertid hardt rammet av pandemien i 2020, hvor det ble anslått en nedgang på 14% i markedet, mens XXL sin markedsnedgang var på 5,2% (XXL ASA, 2021).

### 3. Valg av verdsettelsesmetode

Formålet med dette kapitlet er å gjøre rede for vårt valg av metode(r) i forbindelse med verdsettelsen av XXL ASA. Vi vil presentere de aktuelle metodene, og forklare bakgrunnen for valget vårt.

Kaldestad og Møller har valgt å klassifisere de ulike verdsettelsesmetodene i fem kategorier etter hvilken tilnærming de bruker for å komme frem til verdi på: Inntjeningsbasert, markedsbasert, balansebasert, kostbasert og opsjonsbasert tilnærming (Kaldestad & Møller, 2016, s. 28).

#### 3.1 Inntjeningsbasert tilnærming (Fundamental verdsettelse)

Fundamental verdsettelse er metoden en bruker for å analysere informasjon, predikere/forutse avkastning ut ifra denne informasjonen, og utarbeide en verdi på bakgrunn av disse prediksjonene. Metoder som komparativ verdsettelse, og balansebasert verdsettelse er ikke basert på prognoser, og bruker derfor mye mindre informasjon, noe som gjør dem enklere å bruke. Men verdien av et firmas aksje er basert på fremtidige avkastninger den er forventet å levere, dermed kan en ikke unngå å gjøre prognoser dersom en vil utarbeide et nøyaktig estimat av en aksjes verdi (Penman, 2012, s. 84).

Den fundamentale investor forsøker å finne en intrinsisk eller fundamental verdi. Dette er verdien av en investering som kan rettferdiggjøres av informasjon om dens fremtidige avkastning. Denne verdien er som regel ikke 100 % presis, men tar sikte på å fjerne så mye usikkerhet som mulig under verdsettelsen. En viktig del av fundamental verdsettelse er dermed å identifisere relevant informasjon og organisere denne på en måte som indikerer fundamental verdi (Penman, s. 4). Fundamental analyse kan ses på som ankeret som hindrer oss i å bli tatt av spekulasjonens vindkast. Optimisme kan fort drive priser langt over fundamental verdi, mens pessimisme vil kunne gi motsatt effekt. Fundamentale investorer ser at prisene har en tendens til å konvergere mot fundamentale verdier over tid, dermed vil investoren som står ankret fast rundt denne verdien ha en større fordel over tid (Penman, 2012, s. 9-10).

Ved bruk av en inntjeningsbasert tilnærming/fundamental verdsettelse vil en først lage en fremtidig prognose over forventede kontantstrømmer. Deretter kan en estimere et

avkastningskrav før en til slutt diskonterer kontantstrømmene til en nåverdi med avkastningskravet som grunnlag (Kaldestad & Møller, 2016, s. 29).

De inntjeningsbaserte metodene er særlig arbeidskrevende, og er også sensitive for endringer i inputs (Kaldestad & Møller, 2016, s. 34). En liten endring i for eksempel avkastningskrav vil ha stor påvirkning på verdiestimatet.

På den annen side finnes det flere grunner til at en fundamental analyse egner seg godt til de aller fleste verdivurderinger. Markedet baserer sine vurderinger i større grad på kontantstrømmer enn regnskapsstørrelser ifølge forskningen. Det er også verdt å nevne at risikofrie statsobligasjoner benytter seg av fremtidige kontantstrømmer for å beregne nåverdi. Det er nemlig dette investoren betaler for (Kaldestad & Møller, 2016, s. 35). Dette gjør inntjeningsbaserte metoder til et bedre verdsettelsesverktøy enn for eksempel komparativ verdsettelse, som tar utgangspunkt i regnskapstall.

Videre er ikke høy sensitivitet til inputs nødvendigvis en svakhet med tilnærmingen. Det illustrerer kun hvor vanskelig det kan være å gjennomføre denne typen verdsettelse. Mange aksjer besitter en høy grad av volatilitet, som også vil si at verdien til enkelte selskap er preget av usikkerhet.

Til slutt er det ofte vanlig at store deler av et selskaps verdi har grunnlag i uoverskuelig fremtid, gjerne mer enn fem år frem i tid. Ettersom en sjelden får prognoser for resultatregnskap utover denne tidshorisonten, vil en metode som baserer seg på prognoser for fremtidige kontantstrømmer være mer fornuftig (Kaldestad & Møller, 2016, s. 35).

### 3.1.1 Egenkapitalmetoden

Ved å bruke egenkapitalmetoden verdsetter en selskapets egenkapital direkte, ved å diskontere kontantstrømmen til egenkapitalen med egenkapitalkravet. Innenfor metoden eksisterer det fire ulike modeller som alle vil gi samme verdi ved konsistent bruk. Disse er: Utbyttmodellen, fri kontantstrøm-modellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen (Knivsflå, 2019, F17, s. 4).

### 3.1.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden innebærer en indirekte verdsettelse av selskapets egenkapital. En finner da først fremtidige kontantstrømmer til selskapet, for så å diskontere disse med selskapskapitalkravet, slik at en finner selskapsverdi. For å finne verdien til egenkapitalen trekker en fra netto finansiell gjeld. En kan bruke total kapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital som mål på selskapets verdi. Førstnevnte anses dog som noe utdatert, dermed er de to andre målene mer aktuelle å bruke (Knivsflå, 2019, F18, s. 5).

### 3.2 Markedsbasert tilnærming

Markedsbasert verdsettelse bruker prisene til sammenlignbare selskaper til å estimere verdien til verdsettelsesobjektet. Denne metoden er noe enklere enn inntjeningsbasert verdsettelse, men det kan i enkelte tilfeller være vanskelig å finne selskaper som kan brukes som sammenligningsgrunnlag. I tillegg må en tilpasse tallene på en måte som utligner forskjellene mellom sammenligningsselskapene og selskapet som verdsettes, ettersom ingen selskaper er identiske. Noen selskaper er for eksempel børsnoterte, mens andre ikke er det. Målet med denne tilnærmingen er å komme frem til verdi som en mener er realistisk å selge selskapet for i dag (Kaldestad & Møller, 2016, s. 30-31).

### 3.3 Balansebasert tilnærming

Denne metoden ligner en del på markedsbasert verdsettelse. En utarbeider en verdi med utgangspunkt i dagens markedsverdi av selskapets eiendeler. En slik metode er best egnet for selskaper som har mesteparten av verdien deres i identifiserbare eiendeler. Med denne metoden vil en ofte undervurdere verdien til selskaper som hovedsakelig skaper verdi gjennom kompetanse, kvalitet i rutiner og prosesser, og via relasjoner med kunder og leverandører (Kaldestad & Møller, 2016, s. 31).

### 3.4 Kostbasert tilnærming

Ved bruk av en kostbasert tilnærming vil en ta utgangspunkt i hva det koster for gjenanskaffelse av tilsvarende eiendel. Et verdiestimat basert på denne metoden kan være ganske usikkert dersom anskaffelseskostnader for eiendelen varierer over tid. Korrelasjonen mellom kostpris og virkelig verdi er ikke like tydelig i alle bransjer, dermed er ikke metoden passende i alle tilfeller (Kaldestad & Møller, 2016, s. 32).

### 3.5 Opsjonsbasert tilnærming

En fundamental verdsettelse vil ikke ta hensyn til fleksibilitet, og dermed ofte undervurdere selskaper. En opsjonsbasert tilnærming vil kunne benyttes til å vurdere verdien av realopsjoner, og er derfor godt egnet til å supplere en fundamental verdsettelse av et selskap med vesentlige verdier i form av slike opsjoner (Kaldestad & Møller, 2016, s. 32).

### 3.6 Valg av metode

Det finnes ingen fasit på hvilke metoder som egner seg best for ethvert selskap. Noen metoder er enklere enn andre, men kan fort ignorere vesentlige elementer som svekker verdsettelsens presisjon. Andre metoder kan være risikable, og inneholde fallgruver som kan være lett å overse om en er uforsiktig. Enkelte metoder er svært tidkrevende og komplekse. Hvilke metoder som egner seg best, må besluttes ut ifra en rekke faktorer som vi vil gjennomgå i dette delkapittelet. Vi vil til slutt konkludere med hvilke metoder vi har valgt og utrede en begrunnelse for valget vårt.

Følgende faktorer vil gjennomgås i vurderingen:

**Tilgang på informasjon:** For å gjennomføre en fundamental/inntjeningsbasert verdsettelse kreves store mengder data for å kunne utarbeide prognoser om fremtidige kontantstrømmer.

**Tid til disposisjon:** Ettersom tiden ofte er begrenset, vil det ikke alltid være mulig å gjøre en så grundig verdsettelse som ønskelig. Bearbeiding av data om til estimer er spesielt tidkrevende, i tillegg til å vurdere rimeligheten av disse estimatene. En må derfor prioritere metodene en mener er viktigst, ut ifra hvor god tid en har.

**Krav til pålitelighet:** Verdsettelse kan innebære høy grad av usikkerhet og dermed subjektivitet i vurderingene. Ifølge Kaldestad & Møller gir de inntjeningsbaserte og markedsbaserte metodene mest pålitelige verdier.

**Bransje:** Hvilke metoder som egner seg best og er mest brukt, vil variere fra bransje til bransje. For eksempel er en mer balansebasert tilnærming mer egnet for selskaper innen eiendom og shipping.

**Fase i livssyklusen:** Hvor i livssyklusen et selskap er, vil også ha stor påvirkning for valg av verdsettelsesmetode. For eksempel er det vanskelig å utarbeide fremtidsregnskap for firmaer i oppstartsfasen, da det er større usikkerhet knyttet til fremtiden og en som regel har lavere inntekter og større underskudd enn mer etablerte selskaper i samme bransje. En inntjeningsbasert tilnærming er derfor mindre egnet for slike selskaper.

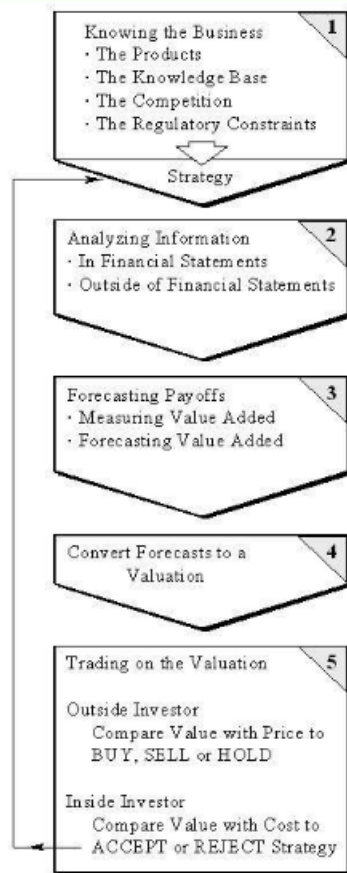
For selskaper som er i siste fase av livssyklusen, vil kanskje en balansebasert tilnærming være mer gunstig, da salg av eiendeler er like aktuelt som fortsatt drift (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33-34).

### **Konklusjon**

XXL antas å være i en moden fase, og har etter å ha vært børsnotert siden 2014, nå et godt informasjonsgrunnlag å basere verdsettelsen på. Vi velger derfor å gjennomføre en fundamental analyse som tilnærming for verdsettelsen. Vi har også valgt å utfylle verdivurderingen med en komparativ verdsettelse for å undersøke om verdiestimatet vi kommer frem til i den fundamentale verdsettelsen virker rimelig.

### 3.7 Fundamental verdsettelse: Fremgangsmåte

## The Process of Fundamental Analysis



Figur 4: The process of Fundamental Analysis av Penman (2013)

Vi vil her beskrive fremgangsmåten som en må gjennom i en fundamental verdsettelse. Figuren over illustrerer de fem stegene en må gjennom når metoden gjennomføres.

### 1- Bygge en forståelse for virksomheten

Å forstå virksomheten er en forutsetning for å kunne verdsette selskapet. Et viktig element i et selskaps strategi er å skape verdi. En analytiker vil verdsette en gitt strategi, følge stegene i figuren, og justere verdsettelsen etter hvert som selskapet justerer sin strategi. Vi vil dermed gjennomføre en strategisk analyse av verdsettelsesobjektet, som vil inneholde bruk av ulike strategiske analyseverktøy. Disse vil gi oss et solid inntrykk av virksomheten og legge grunnlaget for verdsettelsen av XXL.

### 2- Analyse av informasjon



Når en har samlet inn kunnskap og dannet seg et bilde av virksomheten, er det lagt til rette for analyse av informasjon. Informasjon kan komme i mange former og fra ulike kilder. Det kan for eksempel være i form av tall fra regnskapet som salg, kontantstrømmer, og resultat, eller det kan være kvalitativ informasjon rundt forbrukeres preferanser, teknologiske endringer, og kvaliteten på ledelsen. Ved analyse av informasjon er det viktig å skille mellom relevant informasjon og irrelevant informasjon, og finansregnskapet må omgrupperes og normaliseres for å klargjøre det til prognoser.

### **3- Predikere fremtidige kontantstrømmer**

Å utvikle prognoser består av to steg. Det første er å spesifisere hvordan avkastninger skal måles. Først når en har gjort dette er det mulig å kjøre prognoser for de spesifiserte avkastningene. Den første oppgaven er ikke ubetydelig, da hele verdsettelsens validitet avhenger av hvordan avkastning måles. Skal en kjøre prognoser for kontantstrømmer, resultat, bokførte verdier, eller avkastning på egenkapital? Alle disse tallene finner en i analytikerens rapporter. Dette er en kritisk problemstilling som må håndteres før en kan gå videre.

### **4- Konvertere prognoser til en verdivurdering**

Driften vil gi avkastning over flere år, dermed vil også prognoser gjøres for en strøm av fremtidige inntjeninger. For å fullføre analysen, må strømmen av fremtidige avkastninger reduseres til ett enkelt tall, som er selve verdien av selskapet. Etersom avkastninger er fremtidsbaserte, og 1 kr i dag er verdt mer enn 1 kr i fremtiden, må forventede avkastninger diskonteres for pengers tidsverdi. Avkastninger er også usikre, dermed må en også ta hensyn til risiko. Disse to egenskapene vil bestemme investors diskonteringsrente, også kjent som avkastningskrav eller kapitalkostnad. Det siste steget involverer dermed å konvertere en strøm av forventede kontantstrømmer til en verdi ved å diskontere disse med et bestemt avkastningskrav.

### **5- Handlingsstrategi**

En investor vil gjøre en handelsbeslutning ved å sammenligne verdipapirets estimerte verdi til dens pris. Kun dersom estimert verdi overstiger aksjeprisen vil investeringen være av nytte for investoren. Skulle analysen gi et verdiestimat som er godt under dagens kurs, vil den fundamentale investor unngå å kjøpe aksjen, eventuelt selge den (Penman, 2013, s. 85-86).

## 4. Strategisk analyse

En strategisk analyse er et nyttig og nødvendig verktøy når en skal vurdere et selskaps fundamentale verdi. Formålet med denne analysen er å identifisere hva som skaper XXL sin meravkastning eller mindreakstning i forhold til avkastningskravet. I tillegg vil vi undersøke hvor lenge en eventuell meravkastning kan opprettholdes.

Det er to hovedårsaker til at et selskap frembringer avkastning utover normalavkastningen. Enten har selskapet konkurransefortrinn overfor konkurrentene sine, og er dermed i stand til å skape en høyere avkastning enn resten av bransjen. Det andre alternativet er at bransjens lønnsomhet er såpass sterk at en evner å skape meravkastning uavhengig av om en har konkurransefortrinn. En kombinasjon av disse to er også mulig (Kaldestad & Møller, 2016, s. 99).

På grunnlag av dette har vi valgt å dele inn analysen i to:

Én ekstern analyse hvor vi kartlegger bransjen, danner oss en forståelse for hvordan verdi skapes i denne og vurderer bransjens lønnsomhet. Vi vil bruke Porters fem krefter, til å gjennomgå bransjen. I tillegg vil vi også gjennomføre en PESTEL-analyse, hvor XXLs omgivelser på makronivå vurderes, og hvordan disse påvirker selskapets lønnsomhet.

Den andre delen er en intern analyse hvor selskapets lønnsomhet i forhold til konkurrentene vurderes. Denne vil bestå av en VRIO-analyse av XXL sine ressurser, hvor en vurderer hvordan disse skaper konkurransefortrinn og om fortrinnet er vedvarende.

Til slutt vil vi oppsummere med en SWOT-analyse som tar for seg XXL sine styrker og svakheter (intern analyse), samt hvilke muligheter og trusler selskapets omgivelser inneholder (ekstern analyse).

### 4.1 PESTEL-analyse

PESTEL-rammeverket er et nyttig verktøy for å analysere makromiljøet rundt en organisasjon, og tar for seg følgende faktorer: Politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og legale. Rammeverket illustrerer at det ikke kun er markedsfaktorer som er

sentrale når en skal analysere makroomgivelsene. Andre faktorer spiller også en stor rolle (Whittington, Regnér, Angwin & Scholes, 2020, s. 36).

#### 4.1.1. Politiske forhold

Det politiske elementet understreker statens rolle og andre politiske faktorer i makromiljøet. Det kan dreie seg om skattepolitikk, press fra media/kampanjegrupper etc., og handelsrestriksjoner blant annet (Whittington et.al., 2020, s. 37).

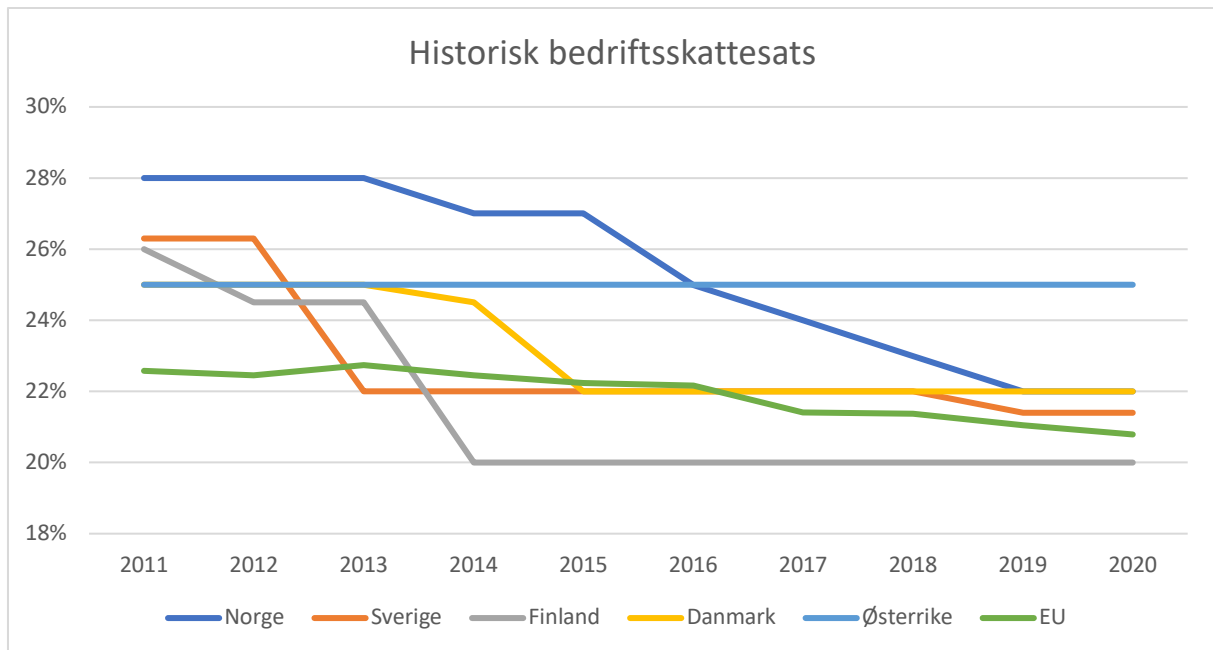
XXL har virksomhet i Norge, Sverige, Finland, Danmark og Østerrike, som er å regne som stabile politisk sett og det er dermed lite sannsynlig for drastiske endringer som kan gå ut over XXL sin virksomhet i fremtiden. Alle utenom fra Norge er medlem av den europeiske union (Knudsen, Julsrud, Tvedt, & Tondal, 2021). Norge er med i Det europeiske økonomiske samarbeidsområdet (EØS-avtalen). Hensikten med denne avtalen er å knytte EØS/EFTA-landene til EUs indre marked, som gir rettigheter innenfor handel med varer, investeringer, bank- og forsikring, kjøp og salg av tjenester og rett til å ta arbeid, studere og bo hos andre medlemsland (Regjeringen, 2021).

Bedriftskattesatsene var i 2020 for de overnevnte landene følgende:

Land	2020
Norge	22,0 %
Sverige	21,4 %
Finland	20,0 %
Danmark	22,0 %
Østerrike	25,0 %
EU	20,8 %

Tabell 1: Bedriftskattesats 2020. (KPMG, u.d.).

Historisk bedriftskattesats-utvikling sammenlignet med gjennomsnittet i EU:



Figur 5: Historisk bedriftsskattesats 2011-2020. (KPMG, u.d.).

Det er en fallende trend for skattesatsen i landene hvor XXL operer i. Satsen for hvert av de enkelte land nærmer seg gjennomsnittet til medlemslandene i EU. Tidligere har Norge hatt den høyeste skattesatsen sammenlignet med de overnevnte landene. En høyere selskapsskatt enn andre land kan føre til at investeringer uteblir og heller gjennomføres i andre land med en lavere sats (NHO, u.d.). For XXL vil en lavere selskapsskatt bety at deres resultat etter skattekostnad øker, som igjen kan brukes på å re-investere, samt økt konkurransekraft mot utenlandske konkurrenter.

XXL har både sentralvarelagre i og utenfor EU, med tre hovedlagre som er lokalisert ved Gardermoen, Örebro i Sverige og ett helt nytt som befinner seg nær Wien i Østerrike. Lageret ved Gardermoen forsyner varer i Norge, mens de to sistnevnte distribuerer til henholdsvis Sverige, Finland, Danmark og Østerrike, som alle er medlem av EU (XXL ASA, 2021).

Alle landene XXL opererer i har stabile styringsmakter, og det er dermed lite sannsynlig at det kommer til å skje drastiske endringer som vil ha store konsekvenser for XXL. Mer samkjørte skattesatser bidrar til mindre politisk risiko for XXL. De politiske forholdene vurderes til å ha en moderat positiv effekt virksomheten.

#### 4.1.2. Økonomiske forhold

Makromiljøet påvirkes også av makroøkonomiske faktorer som valutnivå, renter og svingninger i økonomisk vekst i verden. Et nøkkelkonsept for å analysere makroøkonomiske trender er den økonomiske syklus. Selv om det eksisterer muligheter for uforventede sjokk, har økonomisk vekst en tendens til å følge en viss syklus. Flere år med sterk økonomisk vekst forventes å bli etterfulgt av noen år med svakere og noen ganger negativ vekst. Før ledelsen tar strategiske beslutninger bør en tenke over hvor en står i den økonomiske syklusen. Gode økonomiske tider varer ikke evig, mens dårlige tider eventuelt vil snu senere.

Noen organisasjoner er mer sårbare til konjunktursvingninger enn andre. Dette gjelder særlig industrier hvor konsumenter kan vente i mer enn et år med å kjøpe noe. Da vil ofte salgene svinge i større grad i samsvar med den økonomiske utviklingen. Det samme gjelder industrier hvor faste kostnader er særskilt høye som for eksempel flyindustrien, hotellbransjen og stålindustrien. Her vil høye faste kostnader oppmuntre til høyere priskonkurransen som vil lede til lavere lønnsomhet for bransjen som helhet (Whittington et.al., 2020, s. 40-41).

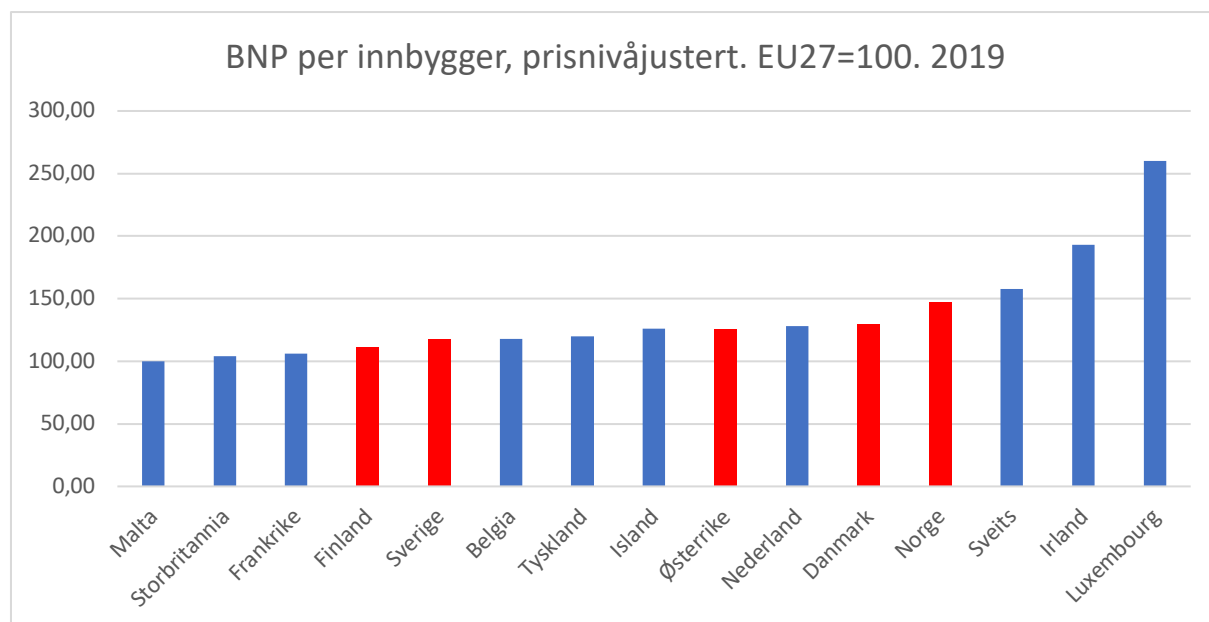
En stor andel av varene som selges i sportsbransjen kjøpes som regel sjeldnere enn én gang i året per forbruker. Bransjen vil dermed være mer sårbar for konjunktursvingninger, da en i dårligere tider vil oppleve at flere holder tilbake forbruket sitt til gode tider returnerer igjen.

Utviklingen til sportsbransjen kan sies å være basert på konsumentenes etterspørsel, som drives av faktorene bruttonasjonalprodukt (BNP), rentenivået, arbeidsledigheten og privat konsum.

Styringsrenten er et virkemiddel som brukes til å stimulere prisveksten og den økonomiske utviklingen i samfunnet. Styringsrenten er rente som bankene får på sine innskudd. Dette påvirker videre kronekursen, prisen på verdipapirer, etterspørsel etter lån, boligpriser, forbruk og investeringer (Norges Bank, u.d. a.).

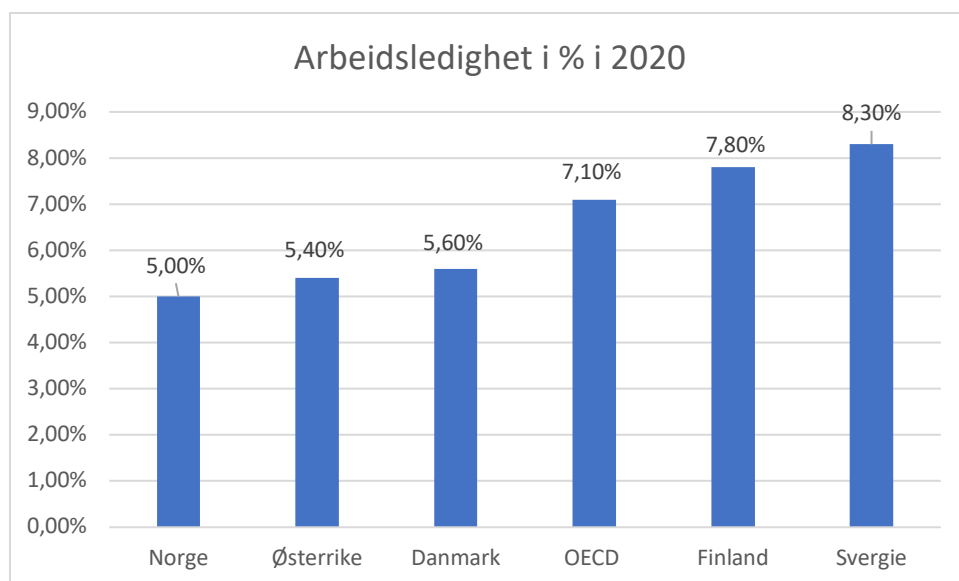
Historisk sett har styringsrenten ligget på et lavt nivå etter finanskrisen i 2009. Et lavt rentenivå fører til økt forbruk og økonomisk vekst. Styringsrenten var 1,5% i desember 2019. Renten har i løpet av 2020 gått drastisk ned grunnet Corona-pandemien, og er i april 2021 på 0% (Norges Bank, u.d. a.). Rentenivået er forventet å være lavt fremover for å stimulere økonomien.

Norge, Sverige, Finland, Danmark og Østerrike er nasjoner med god økonomi målt etter BNP per innbygger. Alle de nevnte landene ligger over gjennomsnittet blant EU-medlemmene i 2019. Norge skilte seg spesielt ut med 47% høyere prisjustert BNP per innbygger enn gjennomsnittet i EU (Sandstå, 2020).



Figur 6: BNP per innbygger, prisnivåjustert. EU27=100. 2019. (Sandstå, 2020).

Norge, Østerrike og Danmark ligger under gjennomsnittet til OECD-landene når det gjelder arbeidsledighet. Finland og Sverige lå over gjennomsnittet. Høy arbeidsledighet fører til kostnader for samfunnet og lav kjøpekraft blant de arbeidsledige. Det er forventet at arbeidsledigheten vil øke på bakgrunn av den pågående pandemien.



Figur 7: Arbeidsledighet i prosent i 2020. (SSB, 2021). (OECD, u.d.).

De utvalgte landene har solid økonomi og scorer godt på BNP-listen, men ligger ikke langt unna gjennomsnittet i OECD når det gjelder arbeidsledighet. De økonomiske forholdene vurderes til å gi en moderat negativ effekt.

#### 4.1.3. Sosiokulturelle forhold

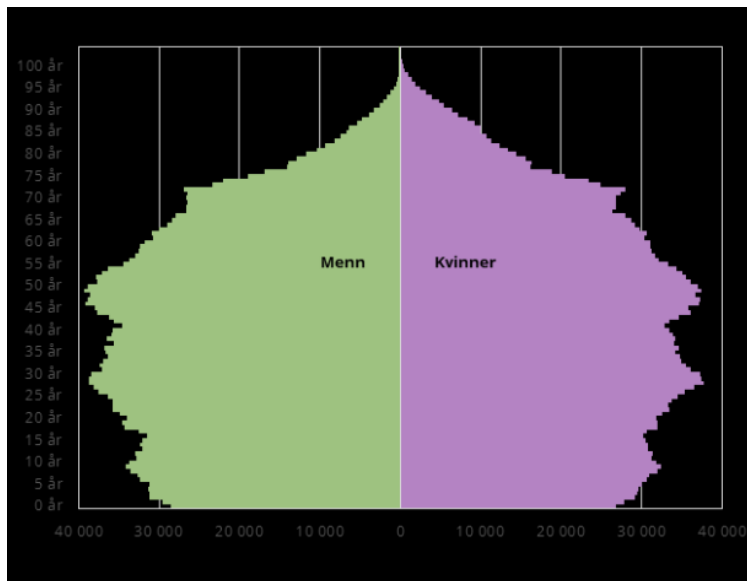
Sosiokulturelle forhold omfatter faktorer som demografi, velstandsfordeling, geografi og kultur.

Demografi går ut på hvordan aldersfordelingen i landet er. En aldrende befolkning skaper både muligheter og trusler for en rekke industrier. Det medfører økende etterspørsel blant tjenester for eldre, og mindre etterspørsel fra de yngre generasjonene (Whittington et.al., 2020, s. 41).

Vi ser fra figur 8 under at en større andel av befolkningen ligger mellom 25 og 55 år, enn fra 0 til 25 år. Befolkningsveksten var på 0,44 % i 2020, hvorav 52 % skyldes fødselsoverskudd (differanse mellom antall fødsler og dødsfall), mens resterende 48 % består av nettoinnvandring (antall innvandringer minus antall utvandringer) (SSB, 2021a). Fruktbarheten blant kvinner har vært sterkt fallende de 10 siste årene og har gått fra 1,95 barn per kvinne i 2010 til 1,48 i 2020 (SSB, 2021a). Dette vil kunne ha en negativ effekt på sportsbransjen lengre frem i tid.

Levealderen er dog økende og gått opp med 2,6 år for menn (til 81,5 år) og 1,7 år for kvinner (til 84,9 år) siden 2010 (SSB, 2021b). Vi forventer ikke at dette vil gi altfor store utslag for sportsbransjen, da majoriteten som handler treningsutstyr er av generasjoner som er yngre enn

80 år. Det kan også gi muligheter ved at det selges mer produkter som er tilpasset den eldre generasjon.



Figur 8: Befolkningsutvikling i Norge. (Andersen, Dommermuth, Syse, Sønstebø, & Tønnessen, 2019)

Videre vil endringer i velstandsfordeling påvirke de relative størrelsene på markedene. Mer skjevfordeling vil medføre til en begrensning i konsumering blant «middelklasse-markedene», mens markeder for luksusvarer vil bli større (Whittington et.al., 2020, s. 41).

Ifølge SSB (2021c) ble det i 2020 brukt kr 66 630 på klær og skotøy, sammenlignet med kr 41 600 i 2006. På kultur og fritid har forbruket økt med kr 53 000 fra 2003 til 2019, før en fikk en naturlig nedgang i 2020 som følge av pandemien. Alle tall er justert for inflasjon (SSB, 2021). Tallene indikerer at befolkningen får bedre og bedre råd, det blir brukt en mindre andel på nødvendige goder som mat, og mer på såkalte luksusvarer. Dette vil gi et positivt utslag på sportsbransjens omsetningspotensial.

Geografiske faktorer innebærer blant annet hvor spredt befolkningen er. I enkelte steder vil mer konsentrerte områder fort oppleve sterkere økonomisk vekst enn resten av landet (Whittington, et.al. 2020, s. 41).

Norge er en ganske desentralisert nasjon, hvor befolkningen er godt spredt utover hele landet. Den mest konsentrerte delen av landet er Oslo-området, og XXL har naturligvis plassert flest



varehus der. At Norge i stor grad er desentralisert, kan være en ulempe for sportsbransjen da en må etablerte flere butikker for å dekke hele landet.

Til slutt spiller utviklingen i kultur en fundamental rolle. Endringer i befolkningens holdninger og tenkemåte vil kunne endre forbrukervaner, og dermed ha en betydelig effekt på hvilke bransjer som blir mer eller mindre lønnsomme fremover (Whittington, et.al., 2020, s. 41).

SSB gjennomfører regelmessig en levekårsundersøkelse innenfor ulike områder i samfunnet. Det ene området er innenfor helseforhold som sier noe om nordmenns fysiske og psykiske helse, symptomer, funksjonsevne, omsorgsbehov og bruk av helse- og omsorgstjenester. Undersøkelsen gjennomført i 2019 viste at 80% av befolkningen 16 år eller eldre trener eller mosjonerer minst en gang i uka. Sammenligner man andelen med tidligere år ser vi en økende trend av de som trener eller mosjonerer minst en gang i uka, og en dalende trend av de som aldri trener eller mosjonerer. Til sammenligning var andelen i 1997 på 63%, og i 2019 var den 80%, dvs. en økning på 17 prosentpoeng (SSB, u.d.).

	1997	2001	2004	2007	2013	2016	2019
Trener eller mosjonerer aldri	27	12	11	11	6	5	7
Trener eller mosjonerer minst en gang i uka	63	66	73	73	82	83	80

Tabell 2: Andel som mosjonerer eller trener. (SSB, u.d.)

Sammenligner vi dette med EU borgere svarer 46% av befolkningen at de aldri trener eller mosjonerer. Sverige, Finland, Danmark og Østerrike ligger under gjennomsnittet når det gjelder andel av befolkningen som ikke mosjonerer på henholdsvis 15%, 13%, 20% og 40%. Undersøkelsen viser at de nordiske landene er de mest fysisk aktive i EU. Østerrike skiller seg ut, men scorer likevel bedre enn gjennomsnittet i EU (European Commission, 2018, s. 8).

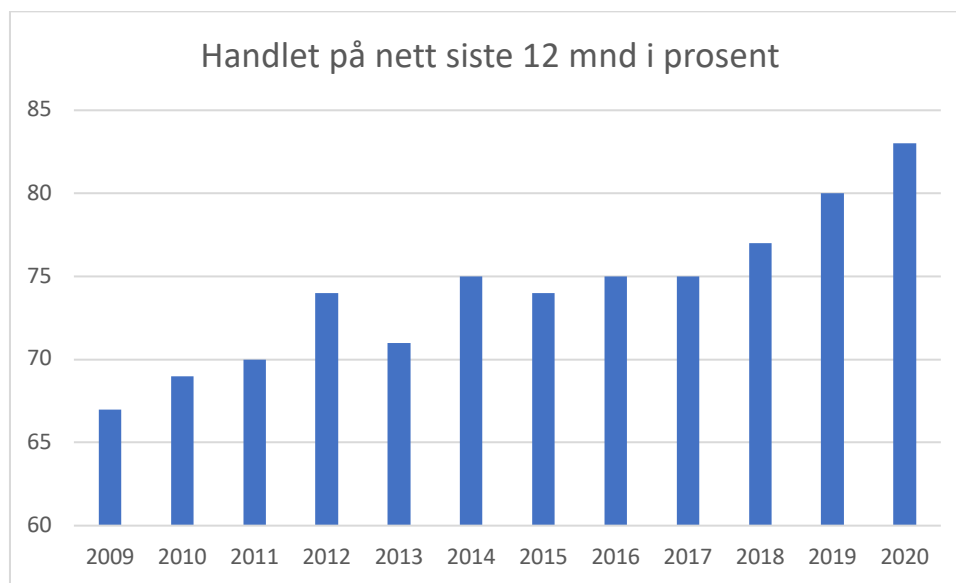
Helsedirektoratet i Norge er en pådriver for å øke folkehelsen til befolkningen i alle aldre. Det iverksettes ofte kampanjer for aktivitet og trening i hverdagen, blant annet Styrkeuka 2020 og øvelser for å holde seg i form for eldre (Helsedirektoratet, u.d.).

Ettersom flere trener og mosjonerer enn før, i tillegg til økt fokus fra myndighetenes side, konkluderer vi med at sosiokulturelle forhold har en veldig positiv effekt.

#### 4.1.4. Teknologiske forhold

Et annet viktig element innen makroomgivelsene er teknologiske forhold som internett, nanoteknologi eller nye komposittmaterialer, som kan ha innflytelse på langt flere enn enkelte industrier. Ny teknologi vil åpne opp muligheter for noen organisasjoner, samtidig som den vil skape utfordringer for andre (Whittington, et.al., 2020, s. 43).

Større og større andeler av salg i varehandel foregår på nett, og omsetningen flyttes fra de fysiske butikkene og over på nett. Undersøkelser gjort av SSB viser at andelen som har handlet på nett har økt jevnt og trutt fra 2009 til 2019 i Norge. Grafen viser at i 2009 var andelen 67%, og dersom vi sammenligner dette med tallene fra 2019 er dette en oppgang med 13 prosentpoeng til en andel på 80%. I Norge var ca. 23% av sportsbransjens totale omsetning på nett i 2019, mot ca. 19% i 2018 (T. E. Hansen, Administrerende direktør, Norsk Sportsbransjeforening, 12.02.21).



Figur 9: Handlet på nett siste 12 mnd i prosent. (SSB, 2020).

I 2020 var det en sterk økning av netthandel grunnet pandemiens konsekvenser hvor det ble anbefalt mindre fysisk kontakt og å holde seg mest mulig hjemme. Dette førte til at folk handlet hjemmefra med hjemlevering av varer. I løpet av 2020 var det en økning på 37,3% for netthandel. Bare i løpet av november 2020 økte netthandelen med 63%, sammenlignet med året før (Postnord, 2020).

I Norge, Sverige, Finland og Danmark svarte henholdsvis 65%, 69%, 50% og 60% at de handlet på nett de første seks månedene i 2019. Dette utgjør et gjennomsnitt på 62%. Finland er det landet som skiller seg ut mest i Norden. Årsaken til dette kan være at finnene har en skeptisk holdning knyttet til utlevering av kortinformasjon på nett (Postnord, 2019).

Å handle på nett fremfor tradisjonell butikk har både fordeler og ulemper. Fordelen kan være bedre utvalg, priser og at det er mindre tidkrevende. Ulempene kan være at en ikke får prøvd forskjellige produkter og sammenlignet disse, og det tar en viss tid før varen kommer hjem til forbrukeren. Sett fra bedriftens perspektiv vil en nettbutikk være kostnadssparende i form av ingen butikkansatte, leie av lokaler og utstillinger. Det kreves derimot et godt lagersystem som viser nøyaktig beholdning og effektiv leveranse av varene ut til kundene.

Undersøkelser gjort av Postnord i 2019 hvor spørsmålet var hvilken type produkt en har kjøpt på nett de siste 30 dagene. Klær og sko topper listen for alle de nordiske landene med en andel på 37%. Etterfulgt av skjønnhet og helse, hjemmeelektronikk, bøker, dagligvarer og deretter sportsartikler med en andel på 11% (Postnord, 2019). Dette viser at det er ikke like populært å handle sportsartikler, slik som det er med klær og sko (inkludert sportsklær) på nett.

XXL var tidlig i gang med norsk nettbutikk allerede i 2002. I de resterende markedene i Europa har det raskt blitt opprettet en nettbutikk i tillegg til fysiske varehus (XXL ASA, u.d.a). I 2020 utgjorde netthandelen 19,7% av den totale omsetningen, en oppgang fra 16,1% året før (XXL ASA, 2021). XXL har tre egne sentrallagre som distribuerer varer rundt til varehusene. Dette vil gi en forutsigbar lagerbeholdning da hvert enkelte varehus slipper å bestille inn direkte fra hver leverandør. Men samtidig er det risiko for ukurante varer som kan være eldre modeller, nyere teknologi eller at de sliter med å selge varene til fullpris og må dermed prise ned varene. Nettbutikken har en oversiktlig meny over varesortimentet innenfor de forskjellige varesegmentene og tilhørende lagerbeholdning på alle varehus.

XXL satser stort på nettbutikk og var tidlig ute med dette konseptet. Den teknologiske utviklingen ser det ut til at XXL klarer å holde følge med. Vi vurderer teknologiske forhold til å gi en moderat positiv effekt.

#### 4.1.5. Miljømessige forhold

Innen PESTEL-rammeverket, står økologisk spesielt for «grønne» makroøkonomiske utfordringer, som miljøutslipp og klimaendringer. Miljømessige reguleringer kan medføre ekstra kostnader, men det kan også gi muligheter, gjennom for eksempel satsing på gjenvinning (Whittington et.al., 2020, s. 45).

XXL har et stort fokus på miljø og klima, og havnet på topp i en kåring som målte de beste europeiske sportskjedene når det kommer til etisk handel og miljø (ICRT, 2016). XXL har en rekke krav til leverandører og håndteringen av produktene de kjøper inn og selger. De har krav om at produksjonen skal følge etiske retningslinjer, miljø og produktsikkerhet. I tillegg til miljøkrav, stilles det krav til arbeidsvilkårene i produksjonen hos leverandørene (XXL ASA, u.d.).

XXL har som mål om å redusere CO<sub>2</sub>-fotavtrykket gjennom egne prosjekter innenfor energiforbruk og transport. Eksempler på prosjekter er bytting til LED-teknologi for belysning, solcelleanlegg og å benytte seg mer av miljøvennlig transport av varer. I tillegg er XXL opptatt av plastreduksjon og dyrevelferd (XXL ASA, u.d.b). Plastbruk er et omdiskutert tema i samfunnet og i 2020 var temaet for innsamlingsaksjonen «TV-aksjonen» plastavfall i havet (WWF, u.d.). XXL sine tiltak for å redusere plastbruk er å ta betalt for plastpose og overskuddet fra posesalget går til XXL sin egen stiftelse «Children's Foundation». Dette er et fond som hjelper vanskeligstilte barn i utviklingsland (XXL ASA, u.d.c).

XXL sitt fokus på miljø, bærekraft og arbeidsforhold har vært sterkt, og de markedsfører tydelig sitt engasjement. Det miljømessige forholdet vurderes til å gi en moderat positiv effekt.

#### 4.1.6. Legale forhold

Det siste elementet av PESTEL-analysen dreier seg om legale aspekter ved makroomgivelsene. Disse kan dekke et bredt spekter av temaer: For eksempel, regulering av arbeid, miljø og konsumering; krav til skattebetaling og rapportering; og regler om eierskap, konkurranse og eierstyring/selskapsledelse (Whittington, et.al., 2020, s. 47).

XXL må forholde seg til arbeidsmiljøloven, og sørge for at ansatte kan arbeide under trygge forhold. Det har vært enkelte medieoppslag om hvordan ansatte behandles hos XXL, blant annet

har selskapet blitt kritisert for å bruke armhevinger som en måte å straffe dem på (Dagsavisen, 2019).

Mye av produksjonen til XXL skjer i Asia, som er et område i verden som har et dårlig rykte når det gjelder arbeidsmiljø. XXL har et eget team som arbeider for at arbeidsmiljøet skal opprettholde en god standard for å verne de ansatte i produksjonen.

XXL må som alle andre virksomheter forholde seg til flere lover, men vi anser ingen av dem til å ha en vesentlig effekt på lønnsomheten deres. Legale forhold har derfor etter vår oppfatning en nøytral effekt på XXL sin virksomhet.

#### 4.1.7 PESTEL- Konklusjon

En oppsummering av PESTEL-analysen er illustrert i tabellen nedenfor. Det politiske forholdet vurderer vi som nøytral, økonomiske forhold til moderat negativ, sosiokulturell til veldig positiv og de tre resterende vurderer vi til å gi moderate positive effekter. Totalt sett vurderer vi effektene av forholdene til å gi en moderat positiv påvirkning på XXL sin virksomhet. Dette medfører at XXL kan oppnå meravkastning selv om det er likestilt med sine konkurrenter når det kommer til ressursstyrke.

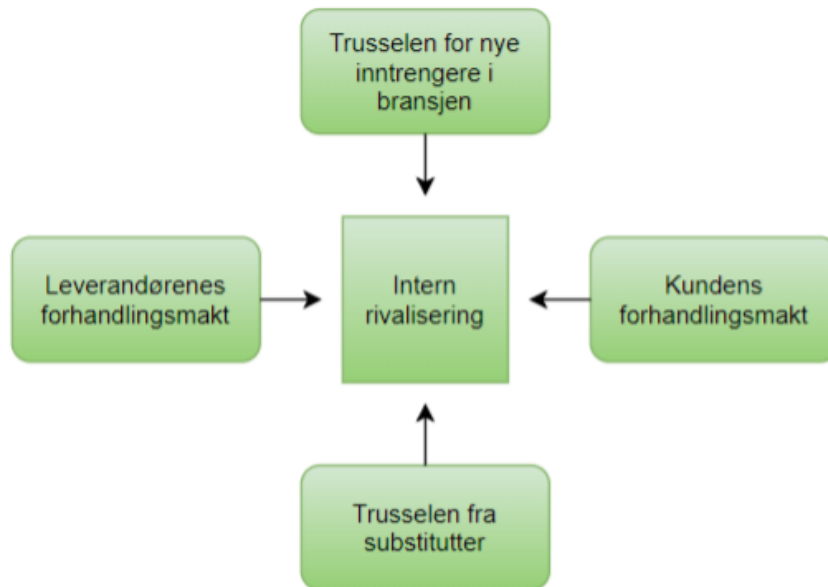
	Politisk	Økonomisk	Sosiokulturell	Teknologisk	Miljømessig	Legale
Veldig positivt						
Moderat positivt						
Nøytral						
Moderat negativt						
Veldig negativt						

Tabell 3: Oppsummering PESTEL-analyse

#### 4.2 Porters fem krefter

Porters fem krefter er et rammeverk som har som mål å gjenkjenne trusler og muligheter i en bestemt bransje/marked. En bransje kan defineres som en gruppe bedrifter som produserer produkter og tjenester som essensielt er de samme. Markedet er gruppen som kjøper disse bestemte produktene. En kan skille mellom geografisk marked og produktmarked.

Rammeverket tar for seg fem sentrale krefter som påvirker industrien: Konkurrenter, kunder, potensielle inntrengere, leverandører og substitutter (Whittington, et.al., 2020, s. 66). Vi vil gjøre en grundig vurdering av disse for å danne oss et bilde av sportsbransjens lønnsomhet.



Figur 10: Porters fem krefter

#### 4.2.1 Rivalisering

Sentralt i analysen er rivaliseringen mellom de etablerte aktørene i bransjen. Kompetitive rivaler er organisasjoner som kjemper om de samme kundene med lignende produkter og tjenester (ikke substitutter). Det er fem faktorer som ofte definerer graden av konkurranse i et marked/industri: (Whittington, et.al., 2020, s. 66)

#### 1- Konkurransmessig konsentrasjon og balanse

Dersom en har mange konkurrenter, eller konkurrenter av samme størrelse/samme markedsrett, er risikoen for intens konkurranse større. Da vil en ofte oppleve mer aggressiv atferd gjennom for eksempel priskutting for å dominere markedet (Whittington, et.al., 2020, s. 66).

Tall i tusen	2019	2020	Endring	Markedsandeler
XXL	4 095 697	4 877 219	19,08 %	34,0 %
Sport 1	2 938 327	3 778 727	28,60 %	26,3 %
Intersport (*Gresvig,2019)	3 909 931	3 011 369	-22,98 %	21,0 %
Stadion	1 190 100	1 347 800	13,25 %	9,4 %
Coop	767 089	800 800	4,39 %	5,6 %
MX-Sport (*Estimert av NSBF)	250 000	250 000	0,00 %	1,7 %
Sport Norge	265 401	296 951	11,89 %	2,1 %
<b>Sum</b>	<b>13 416 545</b>	<b>14 362 866</b>	<b>7,05 %</b>	<b>100,0 %</b>

Tabell 4: Markedsandelene blant sportskjedene 2019-2020 i Norge. (Norsk Sportsbransjeforening, 2021a).

Sportsbransjen består av tre relativt store aktører i form av XXL, Sport1 og Intersport.

I sportsbransjen er varene relativt like, og de ulike organisasjonene vil ofte få tak i de varene som selger best. Ettersom de selger mye av de samme varene, vil strategiene være fokusert på å tilby lave priser fremfor å differensiere seg. Fra tabellen over ser vi at XXL er den største aktøren på markedet med 34 % av omsetningen, etterfulgt av Sport1 og Intersport på henholdsvis 26.3 % og 21 % av markedet. De to sistnevnte eies begge av holdingselskapet Sport Holding AS. Resterende aktører ligger alle på under 10 % av markedets totale omsetning, og utgjør til sammen kun 18.7 % av markedet.

Denne faktoren kan sies å ha en moderat påvirkning på intern rivalisering, da det er visse forskjeller i maktfordelingen, men samtidig er konkurransen mellom de største aktørene høy, og det er langt fra noen monopolsituasjon.

## 2- Bransjens vekstrate

I situasjoner med sterk vekst, kan organisasjoner utvikle seg med markedet, mens i situasjoner med lav vekst vil enhver utvikling sannsynligvis være på bekostning av en konkurrent og bli møtt med sterk motstand. Industriens vekstsyklus vil påvirke dens vekstrate, og dermed konkurransemessige forhold (Whittington, et.al., 2020, s. 66).

Videre har sportsbransjen opplevd en liten vekst fra 2016-2020. Det er verdt å merke seg at oppjusteringen fra 2019 til 2020 i stor grad skyldes koronapandemien, og det er dermed mindre sannsynlig at denne veksten vil vedvare. Svak vekst i bransjen vil føre til mer rivalisering, da det blir mindre "plass" til alle. Den lave bransjeveksten tilsier dermed en høy grad av intern rivalisering.

Tall i tusen	2016	2017	2018	2019	2020	Endring
1. Kvartal	3 148,703	2 960,422	3 274,027	2 967,755	2 652,562	-10,62 %
2. Kvartal	3 104,679	3 147,038	3 245,760	3 187,896	3 755,932	17,82 %
3. Kvartal	3 389,521	3 525,307	3 597,850	3 454,523	3 990,385	15,51 %
4. Kvartal	3 953,200	4 115,166	4 100,255	3 806,371	3 963,984	4,14 %
<b>Totalt kjedene</b>	<b>13 596,103</b>	<b>13 747,933</b>	<b>14 217,892</b>	<b>13 416,545</b>	<b>14 362,863</b>	<b>7,05 %</b>

Tabell 5: Sportskjedens kvartalvise og totale omsetningstall i 2016-2020. (Norsk Sportsbransjeforening, 2021a)

### 3- Høye faste kostnader

Industrier med høye faste kostnader har en tendens til å være mer rivaliserende. Bedrifter vil søke etter å spre deres faste kostnader (reduere enhetskostnad) ved å øke deres volum. For å få til dette må en ofte kutte på pris, tvinge konkurrenter til å gjøre det samme, og dermed trigge en priskrig som svekker hele bransjen (Whittington, et.al., 2020, s. 66).

Den største kostnadsposten innen sportsbransjen er varekostnader. Faste kostnader utgjør en liten del av totale kostnader, og dette momentet vil dermed ikke ha noen særlig påvirkning på konkurransen i bransjen.

### 4- Høye exit-barrierer

Dersom kostnadene for å forlate bransjen blir for høye, vil dette ofte øke konkurransen i bransjen. Overkapasitet vil vedvare og som en konsekvens av dette vil etablerte selskaper slåss mer om markedsandeler. Grunner til at exit-kostnadene er høye kan være for eksempel betydelige permitteringskostnader eller høye investeringer i spesifikke eiendeler som andre ikke ville kjøpt (Whittington, et.al., 2020, s. 66).

Sportsbransjen har vært preget av mange konkurser. I perioden 2012-2014 ble det åpnet mellom 36 og 40 konkurser årlig (Norsk Sportsbransjeforening, 2015). I starten av 2020 gikk Gresvig konkurs, og måtte legge ned flere butikker. Dette er et tegn på at industrien er overmettet, noe som gjør konkurransen mer intensiv. Varelagrene er dog lett omsettelige, noe som gjør utgangsbarrierene lavere igjen.

### 5- Lav differensiering

I et marked hvor produktene er lite differensiert, vil konkurranse øke, fordi det er lite som stopper kunder fra å bytte mellom konkurrenter og eneste måte å konkurrere på er pris.



At sportsbransjens selskaper er mer opptatt av å være kostnadsleder fremfor å differensiere sine produkter, bidrar til at flere presses ut av bransjen og det blir rom for færre. Aggressiv priskonkurransen har vært et kjennetegn for sportsbransjen de siste årene. Etter at Sport Holding overtok Intersport og Sport1, mener dog flere av konkurrentene at det vil bli mindre priskonkurransen fremover, da de oppnår lokale monopol enkelte steder (Jordheim, 2020). Konkurransetilsynet godkjente likevel sammenslåingen, og mener det ikke vil hindre effektiv konkurranse i sportsmarkedet (Høgseth, Wig, Jordheim & Hopland, 2020). Sterk priskonkurransen og lite differensiering er et tegn på at intern rivalisering i sportsbransjen er svært høy.

### **Oppsummering- Rivalisering**

XXL og Sport Holding har høye markedsandeler og vil konkurrere intenst med hverandre. Lav vekst i bransjen, kombinert med høye utgangsbarrierer vil bare forsterke konkurransen om markedet. Prisene vil presses ned, i og med at det er vanskelig å differensiere seg. På grunnlag av dette anser vi rivaliseringen i sportsbransjen som **svært høy**.

#### 4.2.2 Etableringsbarrierer

Hvor enkelt det er å entre markeder vil også påvirke graden av konkurranse. Jo lavere etableringsbarrierer, jo verre er det for de etablerte i bransjen. En attraktiv bransje har høye etableringsbarrierer som reduserer trusselen for nye konkurrenter. Fem viktige barrierer er (Whittington et.al., 2020, s. 67):

#### **1- Stordrift og erfaring**

I noen industrier er stordriftsfordeler ekstremt viktige. Når etablerte har oppnådd en slik fordel, vil det bli særlig dyrt for nye bedrifter å etablere seg fordi de vil ha høyere enhetskostnader frem til de når samme volum. Erfaring vil også gi de etablerte en kostnadsfordel fordi de har lært å gjøre ting mer effektivt enn en ny uerfaren konkurrent har mulighet til (Whittington et.al., 2020, s. 67).

Store aktører som XXL og nå Sport Holding AS (Intersport og Sport1), vil kunne oppnå lavere kostnader gjennom stordriftsfordeler og erfaring. En nyetablert vil ikke være i stand til å holde enhetskostnadene på de etablertes nivå, frem til de oppnår samme salgsvolum, og vil dermed drive mindre lønnsomt frem til dette. Etersom konkurransen i sportsbransjen hovedsakelig er

basert på pris, vil mangel på stordriftsfordeler og erfaring gjøre det vanskelig å etablere seg for nye aktører.

## **2- Tilgang til distribueringskanaler**

I mange industrier har etablerte kontroll over tilbud og distribuering. Dette kan være gjennom direkte eierskap (vertikal integrasjon), eller gjennom lojalitet fra leverandører eller kunder (Whittington, et.al., 2020, s. 67).

De etablerte aktørene vil også gjennom tiden ha opparbeidet seg en viss kundelojalitet og et forhold til leverandørene innen bransjen. Gjennom blant annet merkevarebygging og opplæring av personell vil større aktører ha bygget seg opp en lojalitet til kundene som kan ta tid for nyetablerte å oppnå. På den annen side vil ikke lojalitet ha mye å si, dersom prisene til selskaper med lav kundelojalitet er lavere enn hos de med høy kundelojalitet. Vi velger derfor å ikke vektlegge dette momentet i stor grad.

## **3- Kapitalkrav**

Graden av finansiering som kreves for å entre et marked kan forhindre inngang. Det kreves noen ganger store investeringer over mange år for å komme i gang (Whittington, et.al., 2020, s. 67).

Det kreves en viss kapital for å etablere seg i bransjen. For å kunne starte virksomhet i sportsbransjen kreves det ikke noe mer kapital enn det som er vanlig. Lokaler må skaffes dersom en vil drive fysisk butikk. Et alternativ kan også være å starte opp nettbutikk, noe som koster mye mindre, og som reduserer etableringsbarrierene.

## **4- Lovgivning eller handling fra staten**

Lovmessige inngangsbegrensninger kan variere fra patentbeskyttelser, til markedsregulering, til direkte involvering fra statens side. Dersom slik beskyttelse forsvinner, vil etablerte bli mer sårbare for nye konkurrenter (Whittington, et.al., 2020, s. 67).

Konkurransetilsynet sørger for at det ikke oppstår monopol eller oligopolsituasjoner på markedet, og sørger for effektiv konkurranse, slik at det ikke blir "umulig" for nye aktører å entre markedet. Sammenslåingen mellom Gresvig og Sport 1 ble for eksempel undersøkt av tilsynet, men ble ikke stanset da det ikke ville hindre effektiv konkurranse i betydelig grad.

## **5- Forventet hevn**

Dersom en som vurderer å entre markedet og tror at «hevnen» fra eksisterende firmaer stor, vil dette kunne gjøre inngang kostbart. Hevnen kan ta form som en priskrig eller økt markedsføring. Dette kan virke demotiverende for de som vurderer å starte opp i bransjen.

Sportsbransjen fremstår som kompetitiv, og selskaper som XXL nøler ikke med å utnytte seg av andres feil og svakheter. Bransjen vil derfor fremstå som mindre attraktiv for de som vurderer å entre markedet.

## **Oppsummering- Etableringsbarrierer**

Hvor vanskelig det er å etablere seg i sportsbransjen vil i stor grad avhenge av om en er i stand til å holde kostnadene og prisene lave nok relativt til konkurrentene. At de etablerte innehar stordriftsfordeler og erfaring, bidrar dermed til å forsterke etableringsbarrierene i bransjen. På den annen side kan kundenes prisledd også svekke etableringsbarrierene, ved at lojalitet har mindre å si. Dette innebærer at kunder også vil strømme til nyetablerte, så lenge prisene er lave nok. Kapitalkrav og legale faktorer er heller ikke noe stort hinder for å etablere seg i industrien. Trusselen fra nyetablerte anses likevel som **lav**, da det er utfordrende å etablere seg i en bransje hvor konkurransen allerede er ganske tilspisset.

### 4.2.3 Substitutter

Substitutter er produkter eller tjenester som tilbyr de samme egenskapene og fordelene til en bransjes egne produkter og tjenester, men er ulik av natur. Ledere fokuserer ofte på konkurrenter i egen bransje, og ignorerer trusselen fra substitutter. Substitutter kan redusere etterspørselen for en bestemt type produkter da kunder potensielt kan velge disse som et alternativ. Substitutter setter et tak på prisen som kan tas av bransjen. Det er to viktige poenger å ha i bakhodet når det kommer til substitutter (Whittington, et.al., 2020, s. 69):

1- Effekten av en ekstra bransje er i kjernen av konseptet med substitutter. Substitutter stammer fra utsiden av de etablertes bransje og bør ikke forvirres med trusler fra innsiden av bransjen. Ledere må se på utsiden av bransjen for å vurdere flere trusler og begrensninger. Dersom kjøpers byttekostnad for substitutten er lav, vil trusselen øke.

2- Substituttens pris i forhold til dens kvalitet er kritisk for å vurdere dens trussel. En substitutt er fortsatt en effektiv trussel, så lenge den tilbyr fordeler som kunden verdsetter. Pris er dermed ikke det eneste som betyr noe.

Det er de siste årene blitt en trend å kjøpe treningsklær fra andre virksomheter utenfor sportsbransjen. For eksempel er det mange som kjøper tights og andre typer trening- og fritidsklær fra klesbutikker som Cubus og H&M. Dette bidrar til svekket etterspørsel for aktørene i sportsbransjen.

Videre har en også flere nisjebutikker som fokuserer på en spesifikk type produkt. Disse vil kunne tilby produkter av høyere kvalitet enn sportskjedene, som er mer fokusert på å tilby et bredt aspekt av produkter. Det kan for eksempel være butikker som kun tilbyr produkter innen kategorier som jakt og fiske, sykkel, ski etc. Disse vil også kunne tilby mer spesialkompetanse enn de større sportsbutikkene, og vil derfor utgjøre en trussel.

Til slutt kan treningssentre, skisentre o.l. svekke etterspørselen etter hjemmetreningsutstyr, skiutstyr mv., da dette kan leies eller er tilgjengelig gjennom medlemskap. På den annen side kan flere folk på treningssentre og skisentre o.l., også bidra til økt etterspørsel etter sportsutstyr. På den måten fungerer disse også delvis som komplementære goder. Trusselen fra disse anses derfor ikke som altfor stor.

### **Oppsummering-Substitutter**

Vi anser trusselen fra substitutter som **moderat**. Nisjebutikker utgjør en viss trussel, men vil ikke være i stand til å ta store markedsandeler fra sportsbutikkene som tilbyr et bredt spekter av produkter. Aktører innen klesbransjen forventes å stjele mer av salget av treningsklær, og er nok den største trusselen. Til slutt vil aktivitetssentre samlet sett ikke ha noen særlig negativ effekt på sportsbransjens omsetning, da de positive konsekvensene av at flere ønsker å være fysisk aktive, utjevner de negative effektene.

#### 4.2.4 Kunders forhandlingsmakt

Dersom kjøperne har mye forhandlingsmakt, kan de tvinge frem lave priser eller kostbare forbedringer av produkter eller tjenester. Dette er ofte tilfelle dersom noen få kunder står for store deler av kjøpene, byttekostnadene er lave, eller produktene er lite differensierte (Whittington, et.al., 2020, s. 69).

Sportsbransjen preges av homogene produkter, og mye av konkurransen orienterer seg dermed rundt pris. I nyere tid er det blitt enklere å sammenligne prisene til de ulike aktørenes produkter. I tillegg er det mulig å handle på nett fra utenlandske aktører, noe som forsterker priskonkurransen ytterligere da en har flere tilbydere. Dette bidrar til å gjøre kundenes byttekostnader lavere, og gi dem større forhandlingsmakt. Mange av aktørene tilbyr lavprisgarantier som følge av disse momentene, noe som gjør bransjen mindre lønnsom totalt sett.

Likevel er det ikke slik at én kunde alene har mye makt, da hver enkelt kunde utgjør en ubetydelig del av den totale omsetningen til en aktør. Dette innebærer lavere forhandlingsmakt for kundene.

### **Oppsummering- Kunders forhandlingsmakt**

I og med at kundene har relativt lave byttekostnader som følge av mer transparente markedsforhold, trekker dette i retning av at kundenes forhandlingsmakt er svært høy. Likevel trekkes kundenes forhandlingsmakt noe ned som følge av at hver enkelt kunde ikke har noen særlig påvirkningskraft, da alle kunder er av svært liten størrelse. Vi konkluderer med at trusselen fra kunders forhandlingsmakt er **høy**.

#### 4.2.5 Leverandørers forhandlingsmakt

Leverandører er de som tilbyr organisasjonene det de trenger for å produsere produktet eller tjenesten. Leverandører med høy forhandlingsmakt kan ta høyere priser og dermed redusere bransjens lønnsomhetspotensial. Leverandører har typisk høy forhandlingsmakt når noen få produsenter dominerer, ved høye byttekostnader for aktørene, om leverandørene selv har mulighet til å entre markedet og dersom produktene er differensierte (Whittington, et.al., 2020, s. 70).

I sportsbransjen er det typisk at hver aktør har et stort antall leverandører. XXL får for eksempel inn varemerker fra over 400 leverandører (XXL, 2020). Dette svekker leverandørenes forhandlingsmakt, da det er enklere for detaljistene å velge og vrake tilbud. Enkelte leverandører som for eksempel Nike, Adidas og Puma har samtidig større forhandlingsmakt enn mindre leverandører, da disse er svært ettertraktet av kundene, og kan derfor ta høyere priser for produktene sine.

Vertikal integrering fremover er en annen trussel som kan påvirke sportsbransjens lønnsomhet. Leverandører som blant annet Stormberg, Nike og Sport Outlet har alle egne utsalgssteder og nettbutikker, og anses dermed som direkte konkurrenter til sportsbutikkene, så vel som å være leverandører. Dette vil kunne utgjøre en viss trussel, men det vil likevel være svært vanskelig for disse å konkurrere med aktørene i sportsbransjen som kan tilby et bredt spekter av merkevarer. Vi anser ikke denne trusselen som særlig høy, da det er ganske kostbart for leverandørene å starte opp fysiske butikker over hele landet. Nettbutikkene deres derimot, kan stjele mer marginer fra bransjen i årene som kommer, da netthandelen ser ut til å øke.

### Oppsummering- Leverandørers forhandlingsmakt

Leverandørenes forhandlingsmakt er etter vår oppfatning moderat. På grunn av et stort antall leverandører er det lave byttekostnader for detaljistene, med unntak av de større leverandørene. At flere leverandører driver med nettsalg, vil også kunne utgjøre en viss trussel i kommende år, men vi tror ikke de er kapable til å tilby de samme kvalitetene som fysiske butikker er i stand til. Trusselen fra leverandører regnes derfor som **moderat**.

#### 4.2.6 Porters fem krefter- Konklusjon

Oppsummert kan vi si at sportsbransjens største trussel er den interne rivaliseringen som foregår. Denne sterke konkurransen bidrar til å svekke lønnsomheten, ved at prisene blir presset ned, helt til de med svakest lønnsomhet og soliditet i bransjen ikke greier å henge med og går konkurs. Kunder kan lett sammenligne priser mellom selskapene, som gjør det enklere å bytte mellom butikker og øker fokuset på pris. Kundelojalitet og merkevare vil dermed ha mindre å si. Økt netthandel bidrar til at leverandører, utenlandske aktører og klesbutikker vil stjele flere potensielle kunder og gjøre sportsbransjen mindre attraktiv.

Trussel	Svært lav	Lav	Moderat	Høy	Svært høy
Rivalisering					
Etableringsbarrierer					
Substitutter					
Kunders forhandlingsmakt					
Leverandørers forhandlingsmakt					

Tabell 6: Oppsummering av Porter fem krefter

### 4.3 VRIO-analyse

I dette delkapittelet vil vi identifisere XXL sine ressurser og evner, og vurdere i hvilken grad disse evner å skape konkurransefortrinn. En organisasjons styrker og svakheter vil spille en rolle i hvor godt den utnytter muligheter og er i stand til å stå imot trusler.

Ingen organisasjoner har identiske ressurser og evner. Noen styrker kan være vanskelig for andre å få tak i eller imitere. Det er viktig å danne seg en forståelse over organisasjonene i bransjen for å kunne danne seg en strategi som best mulig skaper en fordel over konkurrentene. Aktørene som har denne evnen, vil være i stand til å oppnå høyere rentabilitet knyttet til driften sin.

Vi vil gå gjennom XXL sine viktigste ressurser og evner, én etter én, og vurdere disse etter vurderingskriteriene i VRIO-rammeverket: Verdifull, sjelden, imiterbar og organisatorisk støttet.

En ressurs/evne er verdifull dersom den er i stand til å skape verdi for kunder, utnytte muligheter og nøytralisere trusler, og ikke skaper kostnader som er ødeleggende for lønnsomheten.

Ressurser/evner er sjeldne dersom de kun innehas av én eller svært få konkurrenter. Verdifulle ressurser vil sannsynligvis ikke skape konkurransefordel dersom resten av konkurrentene også besitter dem.

Sjeldne og verdifulle evner og ressurser vil ofte være et godt utgangspunkt for å oppnå en konkurransefordel, men hvor lenge dette fortrinnet varer kommer an på hvor lett det er for konkurrentene å imitere dem. Fordelen vil fort forsvinne dersom andre kan kopiere den lett. Mer komplekse evner og ressurser vil ofte være vanskeligere å imitere da de inneholder relasjoner mellom aktiviteter, ferdigheter, kunnskap og mennesker både på innsiden og utsiden av organisasjonen.

Til slutt må organisasjonen være organisert på en måte som utnytter dets ressurser og evner fullt ut. Det kreves formelle og uformelle kontrollsystemer som sørger for dette. Noe av konkurransefordelen vil tapes dersom en ikke greier å utnytte verdifulle, sjeldne og ikke-imiterbare ressurser (Whittington et.al., 2020, s. 98-104).

#### 4.3.1 Big Box-konseptet

XXL sin strategi er fokusert på å selge et bredt spekter av produkter til lavere priser enn konkurrentene. Dette innebærer at virksomheten må finne måter å holde kostnadene så lave som mulig, for at de kan operere lønnsomt. Ved hjelp av Big Box-konseptet vil XXL kunne holde kostnadene og prisene sine lave og dermed oppnå sine lønnsomhetsmål.

Varehusene er vanligvis mellom 3000 og 5300 kvadratmeter, og er dermed relativt store i forhold til konkurrentenes lokaler. Totalt sett har XXL 90 butikker per 23.04.2021, hvorav 37 befinner seg i Norge, 29 i Sverige, 17 i Finland, og 7 i Østerrike (XXL ASA, 2021).

Lokalene er delt inn i 7 kategorier, noe som gjør det oversiktlig for kundene når de handler. Det er lett å finne frem til hva en vil ha, og få hjelp av salgsspesialister innen de ulike områdene.

Store varehus tillater også XXL å oppnå stordriftsfordeler, da de kan gjøre store innkjøp til lavere innkjøpspriser. Dette medfører at de kan ta lavere salgspriser, og dermed øke sin markedsandel.

Vi mener XXL sine varehus definitivt er verdifulle, i og med at kunden drar stor nytte av å kunne handle alt innen sport og friluft på ett sted, og at det er såpass enkelt å manøvrere seg rundt i butikken. Big Box-konseptet tillater en mer kostnadseffektiv drift. I tillegg blir det logistiske aspektet ved virksomheten enklere å gjennomføre, sammenlignet med en virksomhet med flere små butikker. Spørsmålet videre blir om ressursen kan sies å være sjelden. Vi ser i dag at selskaper som Intersport i større grad har imitert konseptet. I tillegg drar utenlandske aktører som JD Sports Fashion og Sports Direct en fordel av store varehus. Vi ser dermed på Big-Box konseptet som en ressurs som gir konkurransemessig paritet, da den ikke er sjelden eller vanskelig å imitere.

#### 4.3.2 Innkjøp og logistikk

XXL er i en sterk posisjon til å bygge en omnikanal plattform, hvor varene selges på tvers av flere ulike kanaler. Med sin sømløse logistikk og IT-systemer, i tillegg til sterke leverandørrelasjoner, har XXL en robust struktur som støtter både e-handel og handel i fysiske butikker. Omnikanal-konseptet bidrar til at kundene får høy grad av fleksibilitet når de handler. I 2019 har de forsterket sine kanaler ved å gjøre alle konsernets produkter tilgjengelig i alle butikker. I løpet av året introduserte de også selvbetjening i enkelte butikker, noe som forbedrer kundeopplevelsen og bidrar til lavere kostnader (XXL, 2020).



Videre har XXL netthandelssider for alle land de opererer i. I 2019 bidro netthandel med 16,1 % av totale salgsinntekter. Det er forventet at netthandel vil øke mer i løpet av de neste årene, særlig under COVID-19 pandemien. XXL introduserte også digital prising som oppdaterer priser automatisk slik at de kan holde lavest priser til enhver tid.

XXL kjøper varer både innenfor og utenfor EU. Selskapet har tre sentralvarehus; ett i Oslo som tjener det norske markedet, ett i Ørebro, Sverige, som tjener markedene utenfor Norge og ett som ble nyetablert i 2021 lokalisert i Østerrike. Alle varehusene er robotiserte, som bidrar til at driften blir mer kostnadseffektiv. Det er også utviklet ordrepakking og leveringsprosesser som er tilpasset netthandel. Det er tatt i bruk et algoritmedrevet system som har bidratt til mer effektiv distribuering av varer til varehusene og mer forutsigbarhet for sentralvarehusene. Gode systemer og rutiner knyttet til innkjøp og logistikk er åpenbart en sentral egenskap i sportsbransjen, og XXL sitter dermed på en verdifull ressurs.

Sjeldenheten til XXL sine IT-systemer og logistikk kan sies å være moderat. De fleste konkurrenter har også effektive logistikk-systemer da dette er nødvendig for å operere lønnsomt i bransjen. XXL ser likevel ut til å være et hakk foran en del av konkurransen på dette punktet, og har dermed en liten fordel. Det er samtidig fint mulig for konkurrentene å kopiere XXL sitt oppsett, og ressursen karakteriseres derfor som imiterbar. XXL er også flinke til å utnytte sin organisatoriske kapital, da de blant annet har fått redusert en unødvendig del av varelageret.

#### 4.3.3 Organisasjonskultur

Organisasjonen XXL har en sterk og prestasjonsbasert kultur. Den er basert på opplærte, kompetente, og entusiastiske ansatte som styrker XXL sitt merkevare. Høyt motiverte ansatte blir sett på som essensielt for XXL sin vekst (XXL, 2020).

Det har dog vært tilfeller hvor prestasjonskulturen har vært ute av kontroll. Blant annet ble det fabrikkert salg slik at XXL kunne reklamere med førpris i nye tilbudsaviser. Det hendte i enkelte tilfeller at varehussjef eller én av salgslederne kjøper en vare for så å ta retur på den i etterkant. Det er avdekket flere tilfeller av salgsmånelser og det fremstår som en systematisk trend, forårsaket av en kultur som ser på å vinne som viktigere enn noe annet.

Videre har ledere brukt armhevinger som straff dersom for eksempel ansatte kommer for sent, glemmer ukens salgsmål eller omtaler kundene feil. For noen ansatte kan dette oppleves som ubehagelig, og gjøre XXL til en mindre attraktiv arbeidsgiver. Et annet eksempel på vinnerkulturen er to tilfeller hvor konkurrenter tilbudte produkter til en lavere pris en tiltenkt. Dette utnyttet ansatte i XXL ved å kjøpe varene før konkurrentene fikk rettet opp i prisen og dermed ble påført store tap i salgsmargin.

XXL har nå gått til verks for å rette opp i kulturen, og har blant annet ansatt ny konsernsjef i Pål Wibe og ny Norges-sjef i Stine Trygg-Hauger. I tillegg vil selskapet fremover tildele mer ressurser til HR og kommunikasjonsavdelingen, hvor det nå vil bli gjort flere nye rekrutteringer. Arbeidstilsynet avdekket flere alvorlige brudd på arbeidsmiljøloven, noe som medførte at NAV avsluttet samarbeidet med XXL. Ifølge arbeidstilsynet har XXL nå utbedret det de ble pålagt, og NAV har som følge av dette gjenopprettet samarbeidet. Dette er en god indikasjon på at arbeidsmiljøet er forbedret (Hopland & Wig, 2021).

Organisasjonskulturen er en viktig og verdifull ressurs for XXL, da motiverte og kompetente ansatte kan bidra til å lokke flere kunder over og selge flere varer. Flere av konkurrentene har samtidig også en sterk kultur, og vi vil ikke si at XXL skiller seg sterkt nok ut til at det vil ha en stor effekt på lønnsomhetsforskjeller i bransjen. Ressursen er dermed verken sjelden eller ikke-imiterbar. Til slutt er ressursen godt organisert, da XXL kan plassere spesialister innen ulike områder som følge av varehuskonseptet deres.

#### 4.3.4 Merkevarer

Kundetilfredshet	2020	2019	2018	2017	2016
XXL	69,2	71,7	71,0	71,6	75,6
Sport1	73,1	75,0	71,2	74,2	73,8
Intersport	69,1	68,4	66,6	67,3	68,2
G-Sport		71,7	68,4	71,0	69,1
G-Max			69,7	69,7	70,3

Tabell 7: Oversikt over kundetilfredshet. (Handelshøyskolen BI, 2021)

Kundelojalitet	2020	2019	2018	2017	2016
XXL	79,8	85,3	86,1	84,4	85,4
Sport1	85,4	84,4	82,6	82,4	82,8
Intersport	74,3	72,7	77,2	75,4	73,5
G-Sport		81,5	81,3	80,4	76,4
G-Max			78,1	80,7	78,4

Tabell 8: Oversikt over kundelojalitet. (Handelshøyskolen BI, 2021)

Norsk kundebarometer er en årlig undersøkelse utført av Handelshøyskolen BI som måler kundetilfredshet og kundelojalitet blant norske bedrifter. Et resultat på over 80 indikerer begeistring overfor bedriften, mens de med en score under 60, har klart misfornøyde kunder. Tabellen viser en fallende trend i både kundetilfredshet og lojalitet blant kunder hos XXL. Ingen av konkurrentene i sportsbransjen opplever noen betydelig nedgang, og Sport1 kommer best ut av undersøkelsen både når det kommer til lojalitet og tilfredshet. Det er verdt å merke seg nedgangen i kundelojalitet fra 85,3 i 2019 til 79,8 i 2020, og nedgangen i tilfredshet fra 75,6 i 2016 til 71,6 i 2017 (Handelshøyskolen BI, 2021).

Negative medieomslag som sakene nevnt under delkapittel 4.3.3, «organisasjonskultur», kan selvsagt ha vært med på å påvirke kundenes syn på XXL, og dermed også resultatet fra undersøkelsen. Den kan indikere at disse hendelsene har svekket XXL sin merkevare.

Merkevaren til XXL er verdifull, men skiller seg ikke fra konkurrentene. Når det kommer til kundetilfredshet, har XXL forbedringspotensial. Selskapet er kanskje det mest kjente og største navnet innen sportsindustrien i Norge, men i utlandet må de konkurrere med større aktører som JD Sports Fashion og Sports Direct. Målt opp imot disse vil vi si at XXL har en konkurranseulempe, da det er svært krevende å opparbeide seg et tilsvarende omdømme.

#### 4.3.5 VRIO- Konklusjon

Kort oppsummert kan en si at XXL har en liten ulempe i forhold til de komparative selskapene. Selskapet har gode systemer og rutiner knyttet til innkjøp og logistikk, men har noe å gå på når det kommer til merkevare. Skal selskapet etablere seg i utlandet, vil det måtte bruke tid og kostnader på merkevarebygging for å kunne konkurrere effektivt mot Sports Direct og JD Sports Fashion.

Ut ifra analysen kan en forvente at XXL oppnår en noe lavere rentabilitet sammenlignet med de komparative selskapene. Vi vil bekrefte/avkrefte denne hypotesen i kapittel 9, hvor vi sammenligner lønnsomheten til XXL med andre selskaper innen bransjen.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert/Utnyttet	Konkurransemessige implikasjoner
Big Box	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet
Innkjøp og logistikk	Ja	Delvis	Nei	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Organisasjonskultur	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet
Merkevare	Ja	Nei	Ja	Ja	Konkurransulempe

Tabell 9: Oppsummering VRIO-analyse

#### 4.4 SWOT-analyse

Vi vil i denne del oppsummere XXL sine styrker og svakheter og hvordan disse bidrar til en konkurransefordel/ulempe når en ser de opp imot mulighetene og truslene som omgir seg rundt selskapet. VRIO-analysen er den interne analysen som utgjør utgangspunktet for å vurdere selskapet sine styrker og svakheter. Den eksterne analysen er bestående av både PESTEL-analysen av makroomgivelsene og vurderingen av Porters fem krefter. Disse gir en indikasjon på XXLs muligheter og trusler fremover i tid.

<p><b>Styrker</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Big Box konseptet</li> <li>Omnikanal strategi</li> <li>IT-systemer</li> <li>Stordriftsfordeler</li> <li>Ledelse og kultur</li> </ul>	<p><b>Svakheter</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Problemer knyttet til varelager</li> <li>Svakere merkevare enn større aktører</li> <li>Ingen varige fortrinn</li> <li>Mindre spesialisert enn nisjebutikker</li> </ul>
<p><b>Muligheter</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Økt netthandel</li> <li>Ekspansjon til nye land</li> <li>Teknologisk utvikling</li> <li>Trend å være fysisk aktiv</li> </ul>	<p><b>Trusler</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Leverandører selger egne produkter</li> <li>Klimaendringer</li> <li>Andre bransjer stjeler omsetning</li> <li>Sterk priskonkurranse vil svekke marginer</li> <li>Økonomiske fremtidsutsikter</li> </ul>

Figur 11: SWOT-analyse oversikt

Det foreligger flere muligheter som XXL bør utnytte for å kunne henge med resten av konkurransen i de kommende år. Særlig den økte graden av netthandel og den teknologiske utviklingen bør følges med på. Videre vil trenden med å være i fysisk aktivitet sannsynligvis

gjøre sportsbransjen mer attraktiv. XXL bør fange opp nye trender (som for eksempel frisbeegolf), for å fange opp alle potensielle kunder. Til slutt har XXL muligheten til å vokse enda mer, ved å etablere seg i nye land, som de gjorde i Østerrike.

Videre er den intensive konkurransen mellom aktørene i sportsbransjen en stor trussel for XXL sin lønnsomhet. Aktører utenfor bransjen, i tillegg til leverandører, vil også kunne komme inn i bildet og stjele noe av sportsbransjens omsetning. På lengre sikt vil endringer i klimaet, potensielt kunne endre forbruket til befolkningen, for eksempel ved at det blir kjøpt mindre utstyr til vintersport, dersom en får mindre snø fremover.

De største styrkene til XXL er omnikanal strategien deres hvor de har robotiserte sentralvarehus som kan fraktes effektivt til varehusene hvor produktene selges. Store varehus tillater de også å oppnå stordriftsfordeler som igjen tillater dem å holde prisene lave og dermed stå imot priskonkurransen. Videre har det vært utskiftninger i ledelsen det siste året, og det kan se ut til at det er blitt gjennomført noen positive endringer allerede, som nedkutting av varelager, og nytt sentralvarehus i Østerrike.

XXL virker ikke å ha noen varige fortrinn, og vil dermed fort miste de fordelene de har til konkurrenter. De har også hatt problemer knyttet til vurdering av varelagerstørrelse tidligere, men med forbedring av teknologi og ny ledelse kan denne svakheten bli til en styrke de neste årene. Videre har selskapet en mindre kjent merkevare enn de største aktørene, sett i europeisk sammenheng, noe som vil gjøre det mer utfordrende å ekspandere til nye land.

Selv om strategisk analyse og videre regnskapsanalyse bruker børsnoterte utenlandske aktører som sammenligningsgrunnlag, er det verdt å nevne at disse per dags dato ikke anses som XXL sine hovedkonkurrenter, da det meste av omsetning stammer fra det skandinaviske marked. Selv om vi kommer frem til at XXL har en strategisk ulempe, og om dette bekreftes gjennom lønnsomhetsanalysen, vil det dermed være rasjonelt å ikke vektlegge de andre børsnoterte selskapene i like stor grad som hovedkonkurrentene når vi skal vurdere XXL sine fremtidige inntjeninger under den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11.

## 5. Regnskapsanalyse

I dette kapitlet skal vi utføre en regnskapsanalyse av XXL og utvalgte komparative selskaper som vi mener er gode objekter til bruk i sammenligningen med XXL. Ved å gjøre en regnskapsanalyse vil en «avdekke og klargjøre underliggende økonomiske forhold» (Knivsflå, F3, 2019, s. 5). Vi vil dermed få innsikt i historiske regnskapstall, som vil danne et grunnlag for å predikere fremtiden til XXL. I kombinasjon med den strategiske analysen og regnskapsanalysen vil det danne utgangspunktet for videre analyser av fremtiden.

### 5.1. Rammeverk for regnskapsanalyse

Vi har valgt å benytte oss av rammeverket til Knivsflå for gjennomføring av regnskapsanalysen (Knivsflå, F3, 2019, s. 2). Rammeverket består av fire trinn hvor første trinn er «trailing» av regnskapet, deretter omgrupperes både resultatet og balanseregnskapet. Etter dette gjøres det en analyse og justering av målefeil, og til slutt en analyse av forholdstall. Vi har tilgang på de faktiske regnskapstallene fra 2020, og dermed vil ikke trinn 1 være nødvendig for vår del. Omgruppering av regnskapet vil gjennomføres i delkapittel 5.3, mens analyse og justering av målefeil gjennomgås i delkapittel 5.4. Forholdsanalysen består av både en risikoanalyse (kapittel 7), beregning av avkastningskrav (kapittel 7), og en lønnsomhetsanalyse (kapittel 8).

Under vil vi gjøre rede for analyseperspektiv, analysenivå, analyseperiode og valg av komparative selskaper.

#### 5.1.1. Analyseperspektiv

En bruker av et regnskap kan være mange; kreditorer, skattemyndighetene, kunder, leverandører og investorer kan alle ha interesse av et regnskap. En kreditor vil bruke regnskapet til å undersøke om det er sannsynlig at utlånet blir innfridd i fremtiden, mens en investor vil bruke regnskapet til å vurdere om verdien i selskapet vil stige og at det vil gi fremtidige positive kontantstrømmer. Majoriteten av regnskapene i Norge i dag vil føres etter NGRS og IFRS som har et mer kreditororientert syn på regnskapet. I denne oppgaven ønsker vi å gjennomføre analysen sett fra en investors perspektiv. Dette innebærer at fokuset vil være å finne nettoverdien i selskapet (Knivsflå, F3, 2019, s. 11).

### 5.1.2. Analysenivå

Et selskap kan bestå av ett eller flere forretningsområder. Hvis et selskap har flere forretningsområder, burde selskapet analyseres separat og ikke samlet (Knivsflå, F3, 2019, s. 21). Det kan også være vanskelig å fremskaffe relevant informasjon ved en separat analyse. Dersom en velger å analysere regnskapet samlet sett, må det tas stilling til om det er morselskapet eller konsernet som skal benyttes (Knivsflå, F3, 2019, s. 23). Hvis en velger å analysere morselskapet, blir inntekten fra datterselskapene regnskapsført som netto investering. Dermed får vi ingen informasjon om salgsinntekter, varekostnader, lønnskostnader og lignende fra selve driften. Konsernregnskapet viser derimot virksomheten sett under ett, fratrukket for eventuelle interne transaksjoner mellom selskapene internt.

XXL har kun sitt virksomhetsområde innenfor sportsbransjen, og det blir derfor naturlig å analysere regnskapet samlet sett. I og med at et konsernregnskap gir en bedre fremstilling av virksomheten og hvor inntekter og kostnader oppstår, velger vi å analysere dette fremfor morregnskapet.

### 5.1.3. Analyseperiode

Valg av analyseperiode vil basere seg på stabiliteten til selskapet. Hos et stabilt selskap, er det mest hensiktsmessig å bruke en lang analyseperiode, på for eksempel 10 år. For et selskap med en ustabil utvikling, benyttes det en kortere periode, for eksempel 4 år (Knivsflå, F3, 2019, s. 25). XXL har hatt en voldsom vekst siden oppstarten, noe som er et argument for å velge en kortere periode. Samtidig har det vært flere år med gode og stabile tall de siste årene. Vi velger derfor en mellomting, med en analyseperiode på seks år for XXL fra 2015 til og med 2020. Vi ville inkludere 2020 med i analysen grunnet det spesielle året med pandemien som for alvor oppsto i mars 2020. For de utvalgte komparative selskapene har vi valgt å gjøre analysen over en femårsperiode fra 2015 til og med 2019, grunnet praktiske årsaker når det gjelder forskjellige presentasjonstidspunkter for årsrapporten 2020.

### 5.1.4. Komparative selskaper

For å få gode estimater og sammenligningsmateriale er det nødvendig å analysere konkurrenter i samme bransje som XXL. Dette danner et bransjegjennomsnitt som vil bli brukt som en målestokk for videre bruk i analysen (Knivsflå, F3, 2019, s. 27). Det beste hadde vært å analysere absolutt alle konkurrenter i en bransje for å få en best mulig sammenligning, men av

praktiske årsaker er ikke dette gjennomførbart. Derfor har vi valgt oss ut seks selskaper som skal analyseres og inkluderes i den komparative analysen. De aller fleste av konkurrentene til XXL er ikke børsnotert, noe som kan føre til at sammenligningen blir vanskeligere.

Vi har valgt følgende selskaper: Sport 1 Gruppen AS, Stadion AS, Stadium AB, JD Sports Fashion plc og Sports Direct International plc.

Sport 1 er en sportskjede i Norge med i overkant av 200 butikker, inkludert såkalte ekspertbutikker som er spesialiserte innenfor et bestemt fagfelt (Sport 1, u.d.). Det fokuseres mest på ski, løp, sykkel og friluft. I 2019 omsatte de for ca. 1,7 milliarder NOK, med et årsresultat etter skatt på ca. 52 millioner NOK.

Stadion AS er en medlemsorganisasjon for lokale og privateide sportsbutikker over hele Norge. Organisasjonen leverer fellestjenester som innkjøp, lager, handelsportal, markedsføring, regnskap og administrativt arbeid. Stadion AS er eid av sine medlemsbutikker (Stadion, u.d.). Regnskapstallene for Stadion kommer fra verdiskapningen de gjør med å tilby fellestjenestene. Vi finner det likevel relevant å inkludere dette i analysen da vi mener Stadion er en reell konkurrent til XXL da Stadion importerer og selger varer av store kvantum som en slags stordrift. Regnskapstallene til Sport 1 Gruppen AS og Stadion AS er hentet fra Proff Forvalt (Proff Forvalt, u.d.).

Stadium AB er en svensk sportskjede som har ca. 180 fysiske butikker, samt en tilhørende nettbutikk. Dette er nok en av de komparative selskapene som har flest likhetstrekk med XXL. De har et bredt utvalg innenfor de aller fleste sportene, både utstyr og tilhørende klær. I 2019 omsatte de for ca. 6,1 milliarder SEK (Stadium AB, u.d.). Regnskapstallene er hentet fra den svenske nettsiden [hitta.se](http://hitta.se) (Hitta.se, u.d.).

JD Sports Fashion plc er en britisk børsnotert sportskjede som primært driver sin virksomhet innenfor klær og sko. JD Group har i 2021 over 2600 butikker spredt i Europa, USA, Asia og Australia, inkludert nettbutikk med en total omsetning på ca. 6,1 milliarder GBP i 2019. JD Sports Fashion har et normalt regnskapsår som starter ved begynnelse av februar hvert år. Med hensyn til relevansen har vi valgt å bruke tall fra 2020 rapporten som 2019 tall i vår analyse, osv. (JD Group, u.d.).



Sports Direct plc er en britisk børsnotert sportskjede som har sitt virksomhetsområde innenfor de aller fleste sporter, typisk britiske sporter, inkludert klær og sko. Sports Direct har mange likhetstrekk med XXL når det gjelder deres strategi om et bredt utvalg til lave priser. Regnskapsperioden til Sports Direct er fra april 2019 til april 2020, slik at vi har valgt å bruke tall fra den perioden i våre analyser for kalenderåret 2019 (Sport Direct, 2020).

## 5.2 Presentasjon av regnskapstall

Alle regnskapstall er hentet direkte fra årsrapporter presentert av XXL fra 2015-2020 (tall i tusen).

Resultatregnskap	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	6 486 000	7 813 000	8 709 000	9 475 000	8 992 000	10 423 000
Andre driftsinntekter	1 000	0	0	0		0
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>6 487 000</b>	<b>7 813 000</b>	<b>8 709 000</b>	<b>9 475 000</b>	<b>8 992 000</b>	<b>10 423 000</b>
Varekostnader	3 908 000	4 694 000	5 265 000	5 938 000	5 934 000	6 519 000
Lønnskostnader	991 000	1 240 000	1 416 000	1 615 000	1 652 000	1 863 000
Avskrivning og nedskrivning	91 000	127 000	159 000	189 000	692 000	753 000
Andre driftskostnader	863 000	1 055 000	1 201 000	1 380 000	916 000	924 000
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>5 853 000</b>	<b>7 116 000</b>	<b>8 041 000</b>	<b>9 122 000</b>	<b>9 194 000</b>	<b>10 059 000</b>
<b>Driftsresultat</b>	<b>634 000</b>	<b>697 000</b>	<b>668 000</b>	<b>352 000</b>	<b>-201 000</b>	<b>364 000</b>
Renteinntekter	1 000	1 000	2 000	1 000	1 000	0
Andre finansinntekter	141 000	365 000	725 000	0	0	5 000
<b>Sum finansinntekter</b>	<b>142 000</b>	<b>366 000</b>	<b>727 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>5 000</b>
Rentekostnader	49 000	27 000	42 000	43 000	168 000	136 000
Andre finanskostnader	121 000	394 000	726 000	16 000	16 000	41 000
<b>Sum finanskostnader</b>	<b>170 000</b>	<b>421 000</b>	<b>768 000</b>	<b>59 000</b>	<b>184 000</b>	<b>177 000</b>
<b>Netto finansposter</b>	<b>-28 000</b>	<b>-55 000</b>	<b>-42 000</b>	<b>-57 000</b>	<b>-183 000</b>	<b>-172 000</b>
<b>Ordinært resultat før skatt</b>	<b>606 000</b>	<b>642 000</b>	<b>626 000</b>	<b>295 000</b>	<b>-384 000</b>	<b>191 000</b>
Skattekostnad ordinært resultat	179 000	126 000	114 000	58 000	-57 000	66 000
<b>Årsresultat</b>	<b>427 000</b>	<b>516 000</b>	<b>512 000</b>	<b>237 000</b>	<b>-327 000</b>	<b>126 000</b>
Ekstraordinære poster	0	3 000	4 000	9 000	-26 000	22 000
<b>Totalresultat for perioden</b>	<b>427 000</b>	<b>518 000</b>	<b>516 000</b>	<b>246 000</b>	<b>-353 000</b>	<b>148 000</b>

Tabell 10: Resultatregnskap 2015-2020 XXL.

Balanse	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Eiendeler						
Konseptutvikling	191 000	195 000	199 000	198 000	194 000	194 000
Egenutviklet programvare	24 000	47 000	43 000	41 000	47 000	50 000
Programvare	10 000	10 000	12 000	12 000	12 000	14 000
Utsatt skattefordel			6 000	0	27 000	18 000
Goodwill	2 734 000	2 734 000	2 734 000	2 734 000	2 744 000	2 744 000
Sum immaterielle eiendeler	2 959 000	2 987 000	2 994 000	2 985 000	3 024 000	3 019 000
Anlegg under produksjon	8 000	5 000	7 000	4 000	15 000	18 000
Maskiner og driftsløsøre	54 000	52 000	105 000	75 000	62 000	59 000
Tomter og fast eiendom	8 000	8 000	7 000	24 000	23 000	22 000
Transportmidler	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Bygningsfast inventar	499 000	615 000	737 000	804 000	755 000	739 000
Rettigheter knyttet til leasing					2 827 000	2 569 000
Sum varige driftsmidler	570 000	681 000	857 000	909 000	3 683 000	3 408 000
Lån tilknyttet selskap	0	0	0	0	0	0
Andre investeringer	0	2 000	4 000	9 000	0	0
Sum finansielle eiendeler	0	2 000	4 000	9 000	0	0
Sum anleggsmidler	3 529 000	3 670 000	3 855 000	3 903 000	6 706 000	6 427 000
Varelager	1 928 000	2 610 000	3 152 000	3 211 000	2 843 000	1 835 000
Kundefordringer	78 000	186 000	180 000	258 000	153 000	166 000
Andre fordringer	217 000	91 000	195 000	96 000	107 000	118 000
Bankinnskudd, kontanter og lignende	87 000	115 000	314 000	194 000	433 000	830 000
Sum omløpsmidler	2 310 000	3 003 000	3 840 000	3 759 000	3 536 000	2 949 000
<b>Sum eiendeler</b>	<b>5 839 000</b>	<b>6 673 000</b>	<b>7 695 000</b>	<b>7 662 000</b>	<b>10 242 000</b>	<b>9 375 000</b>

Tabell 11: Balanseregnskap (eiendeler) 2015-2020.

<b>Egenkapital og gjeld</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Askjekapital	48 000	38 000	55 000	56 000	66 000	102 000
Overkursfond	2 838 000	2 848 000	2 829 000	2 734 000	3 293 000	3 640 000
Minoritetsinteresser						26 000
Sum innskutt egenkapital	2 886 000	2 887 000	2 885 000	2 790 000	3 359 000	3 768 000
Annen egenkapital	480 000	721 000	961 000	920 000	467 000	417 000
Sum opptjent egenkapital	480 000	721 000	961 000	920 000	467 000	417 000
Sum egenkapital	3 366 000	3 608 000	3 846 000	3 710 000	3 826 000	4 185 000
<b>Gjeld</b>						
Utsatt skatt	61 000	51 000	42 000	41 000	9 000	3 000
Sum avsetninger til forpliktelser	61 000	51 000	42 000	41 000	9 000	3 000
Langsiktig gjeld	1 116 000	1 051 000	1 089 000	1 081 000	767 000	483 000
Annen langsiktig gjeld					2 428 000	2 180 000
Sum langsiktig gjeld	1 177 000	1 102 000	1 089 000	1 081 000	3 195 000	2 663 000
Leverandørgjeld	578 000	639 000	842 000	861 000	980 000	532 000
Gjeld knyttet til leasing					553 000	593 000
Kortsiktig gjeld	8 000	563 000	916 000	994 000	889 000	418 000
Betalbar skatt	193 000	123 000	143 000	53 000	0	16 000
Skyldige offentlige avgifter	228 000	255 000	326 000	385 000	385 000	391 000
Annen kortsiktig gjeld	289 000	383 000	491 000	538 000	405 000	574 000
Sum kortsiktig gjeld	1 296 000	1 963 000	2 718 000	2 831 000	3 212 000	2 524 000
Sum gjeld	2 473 000	3 065 000	3 849 000	3 953 000	6 416 000	5 190 000
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>5 839 000</b>	<b>6 673 000</b>	<b>7 695 000</b>	<b>7 662 000</b>	<b>10 242 000</b>	<b>9 375 000</b>

Tabell 12: Balanse (EK og gjeld) 2015-2020.

### 5.3 Omgruppering

Formålet med å omgruppere et regnskap er «å skreddersy regnskapsoppstillingene for analyse» (Knivsflå, F4, 2019, s. 4). Ved så å skille drifts- og finansieringsaktiviteter får vi undersøkt hva selve driften i selskapet generer av verdier, samt får en skilt mellom normale og unormale poster i regnskapet (Knivsflå, F3, 2019, s. 33).

#### 5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Vi velger å bruke metoden til Knivsflå som er en trinnvis modell for å omgruppere resultatregnskapet (Knivsflå, F4, 2019, s. 11). Formålet med å omgruppere resultatregnskapet er å gjøre det klar til videre analyse. Omgrupperingen består av følgende trinn:

1. Identifisere det fullstendige nettoresultatet
2. Fordele det fullstendige nettoresultatet slik at alle kapitaler i balansen får sitt resultat før skatt
3. Identifisere normale og unormale poster i drift, finans og skatt
4. Fordele skattekostnaden på alle resultatene

Til slutt vil vi presentere det komplette omgrupperte resultatregnskapet.

#### 5.3.1.1 Trinn 1: Identifisere det fullstendige nettoresultatet

Formålet med trinn 1 er å finne det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen. Formelen for å finne det fullstendige nettoresultat beregnes slik: Rapportert årsresultat (RES) + annet fullstendig resultat (AFR) + dirty surplus (DSP).

Annet fullstendig resultat oppstår når selskapet regnskapsføres etter IFRS, og blir også bemerket som «other comprehensive income». I henhold til IAS 1.88 skal et foretak innregne alle inntekter og kostnader inn i periodens resultat, med mindre IFRS krever eller tillater noe annet. Unntaket skal rapporteres under «other comprehensive income».

I henhold til kongruensprinsippet i regnskapsloven § 4-3 skal alle inntekter og kostnader resultatføres (Regnskapsloven, 1999). Ved et eventuelt brudd på kongruensprinsippet eller ved en prinsippending skal dette føres direkte mot egenkapitalen. Dette bruddet kalles for «dirty surplus». Som regel oppstår ikke dette, men det finnes likevel eksempler på slike brudd. XXL fører regnskapet etter IFRS, hvor det vanligvis ikke vil oppstå dirty surplus da dette føres under «OCI».

Trinn 1: Finne fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
Årsresultat	427 000	516 000	512 000	237 000	-327 000	126 000
(+) Annen fullstendig resultat	1 000	3 000	4 000	9 000	-26 000	22 000
<b>(=) Totalresultat</b>	<b>428 000</b>	<b>519 000</b>	<b>516 000</b>	<b>246 000</b>	<b>-353 000</b>	<b>148 000</b>
(+) Dirty surplus						
<b>(=) Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>428 000</b>	<b>519 000</b>	<b>516 000</b>	<b>246 000</b>	<b>-353 000</b>	<b>148 000</b>

Tabell 13: Trinn 1: Finne fullstendig nettoresultat til egenkapitalen (Tall i tusen)

#### 5.3.1.2 Trinn 2: Fordele det fullstendige nettoresultatet

I dette trinnet skal vi fordele det identifiserte fullstendige nettoresultatet slik at alle kapitalene i balansen presenteres som resultat før skatt. Det fullstendige nettoresultatet skal fordeles utover til driftsresultat, finansinntekt, resultat til EK, minoritetsresultat og finanskostnad. Videre må vi vurdere hvilke transaksjoner som kan knyttes opp mot driften og hvilke som kan knyttes til finansaktiviteter.

XXL ASA eier alle sine datterselskaper 100%, slik at posten «resultat fra driftstilknyttet virksomhet», settes til null.

Annet fullstendig resultat omfatter valutatap og -gevinst. Vi velger å anse endring i valutakurser som en finansiell regnskapspost, dermed holder vi denne posten utenfor driften.

Driftsrelaterte poster	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	6 487 000	7 813 000	8 709 000	9 475 000	8 992 000	10 423 000
(-) Driftskostnader	5 853 000	7 116 000	8 041 000	9 122 000	9 194 000	10 059 000
<b>(=) Driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>634 000</b>	<b>697 000</b>	<b>668 000</b>	<b>353 000</b>	<b>-202 000</b>	<b>364 000</b>
(+) Resultat fra driftstilknyttet virksomhet						
(+) Driftsrelatert annet fullstendig resultat						
(+) Driftsrelatert Dirty Surplus						
<b>(=) Fullstendig driftsresultat før skatt</b>	<b>634 000</b>	<b>697 000</b>	<b>668 000</b>	<b>353 000</b>	<b>-202 000</b>	<b>364 000</b>

Tabell 14: Driftsrelaterte poster (Tall i tusen)

Finansrelaterte poster	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Finansinntekter	142 000	366 000	727 000	1 000	1 000	5 000
(-) Finanskostnader	170 000	421 000	768 000	58 000	184 000	177 000
(+) Resultat fra diskontinuerlig virksomhet						
(+) Finansielt annet fullstendig resultat (AFR)	1 000	3 000	4 000	9 000	-26 000	22 000
(+) Finansielt Dirty Surplus						
<b>(=) Fullstendig finansresultat før skatt</b>	<b>-27 000</b>	<b>-52 000</b>	<b>-37 000</b>	<b>-48 000</b>	<b>-209 000</b>	<b>-150 000</b>

Tabell 15: Finansrelaterte poster (Tall i tusen)

### 5.3.1.3 Trinn 3: Skille ut unormale poster fra drift, finans og skatt

I dette trinnet skal det identifiseres normale poster. Dette innebærer poster som forventes å gjenta seg hvert år fremover. En unormal post vil omfatte engangshendelser som ikke er forventet å repetere seg.

#### Normale poster:

Normale poster i XXL sin virksomhet innenfor driften er driftsinntekter, varekostnader, avskrivninger, lønnskostnader og andre driftskostnader. Finansrelaterte poster er i dette tilfelle rentekostnader og -inntekter samt utbytte.

#### Driftsinntekter:

Denne posten omfatter salgsinntekter fra varesalg og annen driftsinntekt. Salgsinntekter er en gjentakende post som er å anse som normal. Andre driftsinntekter er ikke spesifisert i årsrapporten. Denne posten er kun oppført i årsrapporten for 2015 på kr 1 000 000. Det oppfyller kravet til en unormal post, men beløpsstørrelsen er å anse som uvesentlig

sammenlignet med beløpsstørrelsene i resten av regnskapet, slik at vi velger å anse dette som en normal post.

**Varekostnad og avskrivninger:**

Varekostnad omfatter innkjøp av varer som skal selges i virksomheten. Avskrivninger tilknyttet til varelageret kan være ukurans, som vil si at det ikke lenger er mulig å selge til fullpris. Dette kan være varer som har blitt ødelagt, ikke fungerer eller at det har kommet en nyere modell av samme vare. Vi anser denne posten som normal.

**Lønnskostnader:**

Lønnskostnadene har vært stabile og det er en nødvendig utgift som naturlig tilhører den daglige driften. Det kan likevel oppstå store engangsposter i form av sluttpakker eller lignende ved store oppsigelser. Vi anser lønnskostnader som normale.

**Andre driftskostnader:**

Andre driftskostnader består av leasing, markedsføring og diverse andre kostnader. Leasing og markedsføringsutgifter anses å være normale. Vi får oppgitt i notene at diverse andre kostnader inneholder IT-lisenser, vedlikehold, advokat/rådgivning og diverse annet. Vi velger å anse andre driftskostnader i sin helhet som normale utgifter.

**Renteinntekt og -kostnad:**

I notene får vi lite informasjon om renteinntektene da denne er spesifisert som «annen finansiell inntekt». Rentekostnader er kostnader tilknyttet til banklån. Dermed anser vi disse som normale.

**Skattekostnad:**

I notene får vi opplyst skattekostnaden til de ulike landene XXL har virksomhet i, samt et skjema for midlertidligere forskjeller. Dette anser vi som normale poster.

**Unormale driftsrelaterte poster:**

Per årsrapport fra 2020 er det ingen unormale poster.

En unormal post vil være poster som ikke er en gjentakende kostnad eller inntekt (Kvinsflå, F4, 2019, s. 44). For eksempel er salg av en eiendel eller restruktureringskostnader en unormal post. Det er ingen unormale poster knyttet til driften i regnskapet til XXL. I metoden til Knivsflå skal OCI og Dirty Surplus oppføres som en unormal post, uavhengig om det gjelder driften eller finans.

### Annen finansrelatert aktivitet:

Annen finansinntekt og finanskostnad som gjelder valutagevinst eller tap skal etter metoden til Knivsflå klassifiseres som unormale poster. Regnskapsposten vil variere i samsvar med valutasingningene og er dermed vanskelig å vurdere i et budsjett og i fremtidsprognoser. Valutatap og -gevinst føres direkte mot egenkapitalen, slik at denne posten anses som unormal.

Driftsrelatert	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	6 487 000	7 813 000	8 709 000	9 475 000	8 992 000	10 423 000
(-) Varekostnader	3 908 000	4 694 000	5 265 000	5 938 000	5 934 000	6 519 000
(-) Lønnskostnader	991 000	1 240 000	1 416 000	1 615 000	1 652 000	1 863 000
(-) Avskrivninger	91 000	127 000	159 000	189 000	692 000	753 000
(-) Andre driftkostnader	863 000	1 055 000	1 201 000	1 380 000	916 000	924 000
<b>(=) Normalisert driftsresultat før skatt</b>	<b>634 000</b>	<b>697 000</b>	<b>668 000</b>	<b>353 000</b>	<b>-202 000</b>	<b>364 000</b>

Dirty Surplus	0	0	0	0	0	0
Driftsrelatert annet fullstendig resultat (AFR)	0	0	0	0	0	0
<b>(=) Unormalt driftsresultat før skatt</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Tabell 16: Normale og unormale driftsrelaterte poster (Tall i tusen)

Finansrelatert	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Renteinntekter	1 000	1 000	2 000	1 000	1 000	0
(-) Rentekostnader	49 000	27 000	42 000	43 000	168 000	136 000
<b>(=) Normalisert finansresultat før skatt</b>	<b>-48 000</b>	<b>-26 000</b>	<b>-40 000</b>	<b>-42 000</b>	<b>-167 000</b>	<b>-136 000</b>
Andre finansinntekter	141 000	365 000	725 000	0	0	5 000
(-) Andre finanskostnader	121 000	394 000	726 000	16 000	16 000	41 000
<b>(+) Finansielt annet fullstendig resultat</b>	<b>0</b>	<b>3 000</b>	<b>4 000</b>	<b>9 000</b>	<b>-26 000</b>	<b>22 000</b>
<b>(+) Finansielt Dirty Surplus</b>						
<b>(=) Unormalt finansresultat før skatt</b>	<b>20 000</b>	<b>-26 000</b>	<b>3 000</b>	<b>-7 000</b>	<b>-42 000</b>	<b>-14 000</b>

Tabell 17: Normale og unormale finansrelaterte poster (Tall i tusen)

#### 5.3.1.4 Trinn 4: Fordele skattekostnaden på alle resultatene

I dette trinnet skal vi fordele skattekostnaden på alle de forskjellige resultatene. Grunnlaget for skattekostnaden er den rapporterte skattekostnaden (Kvinsflå, F4, 2019, s. 59). Selskapskatten i Norge har ikke vært konstant, slik at vi må bruke de ulike satsene med tilhørende periode. Satsene var 27% i 2015, 25% i 2016, 24% i 2017, 23% i 2018, 22% i 2019 og 22% i 2020. I første omgang vil vi identifisere skatten på finansresultatet og til slutt for driftsresultatet.

### Finansresultat:

Våre funn i regnskapet er at finansinntekter og finanskostnader i all hovedsak består av inntekter og kostnader knyttet til bankinnskudd og gjeld. En «tommelfingerregel» for å beregne «fiss» (finansinntektsskattesats) er å ta 2/3 av selskapsskattesatsen for å finne den effektive finansinntektsskattesatsen (Knivsflå, F4, 2019, s. 64). Denne «tommelfingerregelen» benyttes da satsen ikke kan beregnes nøyaktig. Satsen for 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 og 2020 blir henholdsvis 18%, 16,7%, 16%, 15,3%, 14,7% og 14,7%.

Skattekostnaden i finansinntekt og finanskostnaden fordeler seg følgende:

Finansresultat	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Finansinntekter	1 000	1 000	2 000	1 000	1 000	0
(-) Finansinntektsskatt	180	167	320	153	147	0
<b>(=) Netto finansinntekter</b>	<b>820</b>	<b>833</b>	<b>1 680</b>	<b>847</b>	<b>853</b>	<b>0</b>
Finanskostnader	49 000	27 000	42 000	43 000	168 000	136 000
(-) Finanskostnadsskatt	13 230	6 750	10 080	9 890	36 960	29 920
<b>(=) Netto finanskostnader</b>	<b>35 770</b>	<b>20 250</b>	<b>31 920</b>	<b>33 110</b>	<b>131 040</b>	<b>106 080</b>
Unormale finansinntekter	141 000	365 000	725 000	0	0	5 000
(-) Unormale finanskostnader	121 000	394 000	726 000	16 000	16 000	41 000
<b>(=) Unormalt finansresultat</b>	<b>20 000</b>	<b>-29 000</b>	<b>-1 000</b>	<b>-16 000</b>	<b>-16 000</b>	<b>-36 000</b>
(-) Skatt på unormalt finansresultat	3 600	-4 843	-160	-2 448	-2 352	-5 292
(+) Finansielt annet fullstendig resultat (OCI)	0	3 000	4 000	9 000	-26 000	22 000
(+) Finansielt Dirty Surplus						
<b>(=) Unormalt netto finansresultat</b>	<b>16 400</b>	<b>-21 157</b>	<b>3 160</b>	<b>-4 552</b>	<b>-39 648</b>	<b>-8 708</b>

Tabell 18: Normale netto finansinntekter og finanskostnader og unormalt brutto og netto finansresultat (Tall i tusen)

### Driftsresultat:

Det må beregnes en skattesats som er tilpasset skatt på driftsresultatet. Beregningen gjøres ved hjelp av to formler, hvor den første formelen ser slik ut (Knivsflå, F4, 2019, s.70):

$$dss = \frac{NSK - fiss * FI - ufrss * UFR + fkss * FK}{DR + UDR}$$

Forkortelser:

- DSS = Driftsskattesats
- NSK = Rapportert skattekostnad (SK) – unormal skattekostnad (USK)
- FI = Normale finansinntekter har normal skattesats fiss.
- UFR = Unormalt finansresultat (= UFI – UFK) har skattesats ufrss
- FK = Normale finanskostnader har normal skattesats fkss
- DR = Normalt driftsresultat (= DI – DK)
- UDR = Unormalt driftsresultat (= UDI – UDK)

Etter å ha beregnet første formelen, beregner vi den normaliserte driftsskattesatsen (ndss) ved å ta gjennomsnittet og median av skattesatsen. Formelen ser slik ut:

$$\text{Gjennomsnitt: } ndss = \frac{dss_1 + dss_2 + \dots + dss_T}{T}$$

Median: Den midterste observasjonen fra 1 til T



Ved beregning av gjennomsnittet og medianen får vi to ulike satser hvor vi skal bruke den satsen som avviker minst fra dagens skattesats på 22% (Knivsfå, F4, 2019, s. 73). I tabellen under har vi kommet frem til en sats som avviker minst i forhold til dagens sats. Vi bruker 20,8% som den normaliserte driftsskattesatsen.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Normal skattekostnad (NSK)	179 000	126 000	114 000	58 000	-57 000	66 000
Normale finansinntekter (FI)	1 000	1 000	2 000	1 000	1 000	0
Skatt på normale finansinntekter (fiss)	0,18	0,17	0,16	0,15	0,15	0,15
Skatt på unormalt finansresultat (ufrss)	0,18	0,17	0,16	0,15	0,15	0,15
Unormalt finansresultat (UFR)	20 000	-29 000	-1 000	-16 000	-16 000	-36 000
Skatt på normale finanskostnader (fkss)	0,27	0,25	0,24	0,23	0,22	0,22
Normale finanskostnader (FK)	49 000	27 000	42 000	43 000	168 000	136 000
Normalt driftsresultat (DR)	634 000	697 000	668 000	353 000	-202 000	364 000
Driftsskattesats (dss)	0,297	0,197	0,186	0,199	0,088	0,278
Normalisert driftsskattesats (gjennomsnitt)	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208
Normalisert driftsskattesats (median)	0,198	0,198	0,198	0,198	0,198	0,198
Unormal driftsskattesats (dss-ndss)	0,090	-0,010	-0,022	-0,009	-0,119	0,071

Tabell 19: Driftsskattesatser for XXL (Tall i tusen)

#### Unormalt netto driftsresultat:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Unormale driftsinntekter (UDI)						
(-) Unormale driftskostnader (UDK)						
<b>(=) Unormalt driftsresultat (UDR)</b>						
(-) dss % skatt på unormalt driftsresultat						
(+) Unorm. Nettores. fra driftstilknyttede selskap (URTS)						
(+) Driftsrelatert annet fullstendig resultat (DAFR)						
(+) Driftsrelatert Dirty Surplus (DDSP)						
(-) Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat ((dss-ndss) * DR)	56 886	-7 212	-14 700	-3 068	24 083	25 677
(-) Unormal skatt på normalt og unormalt (USK)						
<b>(=) Unormalt netto driftsresultat (UNDR)</b>	<b>-56 886</b>	<b>7 212</b>	<b>14 700</b>	<b>3 068</b>	<b>-24 083</b>	<b>-25 677</b>

Tabell 20: Unormalt netto driftsresultat for XXL (Tall i tusen)

#### Fordeling av skattekostnaden:

Fordeling av skattekostnad:	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Normal driftsskattecostnad	131 564	144 638	138 620	73 253	-41 918	75 535
(+) Skatt på finansinntekt	180	167	320	153	147	0
(-) Skatt på finanskostnad	13 230	6 750	10 080	9 890	36 960	29 920
(+) Unormal skatt på normal drift	56 886	-7 212	-14 700	-3 068	24 083	25 677
(+) Skatt på unormalt finansresultat	3 600	-4 843	-160	-2 448	-2 352	-5 292
<b>(=) Tilnærmet lik rapportert skattecostnad</b>	<b>179 000</b>	<b>126 000</b>	<b>114 000</b>	<b>58 000</b>	<b>-57 000</b>	<b>66 000</b>
<b>(=) Rapportert skattecostnad</b>	<b>179 000</b>	<b>126 000</b>	<b>114 000</b>	<b>58 000</b>	<b>-57 000</b>	<b>66 000</b>

Tabell 21: Fordeling av skattecostnad (Tall i tusen)

#### Endelig omgruppert resultatregnskapet:

Fullstendig omgruppert resultatregnskap	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter (DI)	6 487 000	7 813 000	8 709 000	9 475 000	8 992 000	10 423 000
(-) Driftskostnader (DK)	5 853 000	7 116 000	8 041 000	9 122 000	9 194 000	10 059 000
<b>(=) Driftsresultat i egen virksomhet (DR)</b>	<b>634 000</b>	<b>697 000</b>	<b>668 000</b>	<b>353 000</b>	<b>-202 000</b>	<b>364 000</b>
(-) Driftsrelatert skatt i egen virksomhet (DSK)	131 564	144 638	138 620	73 253	-41 918	75 535
<b>(=) Netto driftsresultat i egen virksomhet (NDRE)</b>	<b>502 436</b>	<b>552 362</b>	<b>529 380</b>	<b>279 747</b>	<b>-160 082</b>	<b>288 465</b>
(+) Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter (RTS)	0	0	0	0	0	0
<b>(=) Netto driftsresultat (NDRE)</b>	<b>502 436</b>	<b>552 362</b>	<b>529 380</b>	<b>279 747</b>	<b>-160 082</b>	<b>288 465</b>
(+) Netto finansinntekt (NFI)	820	833	1 680	847	853	0
<b>(=) Nettoresultat til sysselsatt kapital (NRS)</b>	<b>501 616</b>	<b>551 529</b>	<b>527 700</b>	<b>278 900</b>	<b>-160 935</b>	<b>288 465</b>
(-) Netto finanskostnad (NFK)	35 770	20 250	31 920	33 110	131 040	106 080
(-) Netto minoritetsresultat (NMR)	0	0	0	0	0	6 000
<b>(=) Nettoresultat til egenkapital (NRE)</b>	<b>465 846</b>	<b>531 279</b>	<b>495 780</b>	<b>245 790</b>	<b>-291 975</b>	<b>176 385</b>
(+) Unormalt netto driftsresultat (UNDR)	-56 886	7 212	14 700	3 068	-24 083	-25 677
(+) Unormalt netto finansresultat (UNFR)	16 400	-21 157	3 160	-4 552	-39 648	-8 708
<b>(=) Fullstendig nettoresultat til egenkapital (FNR)</b>	<b>425 360</b>	<b>517 334</b>	<b>513 640</b>	<b>244 306</b>	<b>-355 706</b>	<b>142 000</b>
(-) Netto utbetalt utbytte (NBU)	-281 000	-276 000	-278 000	-382 000	443 000	402 000
<b>(=) Endring i egenkapital (ΔEK)</b>	<b>144 360</b>	<b>241 334</b>	<b>235 640</b>	<b>-137 694</b>	<b>87 294</b>	<b>544 000</b>

Tabell 22: Endelig omgruppert resultatregnskap for XXL (Tall i tusen)

Driftsinntektene har hatt en jevn positiv utvikling, med unntak av 2019, da det gikk ned. Netto driftsresultat har derimot hatt en fallende utvikling gjennom perioden totalt sett. I 2019 var det første året med underskudd etter værmessige utfordringer samt et stort varelager. I 2020 ble derimot trenden snudd med et overskudd tilnærmet slik det var i 2018. Vi forutsetter at fri kontantstrøm til egenkapitalen er lik netto betalt utbytte for videre bruk i analysen.

### 5.3.2. Omgruppering av balanseregnskapet

Vi fortsetter med rammeverket til Knivsflå også i omgrupperingen av balansen. Den trinnvise modellen er slik:

1. «Reklassifisere» eventuelt avsatt utbytte til egenkapital, ikke gjeld
2. Klargjøre hva som er drift og finansiering i totalbalansen
3. Omgruppere totalbalanse til sysselsatt kapital
4. Omgruppere sysselsatt kapital til netto driftskapital.

#### 5.3.2.1 Trinn 1: Omgruppere avsatt utbytte fra gjeld til EK

I henhold til god regnskapsskikk vil avsatt utbytte balanseføres som kortsiktig gjeld uavhengig av om det er vedtatt av generalforsamlingen. Fra aksjonærenes perspektiv vil det ikke være naturlig å se på avsatt utbytte som gjeld, da eierne ikke har krav på penger fra seg selv (Knivsflå, F5, 2019, s. 10). IFRS tillater ikke klassifisering av avsatt utbytte som kortsiktig gjeld. Ettersom XXL regnskapsfører etter IFRS-rammeverket, vil det ikke være nødvendig å reklassifisere avsatt utbytte fra gjeld til egenkapital, da dette allerede er tatt hånd om.

### *5.3.2.2 Trinn 2: Trekke skille mellom driftsrelaterte og finansielle balanseposter*

Neste trinn består av å omgruppere balanseposter til en mer investororientert balanse med klart fokus på drift fremfor finansiering (Knivsflå, F5, 2019, s. 20). Det er da viktig å skille mellom driftsrelaterte og finansrelaterte balanseposter først. Driftsrelaterte eiendeler vil generere inntekter fra selskapets drift, mens finansielle eiendeler ikke blir brukt i selskapets virksomhet og genererer hovedsakelig finansinntekter. Driftsrelatert gjeld tas opp som en del av driftssyklusen og er ikke rentebærende (rente= driftskostnad) (Knivsflå, F5, 2019, s. 25). Motsetningsvis er finansiell gjeld rentebærende og genererer dermed finanskostnader.

Det er viktig at det er konsistens mellom balansen og resultatet i regnskapet. For eiendeler og gjeld som klassifiseres som driftsrelatert i balansen, må tilhørende inntekter og kostnader klassifiseres som driftsinntekter eller driftskostnader i resultatet. Tilsvarende gjelder for finansielle eiendeler og gjeld. Vi vil følgende gå gjennom XXL sine balanseposter én etter én, og kategorisere de ulike postene som enten driftsrelatert eller finansielle.

#### **Anleggsmidler:**

Anleggsmidler vil for det meste kategoriseres som driftsrelaterte, da de frembringer driftsinntekter. Eksempelvis vil varige driftsmidler, tilknyttede selskaper, utsatte skattefordeler, goodwill og andre immaterielle eiendeler bli regnet som driftsrelaterte (Knivsflå, F5, 2019, s. 29). Det finnes likevel enkelte unntak, som for eksempel investeringseiendommer eller lån til foretak i samme konsern.

XXL har en post som heter «Financial Assets», som består av anleggsmidler som ikke skaper inntekter via drift, hovedsakelig investeringer i datterselskaper. Vi har valgt å kategorisere disse som finansielle anleggsmidler.

#### **Omløpsmidler:**

XXL sine omløpsmidler består av varelager, fordringer og kontanter/bankinnskudd.

Varelageret er uten tvil driftsrelatert, da denne posten er essensiell for at XXL i det hele tatt skal skaffe seg driftsinntekter.

Kundefordringer oppstår også som en del av selskapets naturlige driftssyklus. Det er vanskelig å si om «andre fordringer» er knyttet til drift eller finansielle eiendeler, men sett under ett anser vi kundefordringer og andre fordringer som driftsrelaterte.

For kontanter og bankinnskudd kan det være vanskeligere å trekke skille mellom hva som er driftsrelatert og hva som er av finansiell art. En tommelfingerregel er at den driftsrelaterte delen av bankinnskuddet vil utgjøre 10 % av varelager og kundefordringer (Kinserdal, 2018, F2). I XXL sitt tilfelle utgjør kontantbeholdning under 10 % av fordringer og varelager de fem siste årene med unntak av 2020. En kan dermed argumentere for at kontanter og bankinnskudd i sin helhet er driftsrelaterte.

### **Egenkapital og gjeld:**

For egenkapitalen vil det ikke skilles mellom driftsrelatert eller finansiell egenkapital. Den vil stå som en egen post i det omgrupperte balanseregnskapet.

En må videre skille mellom finansiell gjeld og driftsrelatert gjeld. Som nevnt tidligere vil det være avgjørende om forpliktelsene er rentebærende eller ikke, og om den tas opp som en naturlig del av driften.

Langsiktig gjeld består av utsatt skatt, langsiktig rentebærende gjeld og langsiktig gjeld fra leieavtaler. Utsatt skatt er ikke rentebærende og vil være å regne som langsiktig driftsrelatert gjeld (Knivsflå, F5, 2019, s. 44). De andre postene er iht. notene rentebærende og vil dermed kategoriseres som finansiell gjeld.

Kortsiktig gjeld består av leverandørgjeld, kortsiktig gjeld knyttet til leieavtaler, kortsiktig rentebærende gjeld, betalbar skatt, skyldig offentlige avgifter og annen kortsiktig gjeld. Kortsiktig rentebærende gjeld er som navnet tilsier en finansiell post. Betalbar skatt kategoriseres som kortsiktig driftsrelatert gjeld (Knivsflå, F5, 2019, s. 44). Resterende poster vil også klassifiseres som driftsrelatert gjeld, da disse oppstår direkte som følge av XXL sin drift, og ikke er rentebærende.

#### *5.3.2.3 Trinn 3: Fra totalbalanse til sysselsatt kapital*

Sysselsatt kapital er kapitalen som er innskutt og sysselsatt av eierne og finansielle långivere (Knivsflå, F5, 2019, s. 50).

Trinn 3 Fra totalbalanse til sysselsatt kapital	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3468	3617	3809	3853	4269	4244
(+) Driftsrelatert arbeidskapital	1015	1603	2039	1923	1090,3	224,9
<b>(=) Netto driftseiendeler</b>	<b>4483</b>	<b>5220</b>	<b>5848</b>	<b>5776</b>	<b>5359,3</b>	<b>4468,9</b>
(+) Finansielle eiendeler	0	2	4	9	0	618,1
<b>(=) Sysselsatte eiendeler</b>	<b>4483</b>	<b>5222</b>	<b>5852</b>	<b>5785</b>	<b>5359,3</b>	<b>5087</b>
Egenkapital	3366	3608	3846	3710	3826	4159
(+) Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	26
(+) Finansiell gjeld	1116	1614	2005	2075	1533,3	901
<b>(=) Sysselsatt kapital</b>	<b>4482</b>	<b>5222</b>	<b>5851</b>	<b>5785</b>	<b>5359,3</b>	<b>5086</b>

Tabell 23: Trinn 3: Fra totalbalanse til sysselsatt kapital (Tall i millioner)

#### 5.3.2.4 Trinn 4: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Steg 4 innebærer å identifisere netto driftskapital. Dette er kapitalen som er investert i driften og ikke i finansielle eiendeler. En flytter da finansielle eiendeler over på gjeldssiden ved å erstatte posten finansiell gjeld med netto finansiell gjeld (Knivsflå, F5, 2019, s. 56).

Trinn 4 Sysselsatt kapital til netto driftskapital	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftskapital- Balanse	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3468	3617	3809	3853	4269	4244
(+) Driftsrelatert arbeidskapital	1015	1603	2039	1923	1090,3	224,9
<b>(=) Netto driftseiendeler</b>	<b>4483</b>	<b>5220</b>	<b>5848</b>	<b>5776</b>	<b>5359,3</b>	<b>4468,9</b>
Egenkapital	3366	3608	3846	3710	3826	4185
(+) Netto finansiell gjeld	1116	1612	2001	2066	1533,3	282,9
<b>(=) Netto driftskapital</b>	<b>4482</b>	<b>5220</b>	<b>5847</b>	<b>5776</b>	<b>5359,3</b>	<b>4467,9</b>

Tabell 24: Trinn 4: Sysselsatt kapital til netto driftskapital (Tall i millioner)

#### 5.4 Analyse og justering av målefeil

Omgruppering av regnskapet legger grunnlaget for analyse av målefeil og justering, samt analyse av forholdstall.

Finansregnskapets formål er å avgi beslutningsrelevant informasjon til brukerne av regnskapet. Det eksisterer tre typer målefeil:

**Målefeil type 1-** Målefeil som skyldes bruk av historisk kost fremfor virkelig verdi

**Målefeil type 2-** Målefeil knyttet til måling i henholdt til GRS/IFRS

**Målefeil type 3-** Målefeil som skyldes kreativ regnskapsføring

Målefeil som følge av regnskapsrapportering til historisk kost kontra virkelig verdi er «bra» når det kommer til måling av rentabilitet, fordi måling til historisk kost kan gi lavere verdi enn det en faktisk får solgt eiendelen for i virkeligheten. Måling til virkelig verdi gir et mer realistisk bilde over dagens virkelighet, sett fra investorenes synsvinkel.

Dersom det foreligger feil av type 2, vil rentabilitet overvurderes ettersom balansen ofte undervurderes. Dette forekommer når en bruker regnskapsprinsipper og regler på feil måte.

Målefeil av type 3 oppstår når det rapporteres noe annet enn hva som pålagt i regelverket, enten gjennom regnskapsmanipulasjon eller ubevisste feil. Det vil ofte være motiver for å gjøre en oppjustering av selskapets verdier, slik at det fremstår som at det går bedre enn det egentlig gjør.

Om en er i stand til å identifisere målefeil i regnskapet, bør en da foreta justeringer for å få et mer rettvise bilde over selskapets finansielle posisjon. Med tanke på at revisor har bekreftet at regnskapet er uten vesentlige feil, og den begrensede tiden vi har, og at en justering fort kan skape mer støy enn nytte, vil vi ikke foreta noen justeringer av målefeil.

## 5.5 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Det omgrupperte regnskapet til XXL vil videre bli brukt i en forholdstallsanalyse, hvor en sammenligner ulike størrelser i regnskapet opp imot hverandre, for så å sammenligne disse med XXL sine komparative virksomheter.

Noen av årene er mer representative for XXL sin fremtidige utvikling, og vil derfor vektlegges i større grad i forholdstallsanalysen. Vi har valgt å vektlegge senere år i større grad, da bransjen er i kontinuerlig endring og forholdene i nyere år antas å reflektere fremtiden i større grad. Vi har dog valgt å vektlegge 2020 noe mindre enn vi ellers ville gjort, da dette var et spesielt år påvirket av koronapandemien. For resten av bransjen har vi ikke regnskapet for 2020 tilgjengelig, og det blir dermed en annerledes tidsvekting for regnskapsårene 2015-2019 sammenlignet med XXL.

Tidsvekting	2015	2016	2017	2018	2019	2020
XXL ASA	10 %	10 %	15 %	20 %	25 %	20 %
Bransjen	10 %	10 %	20 %	30 %	30 %	

Tabell 25: Tidsvekting for XXL ASA og bransjen

## 6 Analyse av risiko

Risikoanalysen innebærer en undersøkelse av XXL sin kredittrisiko. Vi følger Knivsflå sitt rammeverk hvor vi først ser på XXL sin kortsiktige kredittrisiko (likviditetsanalyse). Deretter analyserer vi langsiktig kredittrisiko (soliditetsanalyse), før vi til slutt oppsummerer resultatene fra disse i form av en syntetisk rating, hvor vi gir selskapet en karakter i forhold til underliggende selskapsspesifikk/usystematisk risiko (Knivsflå, F9, 2019, s. 21).

### 6.1 Analyse av kortsiktig kredittrisiko- Likviditetsanalyse

Likviditetsrisiko kan defineres som risikoen for at selskapet på kort sikt havner i en «likviditetsskvis», og dermed står i fare for konkurs (Knivsflå, F9, 2019, s. 36). Likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2 og rentedekningsgrad vil sammen gi et godt bilde av selskapets kortsiktige kredittrisiko og vil følgende analyseres i videre avsnitt.

#### 6.1.1 Likviditetsgrad 1

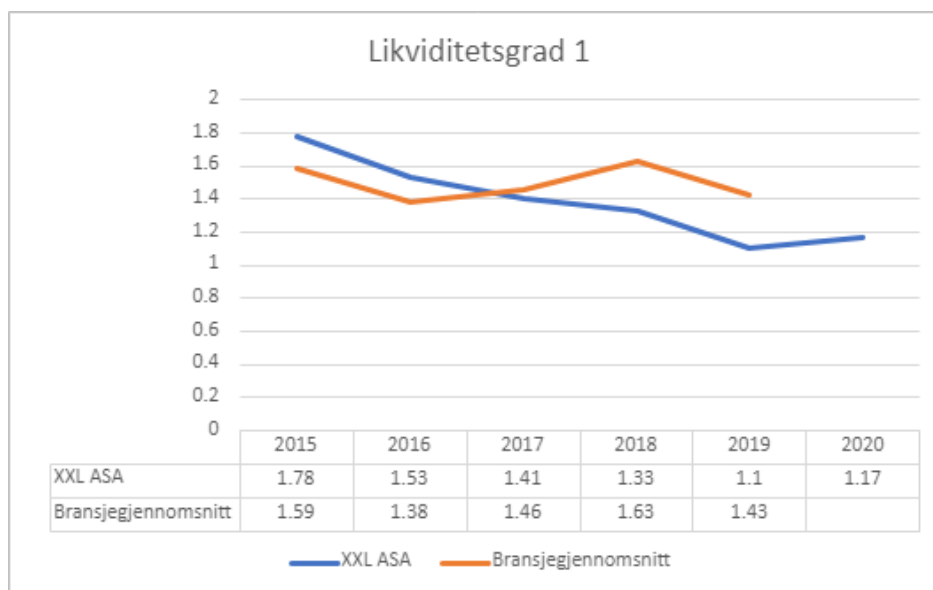
Likviditetsgrad 1 beregnes ved å finne forholdet mellom selskapets omløpsmidler og kortsiktig gjeld (Knivsflå, F9, 2019, s. 40). En tommelfingerregel er at dette forholdstallet bør være større enn 2. Likviditetsgraden kan også beskrives som relativt god så lenge den er minst like stor som bransjegjennomsnittet, med mindre bransjen som helhet sliter (Knivsflå, F9, 2019, s. 41).

Likviditetsgrad 1	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
XXL ASA	1,78	1,53	1,41	1,33	1,10	1,17	1,32
Sport1 Gruppen AS	1,25	1,24	1,33	1,21	1,26		1,26
Stadium Sweden AB	1,05	1,02	1,07	1,21	1,00		1,08
Sports Direct	2,43	1,72	2,18	3,39	2,62		2,65
JD Sports Fashion	1,47	1,33	1,42	1,32	1,18		1,31
Stadion AS	1,53	1,46	1,35	1,32	1,42		1,39
<b>Bransjegjennomsnitt</b>	<b>1,59</b>	<b>1,38</b>	<b>1,46</b>	<b>1,63</b>	<b>1,43</b>		1,50

Tabell 26: Likviditetsgrad 1

Vi ser at nøkkeltallet for XXL er noe mindre enn bransjegjennomsnittet, etter tidsvektning. Sports Direct bidrar dog til å dra opp snittet en del, og ser en bort fra dem vil selskapet ligge svært nær gjennomsnittet. Snittet til XXL trekkes også ned av at likviditetsgraden blir lavere for hvert år, og senere år vektlegges i større grad. En viktig årsak til at likviditetsgraden synker, er at varelageret har blitt kraftig redusert de siste årene. En reduksjon i kortsiktig gjeld og en betydelig økning av bankinnskudd har dog redusert virkningen av varelagerendringen på likviditetsgrad 1.

Sammenligner en XXL sin likviditet med bransjen kan en si at selskapet ikke har noen problemer med å betale sin gjeld etter hvert som den forfaller. Betalingsevnen har vært ganske lav i 2019 som følge av nedskrivninger av varelager, og faren for konkurs så ut til å være større enn noen gang, men i senere tid har selskapet fått tilførsel av kapital og fått redusert gjelden sin, og ser dermed ut til å ha en god nok betalingsevne til å overleve på kort sikt.



Figur 12: Likviditetsgrad 1

Ut ifra figur 12, ser vi at XXL mellom 2016 og 2018 gikk motsatt i forhold til trenden for resten av bransjen. Bransjen opplever i løpet av perioden en større grad av svingninger i nøkkeltallet, mens XXL har i løpet av perioden hatt en negativ utvikling frem til 2019.

### 6.1.2 Likviditetsgrad 2

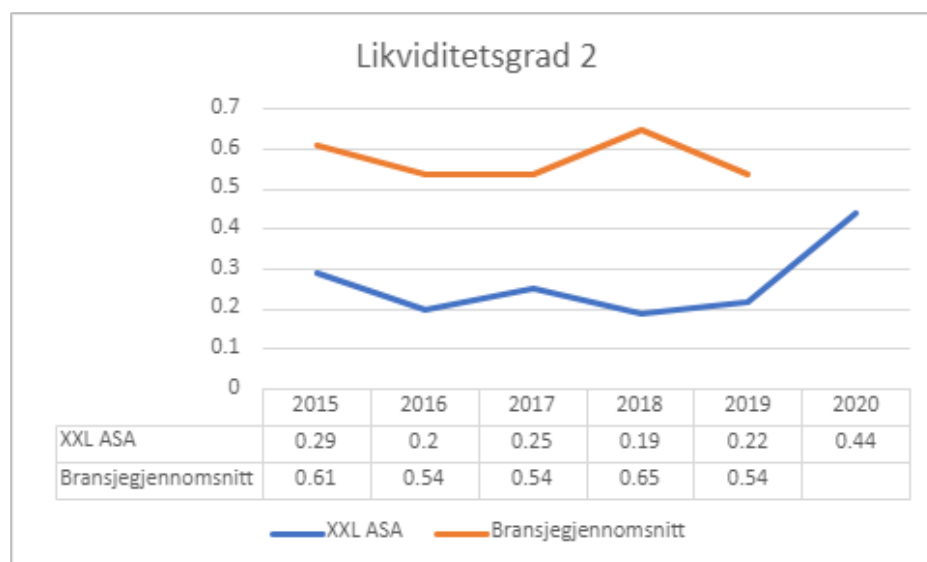
Likviditetsgrad 2 illustrerer forholdet mellom de mest likvide omløpsmidlene og kortsiktig gjeld. Da er varelageret ikke med i beregningen, og en står igjen med fordringer og bankinnskudd. Tommelfingerregelen er at dette tallet bør være større enn 1, men igjen så vil dette variere fra bransje til bransje, og bransjegjennomsnittet vil ofte være et bedre mål for å måle likviditeten til analyseobjektet. Særlig for sportsbransjen, hvor varelageret ofte utgjør en betydelig andel av omløpsmidlene, kan en forvente at gjennomsnittet vil holde seg under 1.



Likviditetsgrad 2	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
XXL ASA	0,29	0,2	0,25	0,19	0,22	0,44	0,27
Stadion AS	0,47	0,4	0,39	0,46	0,41		0,43
Sport1 Gruppen AS	0,65	0,67	0,67	0,75	0,66		0,69
Stadium Sweden AB	0,35	0,45	0,34	0,23	0,22		0,28
JD Sports Fashion	0,78	0,68	0,72	0,48	0,52		0,59
Sports Direct	1,13	0,81	0,86	1,76	1,21		1,26
<b>Bransjegjennomsnitt</b>	<b>0,61</b>	<b>0,54</b>	<b>0,54</b>	<b>0,65</b>	<b>0,54</b>		0,59

Tabell 27: Likviditetsgrad 2

Vi ser at når en trekker fra varelageret gir dette store utslag for likviditetsgraden, særlig for XXL som har nesten fem gangen så stor likviditetsgrad 1 som likviditetsgrad 2. For de andre selskapene er dette forholdet på mellom 1.57 og 3.86. XXL ligger også konstant som selskapet med lavest likviditetsgrad 2, noe som er bekymringsverdig. Det er likevel et positivt tegn at tallet dobler seg fra 2019 til 2020, som et resultat av at bankinnskuddet har fått seg en solid økning, samtidig som kortsiktig gjeld er redusert.



Figur 13: Likviditetsgrad 2

Fra figur 13 ser vi at XXL sin likviditetsgrad har en solid avstand til bransjegjennomsnittet, men at selskapet i 2020 virker å nærme seg resten av de komparative selskapene i større grad.

### 6.1.3 Rentedeckningsgrad

Rentedeckningsgraden forteller noe om i hvilken grad selskapet er i stand til å dekke sine netto finanskostnader. Det beregnes som forholdet mellom nettoresultatet til sysselsatt kapital og netto finanskostnad. Vi ønsker å gjøre prediksjoner rundt konkurs og vil dermed ta i bruk

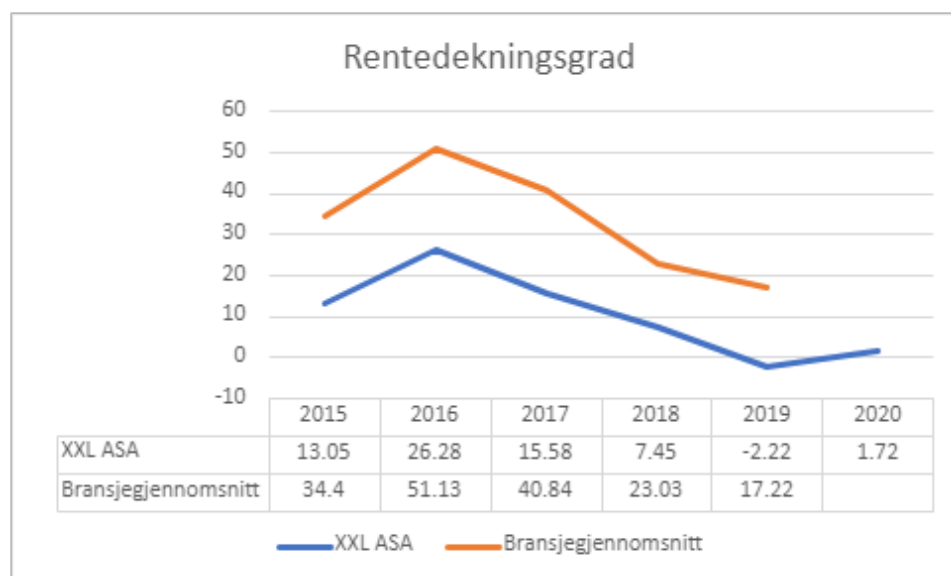
normaliserte regnskapsstørrelser og ikke ta med kostnader som ikke anses som relevante fremover.

Rentedekningsgrad	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
XXL ASA	13,0	26,3	15,6	7,4	-2,2	1,7	7,5
Sport1 Gruppen AS	2,7	3,8	5,4	9,5	6,5		6,5
Stadium AB	102,9	144,0	66,6	61,9	22,8		63,4
Sports Direct	3,3	7,9	3,3	7,4	2,6		4,8
JD Sports Fashion	77,7	116,2	150,7	50,0	73,5		86,6
Stadion AS	6,8	8,6	3,5	1,9	0,3		2,9
<b>Bransjegjennomsnitt</b>	<b>34,4</b>	<b>51,1</b>	<b>40,8</b>	<b>23,0</b>	<b>17,2</b>		<b>28,6</b>

Tabell 28: Rentedekningsgrad

Vi ser at det er store variasjoner mellom de ulike selskapers rentedekningsgrad, og alle ligger langt unna gjennomsnittet som følge av at forholdstallet er signifikant høyere for Stadium AB og JD Sports Fashion i forhold til de resterende selskapene. XXL sin rentedekningsgrad har falt kraftig fra 2016, noe som indikerer en svekket evne til å påta seg nye forpliktelser. Noe av fallet kan samtidig forklares med et synkende rentenivå over de siste årene, dermed kan en nedjustere effekten rentedekningsgrad har på virksomhetens syntetiske rating.

Et klart flertall av selskapene øker sine finanskostnader gjennom perioden, mens nettoresultatet varierer fra selskap til selskap.



Figur 14: Rentedekningsgrad

Ut ifra figur 14 ser vi at XXL følger trenden til resten av bransjen, men at de i hele perioden ligger godt under snittet.

## 6.2 Analyse av langsiktig kredittrisiko- Soliditetsanalyse

I neste omgang vil vi analysere XXL sin langsiktige kredittrisiko og vurdere dets soliditet. Målet med soliditetsanalysen er å kartlegge om virksomheten har økonomiske ressurser til å stå imot fremtidige tap (Knivsflå, F9, 2019, s. 61). For å danne oss et bilde av selskapets og bransjens soliditet har vi valgt å se på deres egenkapitalandel, egenkapitalrentabilitet og kapitalstruktur.

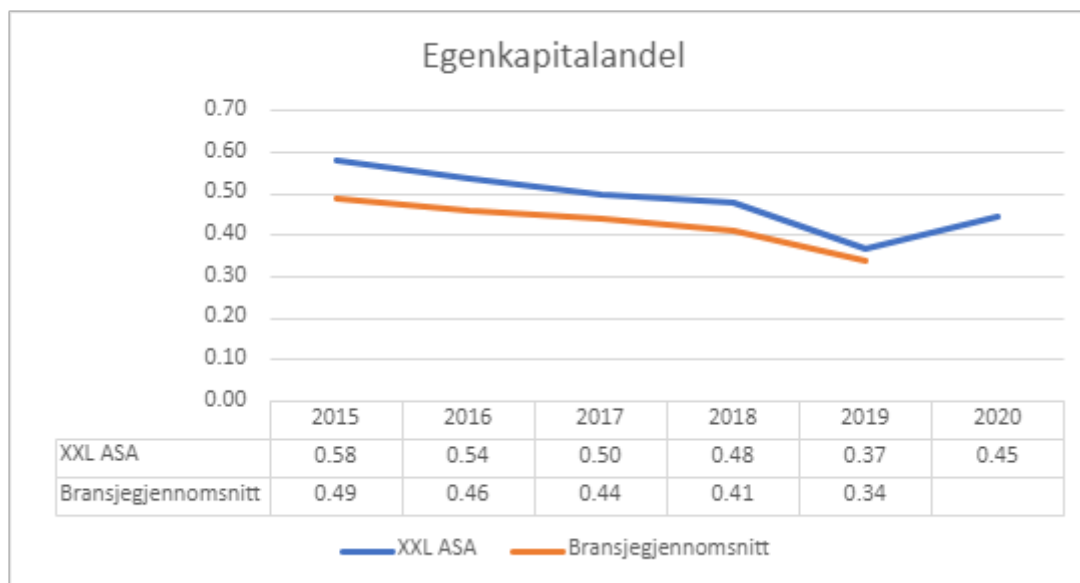
### 6.2.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser forholdet mellom egenkapital (inkludert minoritetsinteresser) og total kapital, dvs. hvor mye av eiendelene som er finansiert av egenkapital. Jo mer selskapet er finansiert av egenkapital, jo bedre evne har det til å stå imot perioder med underskudd, og jo mer skjermet er långivere mot tap.

Egenkapitalandel	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
XXL ASA	0,58	0,54	0,50	0,48	0,37	0,45	0,46
Sport1 Gruppen AS	0,29	0,30	0,35	0,31	0,35		0,33
Stadium AB	0,52	0,51	0,47	0,41	0,28		0,40
Sports Direct	0,59	0,51	0,41	0,40	0,33		0,41
JD Sports Fashion	0,51	0,49	0,51	0,49	0,30		0,44
Stadion AS	0,43	0,40	0,42	0,39	0,41		0,41
<b>Bransjegjennomsnitt</b>	<b>0,49</b>	<b>0,46</b>	<b>0,44</b>	<b>0,41</b>	<b>0,34</b>		<b>0,41</b>

Tabell 29: Egenkapitalandel

Vi ser at XXL sitt gjennomsnitt etter tidsvekting ligger nært bransjegjennomsnittet. Egenkapitalandelen har falt noe over perioden, men om en ser på figur 15 nedenfor, ser vi at XXL følger bransjegjennomsnittet ganske tett, og har dermed ikke tapt seg i forhold til de komparative selskapene.



Figur 15: Egenkapitalandel

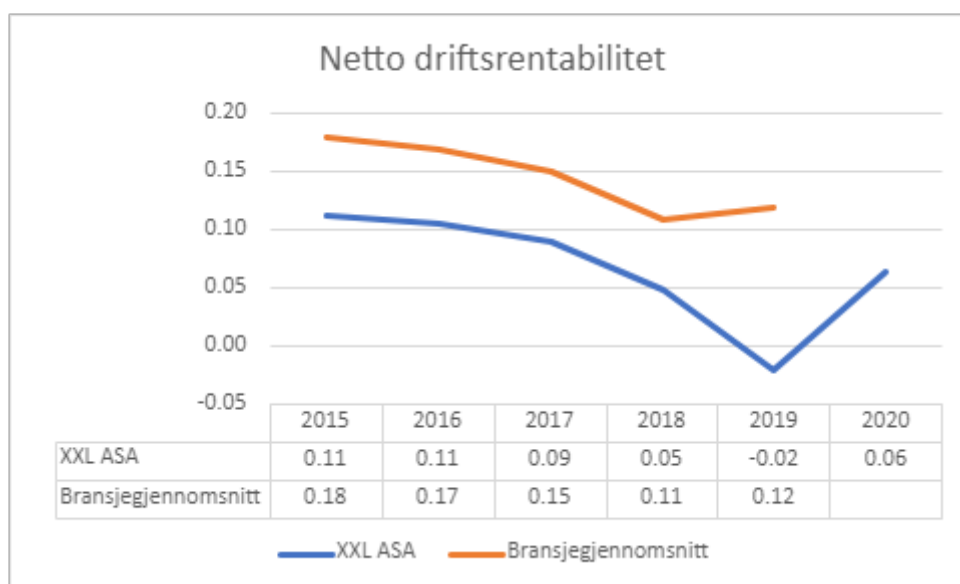
### 6.2.2 Lønnsomhetsanalyse

Lønnsomheten til et selskap vil kunne påvirke dets egenkapital, og dermed egenkapitalandel fremover. Å analysere lønnsomheten i sportsbransjen vil derfor være relevant for å vurdere aktørenes soliditet. Vi har valgt å bruke netto driftsrentabilitet som et mål på lønnsomhet. Dette nøkkeltallet viser forholdet mellom netto driftsresultat og netto eiendeler, dvs. avkastningen på investert kapital. Selskaper med høyere driftsrentabilitet vil være flinkere til å skape overskudd med deres driftskapital, og vil dermed være bedre investeringsobjekter.

Netto driftsrentabilitet	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
XXL ASA	0,11	0,11	0,09	0,05	-0,03	0,06	0,05
Sport1 Gruppen AS	0,09	0,12	0,13	0,14	0,11		0,12
Stadium AB	0,09	0,15	0,08	0,08	0,11		0,10
Sports Direct	0,14	0,05	0,10	0,09	0,06		0,08
JD Sports Fashion	0,56	0,46	0,41	0,27	0,42		0,39
Stadion AS	0,09	0,13	0,09	0,04	0,03		0,06
<b>Bransjegjennomsnitt</b>	<b>0,18</b>	<b>0,17</b>	<b>0,15</b>	<b>0,11</b>	<b>0,12</b>		<b>0,13</b>

Tabell 30: Netto driftsrentabilitet

XXL virker generelt å ha en lavere lønnsomhet enn resten av bransjen. Snittet dras godt opp av JD Sports Fashion som er det eneste selskapet som ligger over bransjegjennomsnittet, men XXL er likevel virksomheten med lavest tidsvektet snitt. Lønnsomheten i bransjen har falt med årene, noe som kan tyde på vanskeligere konkurransevilkår. En av årsakene til at XXL har såpass lav lønnsomhet sammenlignet med de andre virksomhetene kan være at de sikter på å kapre markedsandeler ved å ta lavere priser enn konkurrentene.



Figur 16: Netto driftsrentabilitet

### 6.2.3 Analyse av kapitalstruktur

Vi vil her se på XXL sin kapitalstruktur og sammenligne denne med resten av bransjen. Dette vil vi gjøre gjennom en finansieringsmatrise som viser hvilken type kapital eiendelene er finansiert med. Her rangeres eiendelene etter illikviditet, mens kapitalen er rangert etter hvor langsiktig den er. De minst likvide eiendelene vil dermed først finansieres av de mest langsiktige kildene til kapital. Jo raskere kurven går til bunns i matrisen, jo mindre risikabel og jo mer solid er virksomheten (Knivslå, F9, 2019, s. 69).

2020 XXL	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	4159	26	2182	60	0	0	<b>6427</b>
FAM	0	0	0	0	0	0	<b>0</b>
DOM	0	0	0	423	1907,9	0	<b>2330,9</b>
FOM	0	0	0	0	198,1	418	<b>618,1</b>
<b>TK</b>	<b>4159</b>	<b>26</b>	<b>2182</b>	<b>483</b>	<b>2106</b>	<b>418</b>	<b>9376</b>

Tabell 31: Kapitalstruktur

2020 XXL	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	64,7 %	0,4 %	34,0 %	0,9 %	0,0 %	0,0 %	<b>6427</b>
FAM	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0</b>
DOM	0,0 %	0,0 %	0,0 %	18,1 %	81,9 %	0,0 %	<b>2330,9</b>
FOM	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	32,0 %	67,6 %	<b>618,1</b>
<b>TK</b>	<b>44,4 %</b>	<b>0,3 %</b>	<b>23,3 %</b>	<b>5,2 %</b>	<b>22,5 %</b>	<b>4,5 %</b>	<b>9376</b>

Tabell 32: Kapitalstruktur i prosent

Ut ifra XXL sin finansieringsmatrise per 31.12.2020 ser vi at alle anleggsmidlene er finansiert av langsiktig kapital. Noe annet ville vært et «rødt flagg». Videre er mesteparten av omløpsmidlene finansiert av kortsiktig kapital. XXL sin kapitalstruktur tyder på at selskapet er solid nok og evner å overleve på sikt.

Sammenligner vi med bransjens kapitalstruktur ser vi at det ikke er store forskjeller i hvordan eiendelene finansieres. XXL finansieres i større grad av egenkapital, noe som er positivt, mens resten av bransjen ser ut til å bruke langsiktig gjeld som finansieringsmiddel i større grad. Ut ifra analysen kan en konkludere med at XXL synes å være minst like solid finansiert som resten av bransjen.

2019 Bransje	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	32 652 307	932 148	23 141 692	0	0	0	56 726 147
FAM	0	0	1 254 128	0	0	0	1 254 128
DOM			7 756 519	11 291 364	19 077 908	0	38 125 791
FOM					7 278 857	2 044 533	9 323 395
<b>TK</b>	<b>32 652 307</b>	<b>932 148</b>	<b>32 152 340</b>	<b>11 291 364</b>	<b>26 356 765</b>	<b>2 044 533</b>	<b>105 429 457</b>

Tabell 33: Kapitalstruktur bransje

2019 Bransje	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	57,6 %	1,6 %	40,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	53,8 %
FAM	0,0 %	0,0 %	100,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,2 %
DOM	0,0 %	0,0 %	20,3 %	29,6 %	50,0 %	0,0 %	36,2 %
FOM	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	78,1 %	21,9 %	8,8 %
<b>TK</b>	<b>31,0 %</b>	<b>0,9 %</b>	<b>30,5 %</b>	<b>10,7 %</b>	<b>25,0 %</b>	<b>1,9 %</b>	<b>100,0 %</b>

Tabell 34: Kapitalstruktur bransje i prosent

### 6.3 Slutning og syntetisk rating

Vi vil til slutt oppsummere risikoanalysen ved å danne en syntetisk rating for XXL og for bransjen. Dette gir oss en kredittrating som forteller noe om konkurssansynligheten til analyseobjektet over de neste 12 månedene (Knivsflå, F9, 2019, s. 76). Vi vil benytte oss av Standard & Poor's vurderingssystem for å utarbeide en syntetisk rating basert på forholdstallene vi har funnet. Likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet vil brukes til dette formål.

Syntetisk rating XXL	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet snitt
Likviditetsgrad 1	1,78	1,53	1,41	1,33	1,10	1,17	1,32
Rating	BBB	BBB	BB	BB	BB	BB	BB
Rentedekningsgrad	13,05	26,28	15,58	7,45	-2,22	1,72	7,55
Rating	AAA	AAA	AAA	AA	D	BBB	AA
Egenkapitalprosent	0,58	0,54	0,50	0,48	0,37	0,45	0,46
Rating	A	BBB	BBB	BBB	BB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,11	0,11	0,09	0,05	-0,02	0,06	0,05
Rating	BBB	BBB	BBB	B	CC	BB	B
<b>Gjennomsnittsrating</b>	<b>A</b>	<b>A-</b>	<b>BBB+</b>	<b>BBB-</b>	<b>CC+</b>	<b>BB+</b>	<b>BBB-</b>

Tabell 35: Syntetisk rating XXL

Syntetisk rating bransjen	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet snitt
Likviditetsgrad 1	1,59	1,38	1,46	1,63	1,43	1,5
Rating	BBB	BB	BBB	BBB	BB	BBB
Rentedekningsgrad	34,4	51,13	40,84	23,03	17,22	28,62
Rating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Egenkapitalprosent	0,49	0,46	0,44	0,41	0,34	0,41
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,18	0,17	0,15	0,11	0,12	0,13
Rating	A	A	A	BBB	BBB	BBB
<b>Gjennomsnittsrating</b>	<b>A</b>	<b>A-</b>	<b>A-</b>	<b>A-</b>	<b>BBB+</b>	<b>A-</b>

Tabell 36: Syntetisk rating bransjen

Vi observerer at XXL får en noe lavere gjennomsnittlig kredittrating enn bransjen. En tidsvektet rating på BBB- tilsier at virksomheten er i stand til å imøtekomme sine finansielle forpliktelser. Sannsynligheten for konkurs ligger da på 0,26 %. Vanskelige økonomiske forhold eller endringer i omgivelsene vil likevel kunne svekke selskapets betalingsevne i større grad enn konkurrentene med en høyere kredittrating (S & P, Global). Særlig 2019 var et svakt år hvor selskapet fikk en kredittrating på CC+, noe som innebærer at de på dette tidspunktet var svært sårbare, og i større grad avhengig av hjelp fra omgivelsene. Konkurssannsynligheten var da på hele 28 % (Knivslå, F9, 2019, s. 76).

Bransjegjennomsnittet har en rating på A-, noe som tilsier en konkurssannsynlighet på 0,08 %. XXL scorer lavere på begge likviditetsmålene, samt netto driftsrentabilitet, men har en noe høyere egenkapitalandel enn bransjesnittet. Det har samtidig lik kredittrating på sistnevnte nøkkeltall, mens for de andre nøkkeltallene ligger bransjen 1-2 karakterer over.

Vi vil bruke kredittratingen på BBB- i senere kapitler, blant annet til å beregne risikopremie under avkastningskrav.

## 7 Avkastningskrav

Vi vil i dette kapittelet beregne avkastningskravet til XXL. Dette kravet benyttes som en målestokk for rentabilitet, i tillegg til en diskonteringsrente for måling av verdi (Knivsflå, F10, 2019, s. 5).

Avkastningskrav kan defineres som den forventede avkastning som kapitalmarkedet tilbyr på plasseringer med samme risiko som selskapet (Gjesdal & Johnsen, 1999, s. 18). Denne skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152).

### 7.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

For å estimere egenkapitalkostnaden vil vi benytte oss av kapitalverdimodellen. Når en beregner avkastningskravet til egenkapitalen, må en ta hensyn til to typer risiko; bedriftsspesifikk risiko og generell markedsrisiko. Den førstnevnte består av forhold hvor utfallet er usikkert, og som kun påvirker den bestemte bedriften. Generell markedsrisiko knytter seg til utviklingen i faktorer som påvirker alle selskaper, dvs. hele markedet. I tillegg til disse består kapitalverdimodellen av en risikofri rente som reflekterer avkastningen på verdipapirer som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko (Kaldestad & Møller, 2016, s. 155-156).

Modellen beregnes på følgende måte:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i * [E(r_m) - r_f]$$

Hvor:

*$E(R_i)$  = forventet avkastning til egenkapitalen*

*$r_f$  = risikofri rente*

*$\beta_i$  = beta til egenkapitalen*

*$E(r_m)$  = forventet avkastning på markedsporteføljen*

*$E(r_m) - r_f$  = markedets risikopremie*

I praksis er det vanlig å justere denne modellen for en illikviditetspremie i tillegg til skatt. Vi får da følgende modell:



$$ekk = r_f(1 - s) + \beta_{EK} * MRP + ilp$$

Hvor:

*ekk = egenkapitalkrav*

*$r_f(1 - s)$  = risikofri rente etter skatt*

*$\beta_{EK}$  = beta til egenkapitalen*

*MRP = markedets risikopremie*

*ilp = illikviditetspremie*

### 7.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er en rent hypotetisk rente som en ville hatt om det fantes en portefølje av verdipapirer uten risiko knyttet til konkurs eller mislighold. Renter på statsobligasjoner er det nærmeste en kommer denne, og vil brukes som en tilnærming på denne (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156). En kan velge mellom en løpetid på 1, 3, 5 eller 10 år på disse. Jo lengre løpetiden er, jo mindre variasjoner vil en få i rentenivå, og jo mer stabilt vil avkastningskravet bli. Mange velger derfor å bruke en løpetid på 10 år for å få mindre variasjon i rentenivået, som vil gi et mer stabilt avkastningskrav (Kaldestad & Møller, 2016, s. 158). En ulempe med å bruke en 10-års periode er at både likviditetspremie og en premie for inflasjonsrisiko kan være innlagt i renten.

Vi har i denne oppgaven valgt å benytte oss av en løpetid på 10 år, og vi forutsetter samtidig at XXL har en evig levetid.

Risikofri rente etter skatt	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
10-årig statsobligasjon	0,0157	0,0133	0,0164	0,0188	0,0149	0,0082	
(*) 1-selskapsskatt	0,73	0,75	0,76	0,77	0,78	0,78	
<b>(=) Risikofri rente etter skatt</b>	<b>0,0115</b>	<b>0,0100</b>	<b>0,0125</b>	<b>0,0145</b>	<b>0,0116</b>	<b>0,0064</b>	<b>0,0111</b>

Tabell 37: Risikofri rente etter skatt

I tabellen ovenfor ser vi at den risikofrie renten har vært relativt stabil med unntak av en kraftig nedgang fra 2018 til 2020. Den kraftige nedgangen i 2020 skyldes i stor grad den pågående pandemien, derfor valgte Norges Bank å sette renten ned for å minske den økonomiske

usikkerheten. Det er vanskelig å predikere rentenivået, men det vil virke rimelig at rentenivået vil bli noe høyere i fremtiden. Vi har beregnet det tidsvektede snittet til 1,11%.

### 7.1.2 Beta

«Beta er et mål på den enkelte aksjes risiko relativt til aksjemarkedet» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 159). Denne viser hvor mye en aksje svinger sammenlignet med markedet. Hvis en aksje har en beta lik 1, følger aksjen utviklingen til markedet. Når markedet går opp, følger aksjen etter. Ved en beta under 1, er aksjen mindre volatil enn resten av markedet. Dersom beta er negativ, svinger aksjen i motsatt retning, som betyr at aksjen mest sannsynlig vil gå opp når markedet går ned.

Den matematiske beregningen gjøres ved å dele kovariansen mellom avkastningen på aksjen og markedet, på variansen til markedets avkastning. Formelen kan illustreres slik:

$$\beta_i = \frac{SD(r_i) * corr(r_i, r_m)}{SD(r_m)} = \frac{cov(r_i, r_m)}{var(r_m)}$$

Forklaring:

$cov(r_i, r_m)$  = kovarians mellom aksjen og markedsporteføljen  
 $var(r_m)$  = varians til markedsporteføljen

I Kaldestad & Møller (2016) presenter de to metoder for å beregne beta. Den første metoden er den mest tradisjonelle metoden som tar utgangspunkt i betaen til andre sammenlignbare selskaper, også kalt en regresjonsanalyse. Problemet med denne metoden er selskapenes ulike gjeldsgrad som gir utslag på betaverdien. (Kaldestad & Møller, 2016, s. 161). Den andre metoden gjennomføres ved å gjøre en fundamental analyse av betaen. Denne metoden benyttes til å gjøre en rimelighetssjekk av den beregnede betaen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 164).

For å kunne sammenligne betaen har vi valgt fire komparative selskaper innenfor sportsbransjen som er børsnoterte. Vi har tatt for oss følgende selskaper; Frasers Group plc (Sports Direct), JD Sports Fashion plc, Foot Locker Inc. og Dick's Sporting Goods, inc.

Denne metoden innebærer å beregne betaen ved hjelp av regresjonsanalyse. For å få et godt estimat på betaen har vi valgt å ikke bruke en lokal markedsindeks, som ville vært Oslo Børs. Vi velger å bruke den amerikanske aksjeindeksen S&P 500 som er en indeks med 500 store amerikanske selskaper. Oslo Børs er sterkt preget av oljeaksjer som skaper mye av verdien. Det vil derfor være mer fornuftig å bruke en annen indeks med et godt spekter av bransjer. Fordelen med en lang analyseperiode er at en får inkludert samvariasjonen mellom selskapet og indeksen i både opp- og nedgangstider (Kaldestad & Møller, 2016, s. 162). Vi velger å sette tidsintervallet fra høsten 2014, da XXL ble børsnotert, til april 2021. I dette tidsintervallet får vi med hele perioden XXL har vært børsnotert.

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,53248509
R-kvadrat	0,28354037
Justert R-kvadrat	0,27398758
Standardfeil	0,19765434
Observasjoner	77

Variansanalyse					
	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	1,15957046	1,15957046	29,6814041	6,2099E-07
Residualer	75	2,93004281	0,03906724		
Totalt	76	4,08961327			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	-0,0249683	0,0231312	-1,0794212	0,28385916	-0,071048	0,02111141	-0,071048	0,02111141
X-variabel 1	2,79873742	0,51371226	5,44806425	6,2099E-07	1,77537012	3,82210473	1,77537012	3,82210473

Tabell 38: Regresjonsanalyse

Analysen viser en gjennomsnittlig egenkapitalbeta på 2,8. Betaen på 2,8 vil si at når markedet går opp med 1 krone, går XXL opp 2,80 kroner. Dersom indeksen går ned med 1, vil en få en motsatt effekt. XXL blir påvirket i stor grad av svingninger i hovedindeksen.

Betaene til de andre komparative selskapene inkludert XXL med bruk av indeksen til S&P 500:

Selskap	Beta
XXL BETA	2,8
FRAS BETA	1,6
JD BETA	1,1
Foot BETA	1,0
Dicks BETA	1,3
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>1,6</b>

Tabell 39: Betaene til komparative selskapene inkludert XXL.

En beta på 2,8 er en relativt høy beta sammenlignet med de valgte komparative selskapene. Gjennomsnittet ligger et stykke under betaen til XXL, noe som kan tyde på at betaverdien er høy, og burde nedjusteres litt. Det kan dermed være fornuftig å normalisere betaen ved å justere betaen mot 1 for å gjøre estimatet mindre ekstremt (Knivsflå, F10, 2019, s. 52).

$$\text{Justert beta} = \frac{2}{3} * \beta + \frac{1}{3} * 1$$

Dette vil gi en justert beta på 2,2, som vi anser som et rimelig estimat og vil bruke videre i analysen.

### 7.1.3 Markedets risikopremie

Kaldestad & Møller (2016) har følgende definisjon av markedets risikopremie: «Markedets risikopremie er den meravkastningen finansielle investorer i aksjemarkedet forventer å få sammenlignet med den risikofrie renten» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 166). Hvis et prosjekt har høy risiko, vil markedets risikopremie være høyere enn ved et lavrisikoprojekt. Beregningen av markedets risikopremie kan presenteres slik:

$$\text{Markedets risikopremie} = \text{Forventet avkastning på markedsindeks} - \text{Risikofri rente}$$

I Kaldestad & Møller (2016) presenterer de tre ulike metoder for å beregne risikopremien; historisk premie, implisitt premie og spørreundersøkelse. Førstnevnte baseres på sammenligningen mellom historisk avkastning på aksjer og den risikofrie renten. Denne metoden er velbrukt i praksis, men det kan stilles spørsmål til hvor representativt historiske tall er for framtiden.

Implisitt premie metoden innebærer å estimere hvilken risikopremie dagens aksjekurser impliserer. Denne beregnes ved å dele kontantstrømmen på differansen mellom avkastningskravet og en valgt vekstfaktor. Denne modellen er bedre kjent som «Gordons vekstformel». En fordel med denne metoden er at premien blir satt i fokus og at den fanger opp en svingende premie. Ulempen er at metoden er svært sensitiv for endringer og forutsetter en universal verdsettelsesmodell.

Den siste metoden er en spørreundersøkelse av investorer eller akademikere om hva de tenker at avkastningen i aksjemarkedet blir fremover. En spørreundersøkelse kan gi et godt estimat så lenge deltagerne er representative.

Vi har valgt å bruke sistnevnte metode som omfatter en spørreundersøkelse gjennomført av PwC i samarbeid med Norske Finansanalytikerens Forening (NFF). Undersøkelsen gjennomføres årlig blant ca. 1 000 medlemmer av NFF. I 2020 var det 151 som svarte på undersøkelsen. Resultatet fra undersøkelsen viser at markedsrisikopremien i Norge har en median på omtrent 5% (PwC, 2020). Vi velger derfor å bruke 5% som markedets risikopremie videre i vår oppgave.

#### 7.1.4 Likviditetspremie

En likviditetspremie er en kompensasjon knyttet til risikoen for å bli «låst» til en aksje (Kaldestad & Møller, 2016, s. 171). En slik premie blir gjerne beregnet ved en lavt omsettelig aksje, fordi det kan oppstå problemer med å realisere et salg. Premiens størrelse er en skjønsmessig vurdering basert på hvor likvid aksjen er.

XXL er et børsnotert selskap på Oslo Børs, og er dermed å anse som en likvid aksje. Vi velger å sette likviditetspremie lik 0.

#### 7.1.5 Estimert avkastningskrav til egenkapitalen over analyseperioden

Egenkapitalkrav etter skatt	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Risikofrirente etter skatt	0,011	0,010	0,012	0,014	0,012	0,006	0,011
(+) Egenkapitalbeta	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
(*) Markedets risikopremie	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
(=) Egenkapitalkrav etter skatt	0,1258	0,1177	0,1224	0,1244	0,1194	0,1119	<b>0,1198</b>

Tabell 40: Egenkapitalkrav etter skatt

Som vi ser i tabellen, er det tidsvektede avkastningskravet til egenkapitalen etter skatt 11,98 %. Avkastningskravet er basert på overnevnte tidsvektede risikofri rente på 1,11%, egenkapitalbeta på 2,2 og en markedsrisikopremie på 5 %. Dette kravet er samtidig kun et gjennomsnitt fra analyseperioden. Vi vil beregne årlig avkastningskrav til egenkapitalen i kapittel 7.4. Dette vil brukes til senere analyseformål.

## 7.2 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Vi vil i dette delkapitlet regne ut kravet til netto finansiell gjeld. Dette gjør vi for å senere lage et estimat på avkastningskravet til netto driftskapital. Avkastningskravet til netto finansiell gjeld beregnes som følgende: (Knivsflå, F10, 2019, s. 58)

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}$$

*nfgk = Netto finansielt gjeldskrav fgk = Finansielt gjeldskrav FG = Finansiell gjeld*

*NFG = Netto finansiell gjeld fek = Finansielt eiendelskrav FE = Finansielle eiendeler*

For å komme frem til dette kravet, må vi som formelen viser, først beregne kravene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Dette vil gjøres i de to påfølgende delkapitlene. Disse vil så vektlegges etter hvor stor andel henholdsvis finansielle eiendeler og finansiell gjeld utgjør av netto finansiell gjeld.

### 7.2.1 Avkastningskrav til finansiell gjeld

Kravet til avkastning på finansiell gjeld tilsvarer risikofri rente etter skatt tillagt en kredittrisikopremie. Sistnevnte baseres på analyseobjektets syntetiske rating (Knivsflå, F10, 2019, s. 60).

Avkastningskrav til finansiell gjeld	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Syntetisk rating XXL	A	A-	BBB+	BBB-	CC+	BB+	BBB-
Risikofri rente etter skatt	0,012	0,010	0,013	0,015	0,012	0,006	0,011
(+) Kredittrisikopremie	0,010	0,010	0,014	0,014	0,149	0,031	0,014
(-) Finansielt gjeldskrav	0,022	0,020	0,027	0,029	0,161	0,037	0,025

Tabell 41: Avkastningskrav til finansiell gjeld

Jo lavere den syntetiske ratingen til XXL er, jo mer utslagsgivende blir dette for avkastningskravet, noe året 2019 illustrerer godt. Vi har beregnet det finansielle gjeldskravet etter tidsvekting til å være 2,5 %.

### 7.2.2 Avkastningskrav til finansielle eiendeler

Det finansielle eiendelskravet kan finnes ved å vekte kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet etter hvilken andel postene utgjør av finansielle eiendeler. Etersom XXL ikke har noen finansielle fordringer i løpet av analyseperioden, har vi ikke tatt med

fordringskravet i beregningen, da denne vil utgjøre null. XXL har ikke noe betydelig likviditetsoverskudd før i 2020, og dermed blir ikke kontantkrav vektlagt før dette året. I årene 2016-2018 består finansielle eiendeler kun av investeringer.

Avkastningskrav til finansielle eiendeler	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Kontantkrav	0.012	0.010	0.013	0.015	0.012	0.006	0.011
(*) Kontantvekt	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000	
(+) Investeringskrav	0.064	0.059	0.063	0.065	0.061	0.054	0.061
(*) Investeringsvekt	0.000	1.000	1.000	1.000	0.000	0.000	
<b>(=) Finansielt eiendelskrav</b>	<b>0.000</b>	<b>0.059</b>	<b>0.063</b>	<b>0.065</b>	<b>0.000</b>	<b>0.006</b>	<b>0.029</b>

Tabell 42: Avkastningskrav til finansielle eiendeler

Vi får etter beregningen et tidsvektet gjennomsnittlig krav til finansielle eiendeler på 2,9 %.

### 7.2.3 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Etter å ha regnet ut kravet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler kan vi beregne avkastningskravet til netto finansiell gjeld ved å vekte disse med andelen de nevnte postene utgjør av netto finansiell gjeld.

Avkastningskrav til netto finansiell gjeld	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Krav til finansiell gjeld	0,022	0,020	0,027	0,029	0,161	0,037	0,025
(*) Finansiell gjeld/Netto finansiell gjeld	1,000	1,001	1,002	1,004	1,000	3,185	
(-) Krav til finansielle eiendeler	0,000	0,059	0,063	0,065	0,000	0,006	0,029
(*) Finansielle eiendeler/Netto finansiell gjeld	0,000	0,001	0,002	0,004	0,000	2,185	
<b>(=) Krav til netto finansiell gjeld</b>	<b>0,022</b>	<b>0,020</b>	<b>0,026</b>	<b>0,028</b>	<b>0,161</b>	<b>0,105</b>	<b>0,027</b>

Tabell 43: Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Avkastningskravet til netto finansiell gjeld blir følgende satt til 2,7 %.

### 7.3 Finansielle betaer

For å kunne estimere årlig egenkapitalbeta, må vi først finne netto finansiell gjeldsbeta, som er gitt ved følgende formel (Knivsflå, F10, 2019, s. 71):

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} * \frac{FG}{NFG} + \beta_{FE} * \frac{FE}{NFG}$$

$$\beta_{NFG} = \text{Netto finansiell gjeldsbeta} \quad \beta_{FG} = \text{Finansiell gjeldsbeta} \quad \beta_{FE} = \text{Finansiell eiendelsbeta}$$

### 7.3.1 Finansiell gjeldsbeta

Vi kan finne finansiell gjeldsbeta ved å multiplisere kredittrisikopremien med markedsrisikodelen til finansiell gjeld og dele dette på markedsrisikopremien. Kredittrisikopremie og markedspremie har vi funnet tidligere. Markedsrisikodelen, det vil si delen av kredittrisikopremien som kan forklares med systematisk risiko, kan estimeres ut ifra regresjonsstatistikken i kapittel 7.1.2. Vi kan bruke R kvadrat som en tilnærming til markedsrisikodelen til egenkapitalen og nedjusterer denne til 1/3 av dette for å finne tilsvarende del for finansiell gjeld.

Finansiell gjeldsbeta	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Syntetisk rating	A	A-	BBB+	BBB-	CC+	BB+	BBB-
Lang kredittrisikopremie	0,010	0,010	0,014	0,014	0,149	0,031	0,014
(/) Markedspremie	0,052	0,049	0,050	0,050	0,049	0,048	0,049
<b>(=) Finansiell gjeldsbeta når mrd = 1</b>	<b>0,192</b>	<b>0,204</b>	<b>0,280</b>	<b>0,280</b>	<b>3,041</b>	<b>0,646</b>	<b>0,283</b>
Markedsrisikodel EK	0,284	0,284	0,284	0,284	0,284	0,284	0,284
(*) Justeringsfaktor gjeld	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
<b>(=) * Markedsrisikodel FG</b>	<b>0,095</b>	<b>0,095</b>	<b>0,095</b>	<b>0,095</b>	<b>0,095</b>	<b>0,095</b>	<b>0,095</b>
<b>(=) Finansiell gjeldsbeta</b>	<b>0,018</b>	<b>0,019</b>	<b>0,026</b>	<b>0,026</b>	<b>0,287</b>	<b>0,061</b>	<b>0,027</b>

Tabell 44: Finansiell gjeldsbeta

Vi ender opp med en finansiell gjeldsbeta på 0,03.

### 7.3.2 Finansiell eiendelsbeta

For å finne finansiell eiendelsbeta beregner vi det vektete snittet av kontantbeta, investeringsbeta og fordringsbeta, alle vektet likt som da vi beregnet finansielt eiendelskrav. Igjen har ikke XXL finansielle fordringer, og fordringsbeta er utelatt fra beregningen. Knivsflå anbefaler at kontantbeta settes til 0 da kontanter anses som risikofrie. Investeringsbetaen settes til 1, da forutsetningen om at disse er veldiversifiserte legges til grunn (Knivsflå, F10, 2019, s. 69).

Finansiell eiendelsbeta	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Kontantbeta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
(*) Kontantvekt	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,20
(+) Investeringsbeta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
(*) Investeringsvekt	0,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00	0,45
<b>(=) Finansiell eiendelsbeta</b>	<b>0,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,45</b>

Tabell 45: Finansiell eiendelsbeta

Da kontantbetaen settes til 0, vil det kun være investeringsbetaen som vil være utslagsgivende for den finansielle eiendelsbetaen. XXL hadde kun finansielle investeringer i årene 2016-2018. Disse utgjorde 100 % av finansielle eiendeler disse årene, og finansiell eiendelsbeta vil følgende bli 1 disse årene. Tidsvektet snitt blir 0,45.



### 7.3.3 Netto finansiell gjeldsbeta

Til slutt kan vi beregne netto finansiell gjeldsbeta. Vi bruker da gjeldsbeta og eiendelsbeta som ble funnet i foregående avsnitt og bruker vekter som funnet under beregning av finansielle krav.

Netto finansiell gjeldsbeta	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Finansiell gjeldsbeta	0.018	0.019	0.026	0.026	0.287	0.061	0.027
(*) Finansiell gjeldsvekt	1.000	1.001	1.002	1.004	1.000	3.185	
(-) Finansiell eiendelsbeta	0.000	1.000	1.000	1.000	0.000	0.000	0.450
(*) Finansiell eiendelsvekt	0.000	0.001	0.002	0.004	0.000	2.185	
<b>(=) Netto finansiell gjeldsbeta</b>	<b>0.018</b>	<b>0.018</b>	<b>0.025</b>	<b>0.022</b>	<b>0.287</b>	<b>0.194</b>	<b>0.122</b>

Tabell 46: Netto finansiell gjeldsbeta

Da ender vi opp med en netto finansiell gjeldsbeta på 0,12.

### 7.4 Avkastningskrav til egenkapital og netto driftskapital

Vi vil i dette delkapitlet beregne egenkapitalkravet på nytt med ny årlig beta, samt kravet til netto driftskapital.

#### 7.4.1 Netto driftsbeta og årlig egenkapitalbeta

Først vil vi finne XXL sin netto driftsbeta og årlige egenkapitalbeta, slik at en kan regne ut netto driftskrav i kapittel 7.4.3. Vi bruker egenkapitalbeta og netto finansiell gjeldsbeta som er funnet tidligere i kapitlet, og vekter disse med den henholdsvis prosentvise andelen egenkapital og netto finansiell gjeld utgjør i forhold til netto driftskapital, og vi finner da den gjennomsnittlige netto driftsbeta.

Netto driftsbeta	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Egenkapitalbeta	2,21	2,40	2,52	2,58	2,03	1,77	2,20
(*) EK/NDK	0,75	0,69	0,66	0,64	0,71	0,94	0,74
(+) Netto finansiell gjeldsbeta	0,02	0,02	0,02	0,02	0,29	0,19	0,12
(*) NFG/NDK	0,25	0,31	0,34	0,36	0,76	0,06	0,38
<b>(=) Netto driftsbeta</b>	<b>1,67</b>	<b>1,67</b>	<b>1,67</b>	<b>1,67</b>	<b>1,67</b>	<b>1,67</b>	<b>1,67</b>

Tabell 47: Netto driftsbeta

Ut ifra beregningene får vi en netto driftsbeta på 1,67. Med utgangspunkt i Miller & Modigliani sin proposisjon om at netto driftsbeta vil holde seg konstant over tid, setter vi netto driftsbeta til 1,67 for alle år. Nå står en kun igjen med én ukjent, som er den årlige egenkapitalbetaen, som lett kan finnes ved følgende formel:

$$\beta_{EK} = \frac{\text{Netto driftsbeta} - (\text{Netto finansiell gjeldsbeta}) * \frac{NFG}{NDK}}{\frac{EK}{NDK} + \frac{MI}{NDK}}$$

Den årlige egenkapitalbetaen varierer fra 1,62 i 2020 til så høyt som 2,58 i 2018.

#### 7.4.2 Årlig avkastningskrav til egenkapital

Etter å ha funnet egenkapitalbeta kan en så utarbeide et estimat for årlige avkastningskrav til egenkapitalen, ved hjelp av kapitalverdimodellen, slik vi gjorde i delkapittel 7.1.5, men da kun med én enkelt beta som ble anvendt på alle årene.

Egenkapitalkrav etter skatt	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Risikofri rente etter skatt	0,011	0,010	0,012	0,014	0,012	0,006	0,011
(+) Justert EK-beta	2,21	2,40	2,52	2,58	2,03	1,77	2,22
(*) Risikopremie etter skatt	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
(=) Egenkapitalkrav- CAPM	0,127	0,128	0,139	0,144	0,111	0,091	0,121
(+) Illikviditetspremie- majoritet	0	0	0	0	0	0	0
<b>(=) Egenkapitalkrav etter skatt</b>	<b>0,127</b>	<b>0,128</b>	<b>0,139</b>	<b>0,144</b>	<b>0,111</b>	<b>0,091</b>	<b>0,121</b>

Tabell 48: Egenkapitalkrav etter skatt

Her har vi en varierende beta, noe som også gir større variasjoner i avkastningskravet, fra 9,1 % i 2020, til 14,4 % i 2018.

#### 7.4.3 Netto driftskrav

Netto driftskrav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Egenkapitalkrav	0,127	0,128	0,139	0,144	0,111	0,091	0,121
(*) EK/NDK	0,75	0,69	0,66	0,64	0,71	0,94	0,74
(+) Netto finansielt gjeldskrav	0,02	0,02	0,03	0,03	0,16	0,11	0,03
(*) NFG/NDK	0,25	0,31	0,34	0,36	0,76	0,06	0,38
<b>(=) Netto driftskrav</b>	<b>0,100</b>	<b>0,095</b>	<b>0,100</b>	<b>0,102</b>	<b>0,202</b>	<b>0,092</b>	<b>0,099</b>

Tabell 49: Netto driftskrav

Vi avslutter kapitlet med å beregne avkastningskrav til netto driftskapital. Dette ligger for det meste rundt snittet på 9,9 % med unntak av 2019, da XXL hadde en svært lav kredittrating.

## 8 Lønnsomhetsanalyse og strategisk fordel

I dette kapitlet skal vi gjennomføre en lønnsomhetsanalyse av XXL og undersøke om konklusjonen fra den strategiske analysen samsvarer med denne. Lønnsomhetsanalysen vil baseres på rentabilitet, som er et forholdstall om hvor mye avkastning kapitalen generer i form av en prosentvis rente (Knivsflå, F11, 2019, s. 5). Rentabiliteten gir en målestokk slik at det er mulig å sammenligne lønnsomhet over tid og med andre selskaper. Målet med analysen er å beregne den strategiske fordelen til XXL. Analysen av den strategiske fordelen består av flere komponenter som skal gjennomgås i videre delkapitler.

Vi har kun bransjetall for perioden 2015-2019, slik at når vi skal dekomponere den eventuelle driftsfordelen til XXL vil dette påvirke våre estimater for 2020, inkludert vårt tidsvektede snitt.

### 8.1 Superrentabilitet

Vi vil i den videre analysen gjøre dette med en strategisk rentabilitetsanalyse, fremfor en tradisjonell rentabilitetsanalyse. En tradisjonell analyse fokuserer kun på egenkapitalrentabiliteten, mens en strategisk analyse fokuserer på superrentabiliteten (Knivsflå, F11, 2019, s. 13). I dette delkapitlet vil vi gjennomgå superrentabilitet.

XXL vil kunne oppnå en strategisk fordel hvis egenkapitalrentabiliteten er høyere enn egenkapitalkravet (Knivsflå, F12, 2019, s. 5). Differansen mellom egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet er superrentabilitet. Formelen for beregningen ser slik ut:

$$\text{Superrentabilitet} = \text{Egenkapitalrentabilitet} - \text{Egenkapitalkrav}$$

Formelen for beregning av egenkapitalrentabilitet er følgende (Knivsflå, F11, 2019, s. 5):

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Nettoresultat til egenkapitalen}}{\text{Bokført egenkapital}}$$

En kan enten velge å bruke fullstendig nettoresultat eller et normalisert nettoresultat. Ved å bruke fullstendig nettoresultat vil rentabiliteten ha en grad av relevans ved en risikoanalyse når eventuelle svingninger er inkludert i resultatet (Knivsflå, F11, 2019, s. 6). Et normalisert nettoresultat er det alternativet som er best egnet for budsjettering og framskriving av resultatet

(Knivsflå, F11, 2019, s. 6). Vi har i kapittel 5 normalisert regnskapet slik at vi velger å bruke det normaliserte nettoresultatet ved beregning av egenkapitalrentabilitet. Den bokførte egenkapitalen anbefaler Knivsflå at en bruker et gjennomsnitt av inngående og utgående egenkapital (Knivsflå, F11, 2019, s. 7).

Egenkapitalrentabilitet	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Nettoresultat til egenkapital	465 846	531 279	495 780	245 790	-291 975	176 385	
(/) Gjennomsnittlig egenkapital (IB + UB) / 2	3 292 500	3 487 000	3 727 000	3 778 000	3 768 000	4 005 500	
<b>(=) Egenkapitalrentabilitet</b>	<b>0,141</b>	<b>0,152</b>	<b>0,133</b>	<b>0,065</b>	<b>-0,077</b>	<b>0,044</b>	<b>0,052</b>

Tabell 50: Beregning av egenkapitalrentabilitet

Vi observerer en høyere rentabilitet de tre første årene av perioden. I 2018 blir rentabiliteten nærmest halvert grunnet vesentlig nedgang i nettoresultatet til egenkapital. Videre i 2019 var det et underskudd som fører til at rentabiliteten blir minus, altså en negativ avkastning på kapitalen. I 2020 snur trenden med et overskudd, men størrelsen på overskuddet er ikke på likt nivå som tidligere år. Den tidsvektede egenkapitalrentabiliteten ender på 5,2%.

Superrentabilitet	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet
Egenkapitalrentabilitet	0,141	0,152	0,133	0,065	-0,077	0,044	
(-) Egenkapitalkravet	0,127	0,128	0,139	0,144	0,111	0,091	
<b>(=) Superrentabilitet</b>	<b>0,014</b>	<b>0,024</b>	<b>-0,006</b>	<b>-0,079</b>	<b>-0,188</b>	<b>-0,047</b>	<b>-0,069</b>

Tabell 51: Beregning av superrentabilitet

Det ble oppnådd superrentabilitet de to første årene i analyseperioden. Dette betyr at aksjonærene fikk en meravkastning utover det fastsatte egenkapitalkravet. I de tre siste årene oppnår de ikke superrentabilitet. Årsaken til dette er at kravet er høyere enn hva den faktiske avkastningen var i den enkelte periode. Vi har tidligere antatt at XXL har en liten strategisk ulempe sammenlignet med de komparative selskapene. Etter å ha beregnet superrentabiliteten, stemmer vår antakelse. I delkapitlene under vil vi se nærmere på de ulike faktorene som påvirker en strategisk fordel.

## 8.2 Driftsfordel

I dette delkapittelet skal vi undersøke om det foreligger en driftsfordel eller driftsulempe sett i forhold til den strategiske analysen i kapittel 4. En driftsfordel består av faktorene bransje-, ressurs- og gearingfordel (Knivsflå, F11, 2019, s. 34 og 37).

Vi har valgt å ikke inkludere år 2020 på bakgrunn av at vi ikke har komplette regnskapstall for bransje det gjeldende året, kun for XXL. Det vil gi et uriktig bilde å inkludere 2020 for XXL, da disse tallene ikke har et sammenligningsgrunnlag.

### 8.2.1 Bransjefordel

Bransjefordelen vurderes i sammenheng med de eksterne bransjeanalysene i kapittel 4; PESTEL og Porters fem krefter. Bransjefordelen kan øke dersom en bransje har muligheter, motsatt dersom det kan oppstå trusler (Knivsflå, F12, 2019, s. 11).

Beregningen av bransjefordelen gjøres på følgende måte:

$$\text{Bransjefordel drift} = ndr_B - ndk_B$$

Nettodriftsrentabilitet for bransjen beregnes med utgangspunkt i gjennomsnittlig kapital, inkludert hva som er opptjent kapital i løpet av året (Knivsflå, F12, 2019, s. 12). Denne sier noe om hvor mye avkastning det er på selskapets netto driftseiendeler. Netto driftskravet i bransjen kan beregnes med en forenkling ved å sette bransjens netto driftskrav til vårt netto driftskrav for XXL fordi driften er tilnærmet lik i bransjen (Knivsflå, F12, 2019, s. 9). Beregningen av bransjefordelen drift blir slik:

Bransjefordel drift	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektning
Netto driftsrentabilitet bransje	0.225	0.174	0.171	0.122	0.173	0.1629
(-) Netto driftskrav	0.100	0.095	0.100	0.102	0.202	0.1308
<b>(=) Bransjefordel drift</b>	<b>0.125</b>	<b>0.080</b>	<b>0.071</b>	<b>0.020</b>	<b>-0.028</b>	<b>0.0321</b>

Tabell 52: Bransjefordel drift

I tabellen ser vi en fallende trend for den driftsmessige bransjefordelen. Driftsrentabiliteten for bransjen har omtrent blitt halvert i perioden 2015 til 2018, med en oppgang igjen i 2019. Denne målestokken sier noe om hvor mye netto driftseiendeler klarer å genere av penger. JD Sports Fashion har vesentlig høyere driftsrentabilitet som er med å dra opp gjennomsnittet for bransjen. Netto driftskrav har en markant oppgang i 2019 på grunn av en betydelig økning i netto finansielt gjeldskrav som blant annet følger av en kraftig økning i kredittrisikopremie. Tidsvektet bransjefordelen drift ender på 3,21 %.

### 8.2.2 Ressursfordel

Ressursfordel kan kobles opp mot den interne analysen som ble gjennomført i kapittel 4. I VRIO-analysen undersøkte vi XXL sine sterke og svake sider som kan gi et varig konkurransefortrinn. En positiv ressursfordel vil innebære at XXL har et konkurransefortrinn over bransjen.

Beregningen av ressursfordelen gjøres på følgende måte:

$$\text{Ressursfordel drift} = (ndr - ndr_B)$$

Ressursulempe drift	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektning
Netto driftsrentabilitet XXL	0,11	0,11	0,09	0,05	-0,03	0,05
(-) Netto driftsrentabilitet bransje	0,225	0,174	0,171	0,122	0,173	0,16
<b>(=) Ressursulempe drift</b>	<b>-0,113</b>	<b>-0,068</b>	<b>-0,080</b>	<b>-0,074</b>	<b>-0,203</b>	<b>-0,117</b>

Tabell 53: Ressursulempe drift

I tabellen observerer vi at ressursfordelen er negativ gjennom hele perioden, hvilket innebærer at XXL har hatt en ressursulempe. Den tidsvektede ressursulempen er på -11,7%, dette kan tyde på at XXL ikke er like lønnsomme som resten av bransjen. En faktor til ressursulempen kan være sammenligningsgrunnlaget som er benyttet; at dette kan ha gitt en usannsynlig høy nettodriftsrentabilitet for bransjen. Enkelte selskaper kan drive svære godt i et helt annet geografisk marked og med andre fordeler som for eksempel bedre innkjøpsvilkår enn andre konkurrenter. JD Sports Fashion har en vesentlig høyere driftsrentabilitet enn de andre selskapene. Uten JD Sports Fashion i analysen, ville den tidsvektede ressursfordelen ha vært negativ på -0,04, en differanse på 0,07. Ved å kun inkludere de nordiske konkurrentene, Sport 1, Stadion og Stadium, vil det likevel bli en tidsvektet negativ ressursfordel, men vesentlig mindre.

I VRIO-analysen kom vi frem til at XXL har et lite konkurransefortrinn i form av stordriftsfordeler innenfor innkjøp, logistikk og vareutvalg. Dette kan bidra til en kostnadseffektiv drift av selskapet. Vi antok tidligere at XXL kunne ha en noe lavere rentabilitet sammenlignet med bransjen. Det har vi fått bekreftet i tabellen ovenfor, og vi ser at XXL faktisk har lavere rentabilitet enn bransjen. Totalt sett stemmer vår hypotese om konkurranseulempe

sammenlignet med bransjen, men ressursulempen ble noe større enn det den strategiske analysen skulle tilsi.

En ressursfordel/ulempe kan dekomponeres i to områder for å finne de underliggende faktorene. Disse deles inn i marginalfordel og omløpsfordel (Knivsflå, F12, s. 27).

### 8.2.2.1 Marginfordel

En marginfordel sier noe om selskapet har ressurser som kan gi en fordel sammenlignet med bransjen. En fordel betyr at selskapet klarer å oppnå kostnadsfordeler per omsatte krone (Knivsflå, F12, 2019, s. 29). Formelen for beregningen er som følgende:

$$\text{Marginalfordel} = (\text{ndm} - \text{ndm}_B) * \text{onde}$$

Hvor:

$\text{ndm} = \text{Netto driftsresultat} / \text{driftsinntekter}$

$\text{ndm}_B = \text{Netto driftsresultat bransje} / \text{driftsinntekter bransje}$

$\text{onde} = \text{Driftsinntekter} / \text{netto driftseiendeler (XXL)}$

Marginfordel	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektning
Netto driftsmargin XXL	0,10	0,09	0,08	0,04	-0,02	0,04
(-) Netto driftsmargin bransjen	0,05	0,05	0,05	0,04	0,04	0,04
(=) Uvektet marginfordel	0,05	0,04	0,03	0,00	-0,06	0,00
(*) Omløpet til netto driftskapital	2,05	1,74	1,67	1,62	1,56	1,67
<b>(=) Marginfordel</b>	<b>0,09</b>	<b>0,07</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,003</b>

Tabell 54: Marginfordel

I tabellen ser vi at det har vært en marginfordel de tre første årene i perioden. Netto driftsmargin for XXL har i perioden vært fallende. Dette innebærer at driften har blitt mindre lønnsom gjennom årene, og i 2019 ble det et driftsmessig underskudd som ga negativ driftsmargin. Driftsmarginen i bransjen har vært forholdsvis stabil gjennom perioden og gir en tidsvektet netto driftsmargin på 4,3%. Dette gir en uvektet marginfordel på -0,4 %. Omløpet til netto driftskapital sier noe om hvor mye driftseiendelene generer av omsetning (Knivsflå, F12, s. 27). Denne har vært jevnt dalende fra 2015 til og med 2019., hvilket betyr at netto driftseiendelene ikke har klart å genere like god verdi som i starten av perioden. Vi ender opp med en tidsvektet marginulempe på -0,3%. Ulempen er tilnærmet null, dermed vurderer vi marginulempen til å være tilnærmet bransjesnittet.

Marginulempen gir en indikasjon på om XXL ikke er mer lønnsom enn gjennomsnittsselskapet i bransjen. Videre vil vi dekomponere beregningen ved hjelp av en «common size» analyse av resultatregnskapet. Postene blir presentert som prosentandeler av omsetningen for å få frem et sammenligningsgrunnlag (Knivsflå, F12, 2019, s. 35).

Common size analyse XXL og bransjen	2015	2016	2017	2018	2019	Bransje sni	XXL snitt	Avvik
Driftsinntekter	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	0,0 %
(-) Varekostnad	60,2 %	60,1 %	60,5 %	62,7 %	66,0 %	63,2 %	61,9 %	-1,3 %
(-) Lønnskostnader	15,3 %	15,9 %	16,3 %	17,0 %	18,4 %	16,2 %	16,6 %	0,3 %
(-) Andre driftskostnader	13,3 %	13,5 %	13,8 %	14,6 %	10,2 %	14,7 %	13,1 %	-1,7 %
(-) Avskrivninger og nedskrivninger	1,4 %	1,6 %	1,8 %	2,0 %	7,7 %	1,5 %	2,9 %	1,4 %
(=) Driftsresultat	9,8 %	8,9 %	7,7 %	3,7 %	-2,2 %	4,3 %	5,6 %	1,2 %
(-) Driftsrelatert skattekostnad	2,0 %	1,9 %	1,6 %	0,8 %	-0,5 %	1,0 %	1,2 %	0,2 %
<b>(=) Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>7,7 %</b>	<b>7,1 %</b>	<b>6,1 %</b>	<b>3,0 %</b>	<b>-1,8 %</b>	<b>3,4 %</b>	<b>4,4 %</b>	<b>1,0 %</b>

Tabell 55: "Common size" analyse av XXL og bransjen

Kostnadsavvik som er uttrykt negativt, viser at XXL har lavere andel enn bransjen, altså en fordel. I analysen kommer det frem at det er marginale forskjeller mellom XXL og bransjen. Det største fordelaktige avviket er andre driftskostnader. Her har XXL 1,67% lavere andre driftskostnader enn bransjen. XXL har 1,41% høyere avskrivning -og nedskrivingskostnader i forhold til bransjen. Driftsresultatet er 1,04% høyere sammenlignet med de komparative selskapene, noe som ikke gjenspeiler beregningene av marginfordel. Tidsvekter vi derimot gjennomsnittet på 4,41%, får vi 3,05%, som utgjør en differanse på 1,36%. Grunnen til at XXL har et høyere gjennomsnittlig driftsresultat enn bransjen, er fordi XXL hadde gode marginer i de tre første årene av perioden. Totalt sett er det minimale forskjeller mellom XXL og bransjen.

#### 8.2.2.2 Omløpsfordel

Omløpsfordel er en effektivitetsmålestokk som viser selskapets evne til å skape omsetning i forhold til bransjen, korrigert for bransjens netto driftsmargin (Knivsflå, F12, 2019, s. 41). Formelen er som følgende:

$$Omløpsfordel = (onde - onde_B) * ndm_B$$

Hvor:

*onde* = omløpshastigheten til netto driftseiendeler

*onde<sub>B</sub>* = omløpshastigheten til netto driftseiendeler bransje

*ndm<sub>B</sub>* = netto driftsmargin bransje



Omløpsfordel (ulempe)	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektning
Omløpet til netto driftskapital XXL	2,05	1,74	1,67	1,62	1,56	1,67
(-) Omløpet til netto driftskapital bransjen	5,27	6,11	5,11	5,50	4,83	5,26
(=) Uvektet omløpsfordel	-3,22	-4,37	-3,44	-3,88	-3,28	-3,59
(*) Netto driftsmargin i bransjen	0,052	0,048	0,047	0,041	0,037	0,043
<b>(=) Omløpsfordel (ulempe)</b>	<b>-0,17</b>	<b>-0,21</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,154</b>

Tabell 56: Omløpsulempe

Som vist i tabellen har XXL hatt en omløpsulempe gjennom hele perioden med et tidsvektet snitt på -15,4%. En omløpsulempe gir indikasjoner på at selskapet ikke klarer å generere fortjeneste på netto driftseiendelene sammenlignet med resten av bransjen. Bransjen har vesentlig høyere omløpshastighet på netto driftskapital enn XXL. Dette kan bety at bransjen klarer å skape mer inntekter per investerte krone, enn det XXL oppnår.

### 8.2.3 Oppsummering strategisk fordel drift

Oppsummert strategisk fordel drift	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektning
Marginfordel	0,09	0,07	0,05	-0,01	-0,09	-0,003
(+) Omløpsfordel	-0,17	-0,21	-0,16	-0,16	-0,12	-0,154
(=) Ressursfordel drift	-0,07	-0,07	-0,08	-0,07	-0,20	-0,113
(+) Bransjefordel	0,12	0,08	0,07	0,02	-0,03	0,032
<b>(=) Strategisk fordel drift</b>	<b>0,05</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,23</b>	<b>-0,081</b>

Tabell 57: Oppsummering av strategisk fordel/ulempe drift

Marginulempen har et svært lavt avvik ved sammenligning mellom XXL og bransjen. Vi anser marginulempen som uvesentlig basert på våre analyser. Det foreligger ingen ressursfordel knyttet til driften, da det tidsvektede tallet er på -8,12%. Her ligger det en del forbedringspotensial for å oppnå samme nivå som resten av bransjen. Vi ser allerede tegn på forbedringer i 2020, da omsetningen har økt samtidig som netto driftskapital har gått ned, hvor blant annet varelageret har blitt redusert. Det foreligger et avvik på 0,006 mellom ressursfordel drift beregnet i kapittel 8.2.2 og dekomponeringen av ressursfordel i kapittel 8.2.2.1 og 8.2.2.2 grunnet avrundinger i datagrunnlaget.

### 8.2.4 Gearingfordel drift

En gearingfordel viser hvilke fordeler som kan oppnås ved å finansiere driften med bruk av gjeld (Knivsfå, F12, s. 63). Denne beregnes ved å finne differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav, og gange dette med gearing, som er summen av netto

finansiell gjeldsgrad og eventuell minoritetsgrad (Knivsflå, F12, 2019, s. 63). XXL har ingen minoritetsinteresser i vår analyseperiode 2015-2019. Formelen for gearing er som følgende:

$$\text{Gearingfordel drift} = (\text{ndr} - \text{ndk}) * \text{nfgg}$$

Hvor:

*ndr* = netto driftsresultat/netto driftseiendeler

*ndk* = netto driftskrav

*nfgg* = netto finansiell gjeld/egenkapital

Gearingfordel drift	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektning
Strategisk fordel	0,01	0,01	-0,01	-0,05	-0,23	-0,09
(*) Gearing	0,33	0,45	0,52	0,56	1,07	0,67
<b>(=) Gearingfordel drift</b>	<b>0,004</b>	<b>0,005</b>	<b>-0,005</b>	<b>-0,030</b>	<b>-0,247</b>	<b>-0,083</b>

Tabell 58: Gearingfordel drift

Gearingfordelen har hatt en sterk negativ utvikling gjennom perioden. Den største nedgangen skjer i 2019 hvor den strategiske ulempen har blitt kraftig forverret. Dette er på grunn av et negativt driftsresultat og høyere netto driftskrav. Samtidig som gearing omtrent dobles fra 2018 til 2019, grunnet en økning i finansielle eiendeler som følger av en økning av kontantbeholdningen. Vi ender opp med en tidsvektet gearingulempe drift på 8,3%.

#### 8.2.5 Oppsummering av driftsfordel

I oppsummeringstabellen nedenfor ser vi at det foreligger en tidsvektet bransjefordel drift på 3,2%, etterfulgt av en tidsvektet ressursulempe drift på -11,7%. Dette utgjør en driftsmessig strategisk ulempe på -8,1%. Videre kom vi fram til en gearingulempe drift på -8,3%. Til slutt ender driftsulempen på -16,5% for XXL basert på perioden 2015-2019.

Driftsfordel/ulempe	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektning
Bransjefordel drift	0,12	0,08	0,07	0,02	-0,03	0,032
(+) Ressursulempe drift	-0,07	-0,07	-0,08	-0,07	-0,20	-0,113
(=) Strategisk ulempe drift	0,05	0,01	-0,01	-0,05	-0,23	-0,081
(+) Gearing ulempe drift	0,004	0,005	-0,005	-0,030	-0,247	-0,083
<b>(=) Driftsfordel/ulempe</b>	<b>0,057</b>	<b>0,016</b>	<b>-0,015</b>	<b>-0,084</b>	<b>-0,479</b>	<b>-0,165</b>

Tabell 59: Driftsfordel/ulempe drift

### 8.3 Finansieringsfordel

Videre vil vi ta for oss den andre komponenten av XXL sin strategiske fordel; finansieringsfordelen. Det er som regel vanskeligere å skaffe seg konkurransefortrinn via kapitalmarkedet, sammenlignet med fortrinn som følge av driften. Finansieringsfordelen vil som følge av dette kun utgjøre en minimal andel av XXL sin strategiske fordel.

Vi kan beregne finansieringsfordelen etter denne formelen:

$$FF = (nfgk - nfggr) * nfgg + (mik - mir) * mig$$

*der FF= finansieringsfordel, nfgk= netto finansielt gjeldskrav, nfggr= netto finansiell gjeldsrentabilitet, nfgg= netto finansiell gjeldsgrad, mik= minoritetskrav, mir= minoritetsrentabilitet, mig= minoritetsgrad.*

Den andre delen av formelen faller i vårt tilfelle bort, da XXL ikke har minoriteter per 31.1.2.2019. Da står vi igjen med differansen mellom netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeldsrentabilitet, multiplisert med netto finansiell gjeldsgrad. Så lenge kravet er større enn renten, så vil XXL ha en finansieringsfordel. Vi deler inn finansieringsfordelen i fordelen knyttet til finansiell gjeld og til finansielle eiendeler.

#### 8.3.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld

Dersom finansielt gjeldskrav er større enn finansiell gjeldsrente, vil vi oppnå en finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld. Gjeld i forhold til egenkapital vil kunne påvirke hvor stor denne fordelen blir, som formelen under illustrerer:

$$FFFG = (fgk - fgr) * fgg$$

*der FFFG= finansieringsfordel finansiell gjeld, fgk= finansielt gjeldskrav, fgr=finansiell gjeldsrentabilitet, fgg= finansiell gjeldsgrad*

Finansieringsfordel finansiell gjeld	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Finansielt gjeldskrav	0,02	0,02	0,03	0,03	0,16	0,07
(-) Finansiell gjeldsrente	0,03	0,01	0,02	0,02	0,09	0,04
(=) Finansiell gjeldsrentefordel (ulempe)	-0,01	0,01	0,01	0,01	0,08	0,03
(*) Finansiell gjeldsgrad	0,33	0,45	0,52	0,56	1,07	0,67
<b>(=) Finansieringsfordel (ulempe) finansiell gjeld</b>	<b>-0,003</b>	<b>0,003</b>	<b>0,006</b>	<b>0,007</b>	<b>0,081</b>	<b>0,028</b>

Tabell 60: Finansieringsfordel finansiell gjeld

XXL har en finansieringsfordel i alle år med unntak av 2015. I 2019 er finansieringsfordelen vesentlig større enn tidligere år, som følge av en betydelig høyere kredittrisikopremie. Dette drar opp snittet til 2,8 % etter tidsvekting, noe som er relativt høyt og noe urealistisk. På sikt forventes det at finansieringsfordelen skal nærme seg 0.

### 8.3.2 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Finansieringsfordelen knyttet til finansielle eiendeler er gitt ved differansen mellom den finansielle eiendelsrentabilitet og finansielle eiendelskrav, multiplisert med finansiell eiendelsgrad, som forklart ved formelen under:

$$FFFE = (fer - fek) * feg$$

$$fer = \frac{NFI_t}{FE_{t-1} + \frac{\Delta FE_t - NFI_t}{2}} \quad fek = \text{finansielt eiendelskrav}$$

$$feg = \frac{FE_{t-1} + (\Delta FE_t - NFI_t)/2}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

Beregningen viser hvilken avkastning XXL har på sine finansielle plasseringer. Investeringene til XXL er lønnsomme dersom differansen mellom fer og fek er positiv. XXL har positive forskjeller alle årene og får dermed betalt for sine investeringer. Vi ser likevel at selv om eiendelsrentabilitetsfordelen er gjennomsnittlig høy, utgjør finansielle eiendeler en marginal andel av egenkapitalen, og utgjør dermed ingen finansieringsfordel av betydning for selskapet. Etter tidsvekting får vi et snitt på 0,02 %.

Finansieringsfordel finansielle eiendeler	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,03	1,43	0,78	0,14	0,21	0,406
(-) Finansielt eiendelskrav	0,0000	0,0590	0,0630	0,0650	0,0000	0,038
(=) Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	0,031	1,369	0,715	0,074	0,209	0,368
(*) Finansiell eiendelsgrad	0,0087	0,0002	0,0006	0,0017	0,0010	0,0018
<b>(=) Finansieringsfordel finansielle eiendeler</b>	<b>0,0003</b>	<b>0,0002</b>	<b>0,0004</b>	<b>0,0001</b>	<b>0,0002</b>	<b>0,0002</b>

Tabell 61: Finansieringsfordel finansielle eiendeler

### 8.3.3 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Om vi legger sammen finansieringsfordelen til finansiell gjeld og finansielle eiendeler finner vi tilsvarende for netto finansiell gjeld. I vårt tilfelle er fordelene til finansielle eiendeler såpass liten at nettofinansieringsfordelen vil være tilnærmet lik fordelene til finansiell gjeld. Det tidsvektede snittet blir dermed også 2,8 % for netto finansiell gjeld.

Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,003	0,003	0,006	0,007	0,081	0,028
(+) Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,0003	0,0002	0,0004	0,0001	0,0002	0,0002
<b>(=) Finansieringsfordel netto finansiell gjeld</b>	<b>-0,003</b>	<b>0,004</b>	<b>0,006</b>	<b>0,007</b>	<b>0,081</b>	<b>0,028</b>

Tabell 62: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Vi kan også komme frem til samme resultat ved å se på differansen mellom krav og rentabilitet, og multiplisere med andelen som netto finansiell gjeld utgjør av egenkapitalen. Vi ser at finansieringsfordelen er positiv alle årene utenom 2015, og vi ender opp med et gjennomsnitt på 2,8 %.

$$FFNFG = (nfgk - nfggr) * nfgg$$

$$nfgk = \text{netto finansielt gjeldskrav} \quad nfggr = \frac{(\text{netto finanskostnad} - \text{netto finansinntekt})}{\text{netto finansiell gjeld}}$$

$$nfgg = \frac{\text{netto finansiell gjeld}}{\text{egenkapital}}$$

Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet
Netto finansielt gjeldskrav	0,022	0,020	0,026	0,028	0,161	0,066
(-) Netto finansiell gjeldsrente	0,031	0,012	0,015	0,016	0,085	0,038
(=) Netto finansiell gjeldsrentefordel	-0,009	0,008	0,011	0,012	0,076	0,029
(*) Netto finansiell gjeldsgrad	0,332	0,447	0,520	0,557	1,067	0,669
<b>(=) Finansieringsfordel netto finansiell gjeld</b>	<b>-0,003</b>	<b>0,004</b>	<b>0,006</b>	<b>0,007</b>	<b>0,081</b>	<b>0,028</b>

Tabell 63: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

## 8.4 Oppsummering strategisk fordel

I dette kapittelet har vi kommet frem til en strategisk fordel/ulempe ved å dekomponere de ulike faktorene. Den største driftsmessige fordelene er bransjefordelen. Dette kommer av at netto driftsrentabiliteten for bransjen er høyere enn netto driftskravet. Ressursulempen kommer av at selskapet har lavere avkastning på investert driftskapital sammenlignet med bransjen. For at XXL skal bli mer lønnsom i fremtiden, burde de bli bedre på å utnytte sine ressurser.

Vi observerer videre at selskapet har en marginulempe som innebærer at de ikke klarer å oppnå like marginer som resten av bransjen. Som nevnt tidligere er tidsvektingen tilnærmet null, slik at vi vurderer marginene å være tilnærmet like som bransjen for øvrig. Neste komponent av ressursfordelen vurderes til å være en omløpsulempe. Dette kommer av at XXL ikke klarer å skape like god avkastning på netto driftseiendeler sammenlignet med bransjen.

Den strategiske fordel/ulempen beregnes ved å legge sammen driftsfordelen med finansieringsfordelen (Knivsflå, F12, 2019, s. 3).

Oppsummering strategisk fordel	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektning
Driftsfordel	0,057	0,016	-0,015	-0,084	-0,479	
(+) Finansieringsfordel	-0,003	0,004	0,006	0,007	0,081	
<b>(=) Strategisk fordel/ulempe</b>	<b>0,054</b>	<b>0,020</b>	<b>-0,009</b>	<b>-0,077</b>	<b>-0,398</b>	<b>-0,137</b>

Tabell 64: Oppsummering strategiske fordel/ulempe

Basert på analysen mener vi at XXL ser ut til å slite med å skape avkastning på netto driftseiendeler. De trenger også å øke driftsmarginene for å overleve i en bransje med svært tøff konkurranse. Vi tror likevel basert på 2020 regnskapet at de klarer å snu ned negative trenden og at fremtidsutsiktene er gode.

Vi kom i kapittel 4 frem til at XXL hadde en strategisk ulempe i form av et svakere merkevare enn de komparative selskapene. Dette bekreftes gjennom lønnsomhetsanalysen. Vi mener likevel at den strategiske ulempen er noe overvurdert med tanke på at de større utenlandske selskapene ikke er blant XXL sine hovedkonkurrenter, og lønnsomheten til XXL står dermed ikke så dårlig til som analysen tilsier.

## 9 Fremtidsregnskap

Når en investor skal danne seg en oppfatning om investeringsobjektets verdi, vil dette ofte gjøres på grunnlag av dets fremtidige inntjeninger. Etter å ha gjennomført en grundig analyse av XXL sine strategiske forutsetninger og historiske regnskapstall, har vi nå grunnlag for å predikere selskapets resultater over de neste årene.

Vi vil ta utgangspunkt i Knivsflå sitt rammeverk for utarbeidelse av fremtidsregnskapet. Dette består av fire steg (Knivsflå, F14, 2019, s. 4):

1. Vekstanalyse
2. Valg av budsjettthorisont
3. Budsjettering fra år 0 til T
4. Konstant vekst fra T+1

### 9.1 Vekstanalyse

#### 9.1.1 Driftsinntekter

Vekst i driftsinntekter er den viktigste kilden til XXL sin resultatvekst i fremtiden.

Driftsinntektsvekst	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tidsvektet (2015-2019)
XXL	0,244	0,204	0,115	0,088	-0,051	0,159	0,079
Bransje	0,181	0,199	0,090	0,130	0,089		0,122

Tabell 65: Driftsinntektsvekst

Vi ser at XXL i perioden 2015-2019 har et noe lavere tidsvektet snitt enn resten av bransjen. Dette kommer hovedsakelig av en svak vekst i 2018 og 2019. I årene før dette har de en vekst som er høyere enn veksten til bransjen. Det er verdt å nevne at JD Sports Fashion drar snittet betydelig opp med en gjennomsnittlig driftsinntektsvekst på 35,3 %. Ser en bort fra dette, ligger XXL sin vekst ganske tett opp imot snittet. Sportsbransjens høye vekst gjenspeiler en økende trend rundt fysisk aktivitet blant befolkningen.

Videre ser vi at i 2020, opplever XXL igjen en stor vekst, mye takket være den pågående pandemien. Vi har samtidig ikke noe sammenligningsgrunnlag, da vi ikke har tilgang på de resterende selskapenes regnskap, men det forventes at bransjen også vil oppleve en økning i driftsinntekter i løpet av 2020. Vi regner ikke med at veksten fra 2020 vil vedvare i årene fremover og vi regner med at den vil avta over tid.

### 9.1.2 Historisk kapitalvekst

I dette delkapittelet skal vi undersøke den historiske kapitalveksten ved å sammenligne den normaliserte egenkapitalveksten til XXL med bransjen. Formålet med å normalisere egenkapitalveksten er å få frem netto betalt utbytte ved å ekskludere innskutt egenkapital og utbytte. Formelen er som følger (Knivsflå, F14, 2019, s. 26):

$$ekv = (1 - eku) * ekr$$

Hvor:

$ekv = \text{egenkapitalvekst}$

$eku = \text{utdelingsforholdet}$

$ekr = \text{egenkapitalrentabilitet}$

Egenkapitalvekst	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ekr	14.15%	15.24%	13.30%	6.51%	-7.75%	4.40%
(*) (1-eku)	1.60	1.52	1.56	2.55	2.52	-1.28
(=) Egenkapitalvekst	22.68%	23.15%	20.76%	16.62%	-19.51%	-5.63%

Tabell 66: Egenkapitalvekst

Det forekommer i tabellen ovenfor at egenkapitalveksten har vært totalt sett synkende i løpet av perioden. Den negative veksten i 2018 skyldes at netto betalt utbytte var høyere enn nettoresultatet til egenkapital, derfor ble egenkapital redusert. Med en negativ egenkapitalrentabilitet på -7,8 % i 2019 får vi også en svært negativ egenkapitalvekst som forventet. Trenden snudde i 2020 etter et godt økonomisk år med overskudd.

### 9.2 Valg av budsjettthorison

Under trinn to skal en tidshorison etableres. Dette er perioden fremtidsregnskapet vil estimeres over. «Budsjettthorisonen er år T, hvor budsjetteringen går fra fullstendig til enkel framskrivning ved at alle budsjettdriverne kan fortsette å være konstante, fryste eller i steady state» (Knivsflå, F14, 2019, s. 9). Varigheten det tar for å nå dette stadiet, avhenger av hvilken fase bransjen befinner seg i. Selskapet kan være i en bransje med vekst, eller i steady state. Det er typiske modne og veletablerte bransjer som befinner seg i steady state fasen.



XXL har de siste 10 årene hatt høy vekst gjennom etableringene i utlandet, samt ekspansjon av varehus i Norge. Omsetningen har gått fra 2 milliarder kroner i 2010 til 10,4 milliarder kroner i 2020. I både Norge, Sverige, Finland og Østerrike var det vekst i omsetning fra 2019 til 2020 med henholdsvis 20,2%, 16,2%, 10,4% og 3%. Den danske satsingen hadde en omsetningssvikt på -44,1% (XXL ASA, 2021). I Danmark har de kun etablert en nettbutikk, som kan tyde på at selskapet fortsatt er i etableringsfasen i dette markedet. Med utgangspunkt i denne veksten gir det indikasjoner på at selskapet fortsatt i er vekst, og at det vil ta litt mer tid før selskapet er i steady state (T). Vi velger på bakgrunn av dette å sette budsjettthorisonen til 10 år. Dette innebærer at XXL vil nå steady state (T) ved utløpet av en 10 årsperiode. Budsjettperioden vil være fra 2021 til og med 2030. Fra og med 2030 antar vi at selskapet er i konstant vekst.

### 9.3 Budsjettering fra år 0 til T+1

Vi vil i følgende delkapittel legge grunnlaget for utarbeidelse av fremtidsregnskapet, ved å predikere utviklingen i budsjett drivere.

#### 9.3.1 Driftsinntekter

Tidligere beregnet vi en gjennomsnittlig vekst i driftsinntekter på 7,9 % for XXL i perioden 2015-2019 (9,9 % om en tar med 2020). Vi anser ikke tidligere år som et realistisk estimat for å predikere vekst i årene fremover, da det er store variasjoner i hvordan driftsinntektene utvikler seg.

Inntektene i 2021 vil også preges av koronapandemien, både på godt og vondt. Nedstengte butikker anslås å ha kostet XXL 155 millioner kr i omsetning første kvartal (XXL ASA, 2021). Samtidig var omsetningen 7 % høyere enn tilsvarende kvartal i 2020, og det er rimelig å forvente at veksten i 2021 ikke vil ligge langt unna tallene for 2020. Vi antar også at verden vil åpnes mer opp igjen, og dermed også at butikker kan gjenåpnes, noe som vil gi en positiv effekt for XXL sine driftsinntekter. Samtidig vil gjenåpning av treningssentre dempe denne effekten noe, da det vil handles mindre treningsutstyr. I tillegg vil de som allerede kjøpte utstyr til hjemmetrening i 2020 ha mindre behov for nytt utstyr i 2021. Vi anslår at XXL vil ha en vekst på 11 % for dette året.

Etter hvert som hverdagen begynner å gå mot normalt, regner vi med at veksten vil avta gradvis. Det er fornuftig å anta at XXL vil fortsette å vokse en stund fremover. Særlig med tanke på

ekspansjonsmuligheter til andre land, økt netthandel og at trenden om å være fysisk aktiv tilsier et potensiale for vekst. Vi anslår at veksten i budsjettpunkt 2, 2022, vil ligge på 8 %.

I etterfølgende år går vi ut ifra at markedet vil mettes, og at det blir vanskeligere å vokse. Det er knyttet større usikkerhet rundt vekstestimatet vårt på mellomlang sikt (2026), da det er mer krevende å forutsi kommende hendelser, jo lengre frem i tid en går. I løpet av 2026 medregner vi at driftsinntektene vil øke med 6 %. I perioden mellom budsjettpunkt 2 og budsjettpunkt M forutsetter vi lineær vekst.

Når XXL når en stabil tilstand ved tidspunkt T, kan en ikke forvente at selskapet skal vokse mer enn realveksten i verdensøkonomien, dvs. ikke mer enn 5 %. Vi velger å sette veksten i år T og fremover til 4 %. Tabellen under illustrerer utviklingen i XXL sine driftsinntekter over budsjetteringsperioden.

Budsjettpunkt	1	2			M				T	T+1	T+2	
År	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Driftsinntekter (t-1)	10423	11570	12495	13432	14372	15307	16225	17117	17973	18782	19533	20315
(*) 1 + div (t)	1,11	1,08	1,075	1,07	1,065	1,06	1,055	1,05	1,045	1,04	1,04	1,04
(=)Driftsinntekter (t)	11570	12495	13432	14372	15307	16225	17117	17973	18782	19533	20315	21127

Tabell 67: Fremtidsregnskap: Driftsinntekter

### 9.3.2 Netto driftseiendeler

Vi vil nå predikere XXL sine netto driftseiendeler over de neste 10 år. Dette gjøres ved å bruke driftsinntekter i foregående delkapittel, og multiplisere denne med omløpet til netto driftseiendeler (ONDE), som er budsjettdriveren til netto driftseiendeler. Vi må derfor først forsøke å forutsi hvordan dette tallet kommer til å utvikle seg fremover.

ONDE er gitt ved formelen:

$$onde_t = \frac{DI_t}{NDE_{t-1}}$$

Denne faktoren viser dermed hvor mye driftsinntekter XXL greier å skape med sine netto driftseiendeler. I tabellen under ser vi hvordan ONDE har utviklet seg over de siste 5 år:

XXL	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ONDE	2,05	1,74	1,67	1,62	1,56	1,94

Tabell 68: ONDE 2015-2020

Vi ser at utviklingen i omløpet til netto driftseiendeler har vært negativ, og gått ned hvert år, med unntak av 2020, hvor den stiger igjen. Spørsmålet blir om denne trenden kommer til å fortsette utover budsjetteringsperioden.

Vi regnet ut at XXL har en tidsvektet omløpsulempe sett i forhold til bransjen, noe som tyder på at de ikke greier å skape like mye inntekter med sine driftseiendeler som konkurrentene. Bransjen har et tidsvektet snitt på 5,26, noe som er langt høyere enn XXL sine tall. Dette kan på den annen side indikere et potensiale for vekst i ONDE, da det virker mulig å få langt mer ut av netto driftseiendeler enn det XXL presterer per dags dato.

En av grunnene til at XXL har en såpass lav ONDE kan ha en sammenheng med at de har for store varelagre som de ikke får utnyttet. Dette problemet virker å bedre seg i 2020, og dermed ser vi også en forbedring av ONDE dette året.

Over de neste årene forventer vi at ONDE vil fortsette å vokse frem til 2026, både med tanke på reduserte varelagre, og fordi XXL blir mer etablerte i Skandinavia og i Østerrike. Det vil bli færre nyetablerte her i forhold til allerede etablerte butikker, noe som vil gi en positiv effekt på ONDE. Etter hvert forventes det at ONDE vil stabilisere seg på grunn av økt konkurranse i bransjen. Vi får følgende anslag for netto driftseiendeler på bakgrunn av vår predikerte utvikling av ONDE:

Budsjettspunkt	1	2			M			T	T+1	T+2		
XXL NDE	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Driftsinntekt	11570	12495	13432	14372	15307	16225	17117	17973	18782	19533	20315	21127
(/)/ONDE	2,100	2,250	2,300	2,350	2,400	2,450	2,475	2,500	2,525	2,550	2,55	2,55
(=)NDE	5509	5553	5840	6116	6378	6622	6916	7189	7438	7660	7967	8285

Tabell 69: Framtidsregnskap: Netto driftseiendeler. (Tall i millioner)

### 9.3.3 Netto driftsresultat

Videre vil vi estimere XXL sitt netto driftsresultat ved hjelp av budsjettdriveren netto driftsmargin, som vil multipliseres med driftsinntekter for å komme frem til NDR. Netto driftsmargin viser forholdet mellom netto driftsresultat og driftsinntekter.

XXL	2015	2016	2017	2018	2019	2020
NDM	0.077	0.071	0.061	0.030	-0.018	0.028

Bildet kan ikke vises.

Tabell 70: Netto driftsmargin 2015-2020

Ser vi på XXL sin netto driftsmargin fra 2015-2020, har utviklingen totalt sett vært negativ. I likhet med en del andre forholdstall, observerer vi en solid nedgang i 2019, etterfulgt av et oppsving i 2020. Bransjen har et noe høyere snitt, noe som tyder på at XXL har en ressursulempe. I likhet med XXL er også snittet for bransjen fallende, og virker ikke å ha nådd en «steady state» enda.

I følge Knivsflå (Knivsflå, F15, 2019, s. 18), bør en basere prognosen for NDM på den strategiske regnskapsanalysen. Vi vil forsøke å estimere NDM i «steady state». Dette kan gjøres ved å legge sammen varig strategisk fordel drift og netto driftskrav i «steady state», og dividere dette på ONDE i «steady state». Vi beregnet XXL sin strategiske driftsulempe til å være 8,12 % etter tidsvekting. Vi tror driftsulempen vil bli mindre over tid, og omgjort til en driftsfordel på 2 % i steady state, med tanke på at XXL har såpass effektive logistikksystemer og at 8,12 % ikke gir et realistisk bilde over XXL sin faktiske fordel/ulempe, da den baseres på sammenligning med selskaper som ikke er XXL sine hovedkonkurrenter og at det dras ned av et svakt 2019. Netto driftskrav har et vektet snitt på 13.08 %. I steady state har vi beregnet denne til 9,8 %. ONDE i steady state er estimert å ligge på 2.55. Netto driftsresultat i perioden 2021-2032 blir dermed:

Budjsettpunkt	1	2			M				T	T+1	T+2	
XXL NDR	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Driftsinntekt	11570	12495	13432	14372	15307	16225	17117	17973	18782	19533	20315	21127
(*) Netto driftsmargin	0,03	0,035	0,0375	0,04	0,0425	0,045	0,042175	0,03935	0,036525	0,0337	0,0337	0,0337
(-) Netto driftsresultat	347	437	504	575	651	730	722	707	686	658	685	712

Tabell 71: Fremtidsregnskap: Netto driftsresultat. (Tall i millioner)

#### 9.3.4 Finansielle andeler

Vi skal nå utarbeide prognoser for finansielle eiendeler og gjeld. Netto finansiell gjeld beregnes ved å ta finansiell gjeld minus finansielle eiendeler (Knivsflå, F15, 2019, s. 40). I første del vil vi beregne gjeldsandelen ved hjelp av følgende formel:

$$fdg_t = \frac{\text{Finansiell gjeld}_t}{\text{Netto driftseiendeler}_t}$$

Vi får følgende tall fra perioden:

Finansiell gjeldsandel	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Finansiell gjeld	1116	1614	2005	2075	1533,3	901
(/) Netto driftseiendeler	4483	5220	5848	5776	5359,3	4468,9
<b>(=) FGD</b>	<b>0,25</b>	<b>0,31</b>	<b>0,34</b>	<b>0,36</b>	<b>0,29</b>	<b>0,20</b>

Tabell 72: Finansiell gjeldsandel (Tall i millioner)

Finansiell gjeldsandel har ligget relativt stabilt gjennom perioden. Liten økning frem til 2018, mens de to påfølgende årene har andelen gått ned til 20% i 2020. Gjennomsnittet for FGD er på 29%. På Oslo Børs ligger den finansielle gjeldsandelen på rundt 50%, for ikke-børsnoterte selskaper ligger andelen på rundt 60-70% (Knivsfå, F15, 2019, s. 32). Sammenligner vi dette med tallene i tabellen ovenfor, har XXL en vesentlig lavere gjeldsandel enn selskapene på Oslo Børs.

Gjennomsnittsandelen for Oslo Børs og XXL har et avvik på 21 prosentpoeng. Vi velger å sette gjeldsandelen til XXL noe høyere enn gjennomsnittsandelen på 29% på bakgrunn av den høye gjeldsandelen på Oslo Børs. Vi velger å sette gjeldsandelen i steady state til 30%. Vi antar at FGD vil stige lineært frem til den når steady state (T) i 2030.

#### 9.3.4.1 Finansiell eiendelsandel

Dette beregner vi på samme metode som ovenfor, kun at vi bytter ut finansiell gjeld, med finansielle eiendeler. Basert på dette får vi følgende tall:

Finansiell eiendelsandel	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Finansielle eiendeler	0	2	4	9	0	618,1
(/) Netto driftseiendeler	4483	5220	5848	5776	5359,3	4468,9
<b>(=) FED</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,0004</b>	<b>0,0007</b>	<b>0,0016</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,138</b>

Tabell 73: Finansiell eiendelsandel. (Tall i millioner)

XXL har svære lite finansielle eiendeler slik det kommer frem i tabellen. De har en lav andel på tilnærmet 0 i perioden 2015 til og med 2019. Men i 2020 øker den finansielle eiendelsandelen kraftig. 2020 var et godt år for selskapet, som førte til en sterk økning i kontantbeholdning. I

kapittel 5.3.2.2 presenterte vi en tommelfingerregel om at bankinnskudd som omfatter driften, vil utgjøre 10% av varelageret og kundefordringer. Dermed vil en kontantbeholdning som overstiger 10% av den samlede verdien til varelageret og kundefordringer tilsvare finansielle eiendeler. I det samme kapittelet kom vi fram til at dette finansielle eiendeler ble vurdert til å være 618,1. FED har et gjennomsnitt på 2,35% gjennom perioden, og hvis vi utelater tallene fra 2020, får vi et gjennomsnitt på 0,5%.

Hvis en forutsetter at XXL ikke går fra å drive en operasjonell sportskjede til å investere i finansielle instrumenter, kan vi forvente at den finansielle eiendelsandelen vil fortsette å være lav. Samtidig forventer vi at XXL skal fortsette å øke omsetningen, slik at det kan være mulig å investere i finansielle eiendeler med overskuddslikviditet. Men en forventet omsetningsøkning kan komme fra nyetableringer og ekspansjon i nye markeder, hvor tidligere overskudd reinvesteres tilbake igjen i selskapet. FED var i 2020 13,8%, som var en sterk økning fra fjoråret. Vi forventer ikke at selskapet klarer å opprettholde dette nivået. Vi antar at finansielle eiendelsandel vil gå noe ned fra 2020 og vurderer den til å være konstant på 7% gjennom budsjettperioden.

#### 9.3.4.2 Finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld er som nevnt ovenfor i dette kapittelet finansiell gjeld minus finansielle eiendeler (Knivsflå, F15, 2019, s. 40). Etter å ha beregnet finansiell gjeldsandel og finansiell eiendelsandel kan vi nå beregne netto finansiell gjeld for budsjettperioden. Budsjettperioden for netto finansiell gjeld vil være følgende:

Budsjettpunkt	1	2			IM				T	T+1	T+2	
År	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
NDE	5509	5553	5840	6116	6378	6622	6916	7189	7438	7660	7967	8285
(*) FGD	21 %	22 %	23 %	24 %	25 %	26 %	27 %	28 %	29 %	30 %	30 %	30 %
(-) FG	1157,0	1221,7	1343,2	1467,8	1594,4	1721,8	1867,4	2013,0	2157,2	2298,1	2390,0	2485,6
NDE	5509	5553	5840	6116	6378	6622	6916	7189	7438	7660	7967	8285
(*) FED	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
(-) FE	385,7	388,7	408,8	428,1	446,4	463,6	484,1	503,3	520,7	536,2	557,7	580,0
NFG (FG - FE)	771,3	833,0	934,4	1039,7	1148,0	1258,3	1383,2	1509,8	1636,5	1761,8	1832,3	1905,6

Tabell 74: Fremtidsregnskap: Netto finansiell gjeld. (Tall i millioner)

#### 9.3.5 Finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet

I dette steget tar vi for oss budsjettering av netto finanskostnad, som beregnes ved finanskostnader fratrukket finansinntekter. En viktig forutsetning er at netto finansiell gjeldsrente er likt netto finansielt gjeldskrav (Knivsflå, F15, 2019, s. 41). Vi antar at denne forutsetningen er oppfylt, samt forutsetter vi at finansielle eiendelsrenter er likt finansielt

rentekrav gjennom hele perioden. Vi velger å gjøre en separat budsjettering, som innebærer at vi splitter finansiell finanskostnad og finansiell finansinntekt, og til slutt kommer vi frem til netto finanskostnad og netto finansiell gjeld. Beregningene gjøres på følgende måte:

$$fgr_t = \frac{\text{Netto finanskostnad}_t}{\text{Finansiell gjeld}_{t-1}} \qquad fer_t = \frac{\text{Netto finansinntekt}_t}{\text{Finansielle eiendeler}_{t-1}}$$

Ved hjelp av disse formlene får vi følgende tall:

Budsjettpunkt	1	2			M				T	T+1	T+2	
År	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Finansiell gjeld (t-1)	1157,0	1221,7	1343,2	1467,8	1594,4	1721,8	1867,4	2013,0	2157,2	2298,1	2390,0	2485,6
(*) Finansiell gjeldsrente (t)	1,42 %	1,54 %	1,67 %	1,79 %	1,92 %	2,04 %	2,17 %	2,30 %	2,42 %	2,55 %	2,55 %	2,55 %
(-) Netto finanskostnad	16,4	18,8	22,4	26,3	30,6	35,2	40,5	46,2	52,2	58,6	60,9	63,4
Finansielle eiendeler (t-1)	385,7	388,7	408,8	428,1	446,4	463,6	484,1	503,3	520,7	536,2	557,7	580,0
(*) Finansiell eiendelsrentabilitet (t)	0,02 %	0,52 %	1,02 %	1,52 %	2,02 %	2,52 %	3,02 %	3,52 %	4,02 %	4,52 %	4,52 %	4,52 %
(-) Netto finansinntekt	0,1	2,0	4,2	6,5	9,0	11,7	14,6	17,7	20,9	24,3	25,2	26,2
Netto finanskostnad (NFK - NFI)	16,3	16,8	18,2	19,8	21,6	23,5	25,9	28,5	31,3	34,3	35,7	37,1

Tabell 75: Fremtidsregnskap: Netto finanskostnad. (Tall i millioner)

### 9.3.6 Minoritetsinteresser

XXL har tidligere ikke hatt noen minoritetsinteresser. Men i årsregnskapet for 2020 dukket det for aller første gang opp. Minoritetens resultatandel var i 2020 på kr 6 millioner av totalt 126 millioner, en prosentandel på 4,8%. Ettersom det kom minoritetsinteresser i 2020-regnskapet, har vi et veldig tynt grunnlag for å kunne predikere fremtidige minoritetsinteresser. Vi velger derfor å se bort fra minoritetsinteresser i den videre analysen.

### 9.3.7 Fremtidsregnskap

Et fremtidsregnskap inneholder tre deler; fremtidsresultat, fremtidsbalanse og fremtidig fri kontantstrøm (Knivsflå, F15, 2019, s. 66). Vi vil i dette kapitlet presentere disse tre delene nedenfor. Vi bruker beregningsmetoden til Knivsflå.

Budsjettpunkt	1	2			M				T	T+1	T+1	
Fremtidsresultat	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
DI	11 570	12 495	13 432	14 372	15 307	16 225	17 117	17 973	18 782	19 533	20 315	21 127
NDR	347	437	504	575	651	730	722	707	686	658	685	712
(+) NFI	0	2	4	6	9	12	15	18	21	24	25	26
(-) NRS	347	439	508	581	660	742	737	725	707	683	710	738
(-) NFK	16	19	22	26	31	35	41	46	52	59	61	63
(-) NMR												
(-) NRE	331	421	485	555	629	707	696	679	655	624	649	675
(+) UNDR												
(+) UNFR												
(-) UNMR												
(-) FNR	331	421	485	555	629	707	696	679	655	624	649	675
(-) NBU	-221	438	300	385	475	572	527	532	532	528	413	429
(-) RES	552	-18	185	171	154	134	169	147	122	96	236	245

Tabell 76: Fremtidsresultat. (Tall i millioner)

Budsjettpunkt	1	2			M				T	T+1	T+2	
Fremtidsbalanse	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
NDE	5 509	5 553	5 840	6 116	6 378	6 622	6 916	7 189	7 438	7 660	7 967	8 285
(+) FE	386	389	409	428	446	464	484	503	521	536	558	580
(-) SSE	5 895	5 942	6 249	6 544	6 824	7 086	7 400	7 693	7 959	8 196	8 524	8 865
(+) EK	4 738	4 720	4 906	5 076	5 230	5 364	5 533	5 680	5 802	5 898	6 134	6 380
(+) MI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) FG	1 157	1 222	1 343	1 468	1 594	1 722	1 867	2 013	2 157	2 298	2 390	2 486
(-) SSK	5 895	5 942	6 249	6 544	6 824	7 086	7 400	7 693	7 959	8 196	8 524	8 865

Tabell 77: Fremtidsbalanse. (Tall i millioner)

Budsjettpunkt	1	2			M				T	T+1	T+2	
Fremtidig fri kontantstrøm	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Netto driftsresultat	347	437	504	575	651	730	722	707	686	658	685	712
(+) Unormalt netto driftsresultat												
(-) Økning i netto driftseiendeler	1 040	44	287	276	262	245	294	273	249	222	306	319
(-) Fri kontantstrøm fra drift	-693	393	217	299	389	485	428	434	437	437	378	393
(+) Netto finansinntekter	0	2	4	6	9	12	15	18	21	24	25	26
(+) Unormale netto finansinntekter												
(-) Økning i finansielle eiendeler	-232	3	20	19	18	17	21	19	17	16	21	22
(-) Fri kontantstrøm til SSK	-461	392	201	286	379	480	422	433	440	445	382	397
(-) Netto finanskostnader	16	19	22	26	31	35	41	46	52	59	61	63
(-) Unormale netto finanskostnader												
(+) Økning i finansiell gjeld	256	65	121	125	127	127	146	146	144	141	92	96
(-) Netto minoritetsresultat												
(-) Unormalt netto minoritetsresultat												
(+) Økning i minoritetsinteresser												
(-) Fri kontantstrøm til EK = NBU	-221	438	300	385	475	572	527	532	532	528	413	429

Tabell 78: Fri kontantstrøm. (Tall i millioner)



## 10 Fremtidskrav og strategisk fordel

I dette kapittel vil vi estimere fremtidskravene til XXL. Disse vil brukes under den fundamentale verdsettelsen i neste kapittel. Vi fant de historiske kravene under kapittel 7 om avkastningskrav. Som utgangspunkt for vurderingen av fremtidskrav, vil vi bruke budsjetterte vekter fra fremtidsregnskapet i forrige kapittel.

### 10.1 Egenkapitalkrav

Vi vil også her benytte oss av kapitalverdimodellen for å beregne egenkapitalkravet. Denne inneholder risikofri rente, markedsrisikopremie, egenkapitalbeta og en illikviditetspremie. Disse vil beregnes gjennom dette delkapitlet.

#### 10.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten vil som regel vende tilbake mot gjennomsnittet. I dag (mai 2021) er renten ganske lav, men vi regner med at den er tilbake til normalt nivå fra og med 2030 («steady state»). For å finne normalrente bruker vi to komponenter. Den ene er gjennomsnittet av månedlige NIBOR renter mellom 1996 og 2018, som vektes med 2/3. Den andre er renten på gjennomsnittet av 10-årige norske statsobligasjoner (per april 2021), som vektes med 1/3. Vi ender da opp med et estimat på 2.87 % for normal rente, og regner med at renten vil vokse lineært til dette estimatet fremt til 2030.

Langsiktig rente	
1/3 * 10 årig statsobligasjonsrente	0,47 %
(+) 2/3 * Gj.snitt NIBOR 96-18	2,40 %
<b>(=) Estimat langsiktig rente</b>	<b>2,87 %</b>

Tabell 79: Estimert langsiktig rente

Budsjettpunkt	1	2				M				T	T + 1	T + 2
Risikofri rente	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Rating	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
Normalrente	0,014	0,016	0,017	0,019	0,021	0,022	0,024	0,025	0,027	0,029	0,029	0,029
(-) Kredittrisiko-premie	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
(=) Risikofri rente før skatt	0,000	0,002	0,003	0,005	0,007	0,008	0,010	0,011	0,013	0,015	0,015	0,015
(-) Skatt (22 %)	0,000	0,000	0,001	0,001	0,001	0,002	0,002	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003
<b>(=) Risikofri rente etter skatt</b>	<b>0,000</b>	<b>0,001</b>	<b>0,003</b>	<b>0,004</b>	<b>0,005</b>	<b>0,006</b>	<b>0,008</b>	<b>0,009</b>	<b>0,010</b>	<b>0,011</b>	<b>0,011</b>	<b>0,011</b>

Tabell 80: Fremtidig risikofri rente etter skatt

#### 10.1.2 Markedsrisikopremie

Som tidligere vil vi bruke en markedsrisikopremie på 5 %, da den har ligget ganske tett opp imot dette tallet de siste årene, dermed anser vi dette som et fornuftig estimat for fremtiden.

Budsjettpunkt	1	2	0			M				T	T+1	T+2
Markedets risikopremie	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Markedets risikopremie	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05

Tabell 81: Fremtidig markedets risikopremie

### 10.1.3 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen beregnes ved hjelp av følgende formel:

$$\beta_{NDK} = \left( \beta_{EK} * \frac{EK}{NDK} \right) + \left( \beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK} \right)$$

$$\text{Omgjort: } \beta_{EK} = \frac{\left( \beta_{NDK} - \left( \beta_{NFG} - \frac{NFG}{NDK} \right) \right)}{\frac{EK}{NDK}}$$

Netto driftsbeta er som tidligere konstant, og vi kan dermed ved hjelp av fremtidig egenkapitalgrad, netto finansiell gjeldsgrad, og netto finansiell gjeldsbeta, estimere egenkapitalbetaen. I motsetning til driftsbetaen, vil denne variere over tid. Vi må først estimere netto finansiell gjeldsbeta. Utregningen illustreres under:

Budsjettpunkt	1	2				M				T	T+1	T+2
Netto finansiell gjeldsbeta	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Finansiell gjeldsbeta	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027
(*) Finansiell gjeldsvekt	1,500	1,467	1,436	1,412	1,389	1,368	1,350	1,333	1,318	1,304	1,304	1,304
(-) Finansiell eiendelsbeta	0,020	0,023	0,027	0,030	0,033	0,037	0,040	0,043	0,047	0,050	0,050	0,050
(*) Finansiell eiendelsvekt	0,500	0,467	0,438	0,412	0,389	0,368	0,350	0,333	0,318	0,304	0,304	0,304
<b>(=) Netto finansiell gjeldsbeta</b>	<b>0,030</b>	<b>0,028</b>	<b>0,027</b>	<b>0,025</b>	<b>0,024</b>	<b>0,023</b>	<b>0,022</b>	<b>0,021</b>	<b>0,020</b>	<b>0,019</b>	<b>0,019</b>	<b>0,019</b>

Tabell 82: Fremtidig netto finansiell gjeldsbeta

Vi kommer nå frem til følgende estimat på egenkapitalbeta:

Budsjettpunkt	1	2				M				T	T+1	T+2
År	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Egenkapitalbeta	1,935	1,957	1,980	2,005	2,029	2,054	2,079	2,106	2,133	2,1605	2,160	2,160
(*) EK/NDK	0,86	0,85	0,84	0,83	0,82	0,81	0,80	0,79	0,78	0,77	0,77	0,77
(+) Egenkapitalbeta	1,935	1,957	1,980	2,005	2,029	2,054	2,079	2,106	2,133	2,160	2,160	2,160
(*) MI/NDK	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) Netto finansiell gjeldsbeta	0,030	0,028	0,027	0,025	0,024	0,023	0,022	0,021	0,020	0,019	0,019	0,019
(*) NFG/NDK	0,14	0,15	0,16	0,17	0,18	0,19	0,20	0,21	0,22	0,23	0,23	0,23
<b>(=) Netto driftsbeta</b>	<b>1,668</b>	<b>1,668</b>	<b>1,668</b>	<b>1,668</b>	<b>1,668</b>	<b>1,668</b>	<b>1,668</b>	<b>1,668</b>	<b>1,668</b>	<b>1,668</b>	<b>1,668</b>	<b>1,668</b>

Tabell 83: Fremtidig netto driftsbeta

### 10.1.4 Illikviditetspremie

Som under beregningen av historisk avkastningskrav, har vi valgt å ikke benytte oss av noen illikviditetspremie, i og med at vi ikke forventer at XXL vil bli mindre likvide i tiden fremover.

### 10.1.5 Fremtidig avkastningskrav til egenkapitalen

Etter CAPM-modellen ender vi opp med følgende fremtidige egenkapitalkrav etter skatt:

Budsjettpunkt	1	2			M				T	T+1	T+2	
Egenkapitalkrav	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Risikofri rente etter skatt	0,000	0,001	0,003	0,004	0,005	0,006	0,008	0,009	0,010	0,011	0,011	0,011
(+) Egenkapitalbeta	1,935	1,957	1,980	2,005	2,029	2,054	2,079	2,106	2,133	2,160	2,160	2,160
(*) Markedsrisikopremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
(-) Egenkapitalkrav- CAPM	0,097	0,099	0,102	0,104	0,107	0,109	0,112	0,114	0,117	0,120	0,120	0,120
(+) Illikvidetspremie	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Egenkapitalkrav etter skatt</b>	<b>0,097</b>	<b>0,099</b>	<b>0,102</b>	<b>0,104</b>	<b>0,107</b>	<b>0,109</b>	<b>0,112</b>	<b>0,114</b>	<b>0,117</b>	<b>0,120</b>	<b>0,120</b>	<b>0,120</b>

Tabell 84: Fremtidig egenkapitalkrav etter skatt

Egenkapitalkravet er økende, som følge av at både risikofri rente og betaen til egenkapital øker. I konstant vekst ender den opp på 12 %.

## 10.2 Finansielle krav

I dette kapitlet skal vi beregne oss fram til framtidig finansielt gjeldskrav, finansielt eiendelskrav og til slutt ende opp med et framtidig finansielt gjeldskrav. Beregningen gjøres med samme metode som i kapittel 7.

### 10.2.1 Finansielt gjeldskrav

Det fremtidige finansielle gjeldskrav beregnes ved å legge sammen risikofri rente og kredittrisikopremien. Den risikofrie renten ble beregnet i kapittel 10.1.1, mens kredittrisikopremien avhenger av den syntetiske ratingen. Videre ble det beregnet en rating på finansiell gjeldbeta til å være BBB-, som vil bli brukt som et gjennomsnitt i analysen. Dette vil gi en indikasjon på hvilket framtidig nivå ratingen vil være. Beregningen av finansielt gjeldskrav vil bli følgende:

Budsjettpunkt	1	2			M				T	T+1	T+2	
Finansielt gjeldskrav	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Rating	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
Risikofri rente	0,02 %	0,14 %	0,27 %	0,39 %	0,52 %	0,64 %	0,77 %	0,90 %	1,02 %	1,15 %	1,15 %	1,15 %
(+) Kredittrisikopremie	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %
<b>(-) Finansielt gjeldskrav</b>	<b>1,42 %</b>	<b>1,54 %</b>	<b>1,67 %</b>	<b>1,79 %</b>	<b>1,92 %</b>	<b>2,04 %</b>	<b>2,17 %</b>	<b>2,30 %</b>	<b>2,42 %</b>	<b>2,55 %</b>	<b>2,55 %</b>	<b>2,55 %</b>

Tabell 85: Fremtidig finansielt gjeldskrav

Gjeldskravet øker jevnt i løpet av perioden, grunnet antagelsen om økt risikofri rente i framtiden.

### 10.2.2 Finansielt eiendelskrav

Et framtidig finansielt eiendelskrav består av komponentene fordringskrav, investeringskrav og kontantkrav. Komponentene ble beregnet i kapittel 10.2.2 med en tidsvektet verdi. Eiendelskravet i kapittel 10.2.2 endte opp med svært variabelt resultat, grunnet ustabil utvikling

knyttet til investeringsvekt. Kontantkravet er det samme som risikofri rente etter skatt. Investeringskravet er summen av risikofri rente etter skatt og risikopremie etter skatt.

Vektet snitt for kontantvekt er satt til 0,2, for investeringsvekt ble tallet 0,45. For å kunne anslå et best mulig estimat, er det tatt et gjennomsnitt av tidsvektingen, og rundet opp det vektet snittet med samme mengede, slik at det totalt blir 1. Kontantvekten i steady state viser 0,325, og investeringsvekten viser 0,675. Vi antar en lineær utvikling fram til 2030.

Det fremtidige finansielle eiendelskravet blir følgende:

Budsjettpunkt	1	2			M				T	T+1	T+2	
Finansielt eiendelskrav	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Finansielt eiendelskrav	0,02 %	0,14 %	0,27 %	0,39 %	0,52 %	0,64 %	0,77 %	0,90 %	1,02 %	1,15 %	1,15 %	1,15 %
(*) Kontantvekt	1,000	0,925	0,850	0,775	0,700	0,625	0,550	0,475	0,400	0,325	0,325	0,325
(+) Investeringskrav	5,02 %	5,14 %	5,27 %	5,39 %	5,52 %	5,64 %	5,77 %	5,90 %	6,02 %	6,15 %	6,15 %	6,15 %
(*) Investeringsvekt	0	0,075	0,15	0,225	0,3	0,375	0,45	0,525	0,6	0,675	0,675	0,675
(-) Finansielt eiendelskrav	0,02 %	0,52 %	1,02 %	1,52 %	2,02 %	2,52 %	3,02 %	3,52 %	4,02 %	4,52 %	4,52 %	4,52 %

Tabell 86: Fremtidig finansielt eiendelskrav

### 10.2.3 Netto finansielt gjeldskrav

Det framtidige netto finansielle gjeldskrav bygger på finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav som er beregnet ovenfor i delkapitlene. Netto finansielt gjeldskrav beregnes ved hjelp av følgende formel: (Knivsflå, F16, 2019, s. 54).

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}$$

Vi får følgende estimater:

Budsjettpunkt	1	2			M				T	T+1	T+2	
Netto finansielt gjeldskrav	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Finansielt gjeldskrav	1,42 %	1,54 %	1,67 %	1,79 %	1,92 %	2,04 %	2,17 %	2,30 %	2,42 %	2,55 %	2,55 %	2,55 %
(*) FG/NFG	1,500	1,467	1,438	1,412	1,389	1,368	1,350	1,333	1,318	1,304	1,304	1,304
(-) Finansielt eiendelskrav	0,02 %	0,52 %	1,02 %	1,52 %	2,02 %	2,52 %	3,02 %	3,52 %	4,02 %	4,52 %	4,52 %	4,52 %
(*) FE/NFG	0,500	0,467	0,438	0,412	0,389	0,368	0,350	0,333	0,318	0,304	0,304	0,304
(-) Netto finansielt gjeldskrav	2,12 %	2,02 %	1,95 %	1,91 %	1,88 %	1,87 %	1,87 %	1,89 %	1,91 %	1,95 %	1,95 %	1,95 %

Tabell 87: Fremtidig netto finansielt gjeldskrav

Vi observerer et krav som holder seg stabil gjennom hele perioden og ender opp med 1,95% i steady state. Det tidsvektede kravet til netto finansiell gjeld var 2,7% fra kapittel 11.2.3, og det vil dermed over tid reduseres en del.

### 10.3 Selskapskrav

Det er to ulike mål på selskapskapitalen; netto driftskapital og sysselsatt kapital (Knivsflå, F16, 2019, s. 62). Netto driftskrav består av egenkapitalkrav, som er vektet basert på netto driftskapital, og netto finansielt gjeldskrav, som også er vektet i henhold til netto driftskapital

(Knivsfå, F16, 2019, s. 65). Minoritetskravet er uteblitt, basert på vår konklusjon om å unnlate dette i den videre analysen i kapittel 10.3.6. Kravet til sysselsatt kapital beregnes på samme måte, men vektingene er byttet til å baseres på sysselsatt kapital (Knivsfå, F16, 2019, s. 63).

Beregningene blir som følgende:

Budsjettpunkt	1		2		M		T		T+1	T+2		
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Netto driftskrav	0,0969	0,0993	0,1017	0,1042	0,1066	0,1091	0,1117	0,1142	0,1168	0,1195	0,1195	0,1195
Egenkapitalkrav	0,937	0,86	0,85	0,84	0,83	0,82	0,81	0,8	0,79	0,78	0,77	0,77
(*) EK/NDK	0,0212	0,0202	0,0195	0,0191	0,0188	0,0187	0,0187	0,0189	0,0191	0,0195	0,0195	0,0195
(+) Netto finansielt gjeldskrav	0,063	0,14	0,15	0,16	0,17	0,18	0,19	0,2	0,21	0,22	0,23	0,23
(*) NFG/NDK	0,092	0,088	0,089	0,091	0,092	0,093	0,094	0,095	0,096	0,098	0,097	0,097
(=) Netto driftskrav												

Tabell 88: Fremtidig netto driftskrav

Budsjettpunkt	1		2		M		T		T+1	T+2		
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Krav til sysselsatt kapital	0,097	0,099	0,102	0,104	0,107	0,109	0,112	0,114	0,117	0,120	0,120	0,120
Egenkapitalkrav	0,804	0,794	0,785	0,776	0,766	0,757	0,748	0,738	0,729	0,720	0,720	0,720
(*) EK/SSK	0,021	0,020	0,020	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019
(+) Netto finansielt gjeldskrav	0,196	0,206	0,215	0,224	0,234	0,243	0,252	0,262	0,271	0,280	0,280	0,280
(*) FG/SSK	0,082	0,083	0,084	0,085	0,086	0,087	0,088	0,089	0,090	0,091	0,091	0,091
(=) Krav til sysselsatt kapital												

Tabell 89: Fremtidig krav til sysselsatt kapital

Det er en jevn økning av begge kravene fram mot 2030, hvor driftskravet ender på 9,7%, og kravet til sysselsatt kapital ender på 9,1%.

## 10.4 Strategisk fordel

I dette kapittelet skal vi beregne den fremtidige strategiske fordel for XXL, basert på fremtidsregnskapet i kapittel 9. Den strategiske analysen i kapittel 4 skal samsvare med det som blir utarbeidet i dette kapittelet (Knivsfå, F16, 2019, s. 67).

### 10.4.1 Driftsfordel

En fremtidig driftsfordel utgjør differansen mellom fremtidig driftskrav og fremtidig netto driftsrentabilitet (Knivsfå, F16, 2019, s. 71). Vi har tidligere beregnet en tidsvektet driftsulempe i kapittel 8 på -16,45%. Tallet for ulempen er høyt, grunnet et svakt økonomisk år i 2019. Bare i 2019 vurderte vi driftsulempen til -47,9%, sammenligner vi det med 2018, er det nedgang fra -8,4% til -47,9%. I 2020 har fjorårets underskudd snudd til et overskudd, det gir grunn til å tro at driftsulempen vil snu i positiv retning.

### 10.4.2 Finansieringsfordel

Finansieringsfordelen baseres på finansieringsfordelen av finansiell gjeld, finansielle eiendeler og minoriteter, men minoriteter unngår. Vi har tidligere antatt at netto finansielt gjeldskrav er lik netto finansiell gjeldsrente gjennom hele budsjettperioden. Dersom finansiell gjeldsrente er det samme som finansielt gjeldskrav, finansielt eiendelskrav det samme som finansiell

eiendelsrentabilitet og minoritetsrentabilitet er det samme som minoritetskravet, er finansieringsfordelen tilnærmet 0 (Knivsflå, F16, 2019, s. 72). Dermed antar vi at det ikke foreligger noen særlig finansieringsfordel for XXL i fremtiden.

### 10.4.3 Fremtidig strategisk fordel

For å oppsummere den strategiske fordel, må vi summere driftsfordelen og finansieringsfordelen (Knivsflå, F12, 2019, s. 3). Tidligere i kapittel 8.4 kom vi fram til en tidsvektet strategisk ulempe på -13,7 %. Vi har nå beregnet oss til følgende strategisk fordel i budsjettperioden:

Strategisk fordel	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
ndr		0,083	0,092	0,107	0,117	0,128	0,140	0,135	0,128	0,121	0,113	0,116	0,116
(+) (ndr-nfgr) * nfgg		0,004	0,010	0,013	0,016	0,019	0,022	0,022	0,022	0,021	0,021	0,022	0,022
(+) (ndr-mir) * mig		0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
(=) ekr		<b>0,087</b>	<b>0,102</b>	<b>0,120</b>	<b>0,133</b>	<b>0,147</b>	<b>0,161</b>	<b>0,157</b>	<b>0,150</b>	<b>0,142</b>	<b>0,134</b>	<b>0,138</b>	<b>0,138</b>
(-) ekk		0,097	0,099	0,102	0,104	0,107	0,109	0,112	0,114	0,117	0,120	0,120	0,120
(=) ekr-ekkk		<b>-0,010</b>	<b>0,003</b>	<b>0,018</b>	<b>0,029</b>	<b>0,040</b>	<b>0,052</b>	<b>0,045</b>	<b>0,035</b>	<b>0,025</b>	<b>0,015</b>	<b>0,019</b>	<b>0,019</b>
SFD		-0,009	0,004	0,017	0,027	0,036	0,047	0,041	0,033	0,024	0,016	0,020	0,020
(+) GFD		-0,001	0,001	0,003	0,005	0,008	0,011	0,010	0,009	0,007	0,005	0,006	0,006
(=) DF		-0,011	0,005	0,021	0,032	0,044	0,058	0,051	0,041	0,031	0,021	0,025	0,025
(+) FFNFG		0,001	-0,002	-0,003	-0,003	-0,004	-0,005	-0,006	-0,006	-0,006	-0,006	-0,007	-0,007
(+) FFMI		0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
(=) SF		<b>-0,010</b>	<b>0,003</b>	<b>0,018</b>	<b>0,029</b>	<b>0,040</b>	<b>0,052</b>	<b>0,045</b>	<b>0,035</b>	<b>0,025</b>	<b>0,015</b>	<b>0,019</b>	<b>0,019</b>

Tabell 90: Fremtidig strategisk fordel

Vi har beregnet oss frem til en strategisk fordel på 1,9 % på lang sikt. Det virker kanskje noe ekstremt da ulempen fra den historiske analyseperioden lå på 13,7 %, men vi mener likevel dette er rimelig, da det historiske tallet dras ned av faktorer vi ikke tror vil prege XXL i tiden fremover. Som nevnt tidligere vil sannsynligvis ikke JD Sports og Sports Direct være en del av XXL sin hovedkonkurransen. I tillegg dras strategisk fordel ned av et historisk dårlig 2019, hvor konkurssannsynligheten var svært høy.

Vi anser derfor 1,9 % som et rimelig estimat. XXL vil etter hvert som de ekspanderer dra nytte av solide logistikksystemer og en omnikanal-strategi som enkelte av konkurrentene ikke besitter. De har fått inn en sterk ledelse og kultur og etter hvert som de innarbeider seg mer erfaring, tror vi dette vil påvirke lønnsomheten i positiv forstand.

## 11 Fundamental verdsettelse

I dette kapitlet skal vi gjennomføre en fundamental verdsettelse basert på den foregående analysen. Den fundamentale verdsettelsen vil bli gjennomført ved hjelp av rammeverket til Knivsflå (2019). Metoden innebærer en trinnvis 4 stegs modell med følgende steg: (Knivsflå, F17, 2019, s. 10)

### 1. Egenkapitalmetoden

2. Selskapskapitalmetoden
3. Konvergens mot fundamentalt verdiestimat
4. Analyse av usikkerhet i verdiestimat

Fundamental verdsettelse består i hovedsak av egenkapitalmetoden og selskapsmetoden. Egenkapitalmetoden omfatter en direkte verdsettelse av egenkapitalen til selskapet, som baseres på framtidig fri kontantstrøm diskontert til egenkapitalen (Knivsflå, F17, 2019, s. 12). Selskapsmetoden innebærer en indirekte verdsettelse av egenkapitalen, der verdien av egenkapitalen, der verdien av egenkapitalen er eiendeler fratrukket gjeld (Knivsflå, F17, 2019, s. 13).

Siste åpningsdag for Oslo Børs i 2020 var 30 desember, vi antar videre at verdien holdt seg på samme nivå til verdsettelsestidspunktet 31.12.2020. Verdien per aksje endte var på verdsettelsestidspunktet 19,31 NOK (Oslo Børs, 2020). Det er den verdien som skal sammenlignes med vårt estimat, og vi vil deretter anbefale et kjøp, hold eller selg av aksjen. Anbefalingen blir vurdert i konklusjonen.

### 11.1 Egenkapitalmetoden

I denne metoden skal vi verdsette selskapet gjennom å estimere dets egenkapital. De fire metodene som kan benyttes er som følger: Utbyttmodellen, fri kontantstrøm til egenkapital, superprofitt og superprofittvekstmodellen (Knivsflå, F17, 2019, s. 21).

Vi har valgt å benytte oss av superprofittmodellen, da vi mener denne er godt egnet for XXL. Utbyttmodellen tar utgangspunkt i at det deles ut årlige utbytter, noe som ikke alltid er tilfelle for selskaper i vekst. Kontantstrømmodeller har også en svakhet i og med at det ofte er utfordrende å lage prognoser for fremtidige kontantstrømmer, da det er knyttet stor usikkerhet rundt disse, i tillegg til at investeringer regnes som tapte kontantstrømmer, dermed får en ikke frem deres verdi (Penman, 2013, s. 112-114).

Superprofittmetoden passer godt for kapitalintensive selskaper hvor materielle eiendeler utgjør mesteparten av verdiene. Den setter søkelys på de mest sentrale verdidriverne, som er differansen mellom rentabilitet og kapitalkostnad, kapitalbasen og lengden på

superprofittperioden (Kaldestad & Møller, 2016, s. 44). Vi vil derfor bruke denne modellen til å estimere verdien av XXL.

### 11.1.1 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen bruker inntjening minus krav til inntjening og multipliserer dette med egenkapitalen, for å finne selskapets superprofitt. Superprofitten adderes med selskapets bokførte egenkapital på verdsettelsestidspunktet og nåverdien av horisontleddet for å komme frem til egenkapitalens fundamentale verdi.

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{t+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t) * (ekk - ekv)}$$

### 11.2 Selskapskapitalmetoden

Som nevnt i innledningen er dette en indirekte metode for å beregne verdien av egenkapitalen. Beregningen gjøres ved å ta eiendeler fratrukket for gjeld. Det finnes i alt tre mål for selskapets verdi innen selskapskapitalmetoden: total kapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital (Knivsflå, F18, 2019, s. 5). Vi har valgt å bruke netto driftskapital som mål på XXL sin selskapsverdi, og som under egenkapitalmetoden bruker vi superprofittmodellen som verktøy for verdsettelsen. Den eneste forskjellen er at vi her finner nåverdier av superprofitten til netto driftskapital i stedet for egenkapital, og trekker senere netto finansiell gjeld fra verdien av NDK.

### 11.3 Verdiestimat

#### 11.3.1 Egenkapitalmetoden

Superprofittmetoden											T	T+1	T+2
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Balanseført EK	4185	4738	4720	4906	5076	5230	5364	5533	5680	5802	5898	6134	6380
Egenkapitalrentabilitet		0,0868	0,1024	0,1198	0,1329	0,1467	0,1614	0,1566	0,1496	0,1421	0,1341	0,1383	0,1383
Egenkapitalkrav		0,0969	0,0993	0,1017	0,1042	0,1066	0,1091	0,1117	0,1142	0,1168	0,1195	0,1195	0,1195
(=) Superprofitt til EK		-48	15	89	146	210	280	249	201	147	86	115	120
(/) Diskonteringsfaktor		1,0969	1,2058	1,3284	1,4668	1,6232	1,8003	2,0013	2,2299	2,4905	2,7881	3,1214	3,4944
(=) Nåverdi		-43	12	67	99	129	156	124	90	59	31	37	34

Tabell 91: Superprofittmodellen. (Tall i millioner).



Superprofittmetoden 2020	
Balanseført EK	4185
Nåverdi 2021-2030	724
Nåverdi horisontverdi	519
<b>EK-verdi</b>	<b>5429</b>
Antall aksjer	252,44
<b>Verdi per aksje</b>	<b>21,50</b>

Tabell 92: Superprofittmodellen. Verdi per aksje.

Etter superprofittmetoden får vi en egenkapitalverdi på kr 5 428 614 115 for XXL. Dette tilsvarer en aksjeverdi på kr 21,50.

### 11.3.2 Selskapskapitalmetoden

SPD-modellen	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Netto driftskapital	4468	5509	5553	5840	6116	6378	6622	6916	7189	7438	7660	7967	8285
Netto driftsrentabilitet		0,0829	0,0923	0,1067	0,1172	0,1282	0,1396	0,1346	0,1278	0,1208	0,1135	0,1161	0,1161
Netto driftskrav		0,0921	0,0882	0,0894	0,0905	0,0917	0,0929	0,0940	0,0952	0,0963	0,0975	0,0965	0,0965
(=) Superprofitt fra drift		-41	23	96	156	223	298	269	226	176	119	150	156
(/) Diskonteringsfaktor		1,0921	1,1884	1,2946	1,4118	1,5413	1,6844	1,8428	2,0181	2,2125	2,4282	2,6626	2,9195
(=) Nåverdi		-37	19	74	110	145	177	146	112	80	49	56	53

Tabell 93: SPD-modellen. (Tall i millioner).

SPD-modellen 2020	
Balanseført NDK	4467,90
Nåverdi 2021-2030	874,01
(+) Nåverdi horisontverdi	3,49
(=) Verdi NDK	5345,39
(-) Netto finansiell gjeld	282,90
(=) Verdi egenkapital	5062,49
(/) Antall aksjer	252,44
<b>(=) Verdi per aksje</b>	<b>20,05</b>

Tabell 94: SPD-modellen. Verdi per aksje

Vi ender opp med en aksjeverdi på kr 20,05 etter selskapskapitalmetoden, basert på en egenkapitalverdi på kr 5 062 492 492.

### 11.3.3 Estimert verdi

De to ulike metodene gir relativt like estimater, og vi finner det dermed ikke nødvendig å gå gjennom en omfattende verdikonvergens-prosess. I stedet setter vi aksjeverdien til gjennomsnittet av de to metodene. Da ender vi opp med et foreløpig verdiestimat på **kr 20,78** for XXL per 31.12.2020.

## 11.4 Analyse av usikkerhet i verdiestimatet

Vårt verdiestimat på kr 20,78 er basert på at budsjett- og verdidriverne utvikler seg på en bestemt måte. Det er knyttet en viss usikkerhet rundt disse driverne, og dersom våre forutsetninger ikke skulle vise seg å stemme, vil dette kunne gi signifikante verdiendringer. Vi vil ved en

### 11.4.1 Sensitivitetsanalyse

Ved en sensitivitetsanalyse vil vi undersøke hvilken effekt endringer i sentrale drivere har på verdiestimatet vårt. Vi anser vekst i driftsinntekter, markedets risikopremie, egenkapitalbeta og risikofri rente som betydelige størrelser for verdivurderingen. Vi vil benytte oss av et intervall på +/- 40 % som justeringsgrunnlag for den enkelte faktor.

#### Vekst i driftsinntekter

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Vekst i driftsinntekter	1,11	1,08	1,075	1,07	1,065	1,06	1,055	1,05	1,045	1,04
	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %	
Verdiestimat	19,71	19,95	20,2	20,48	20,78	21,11	21,47	21,875	22,32	
Avvik	-5,15 %	-3,99 %	-2,79 %	-1,44 %	0,00 %	1,59 %	3,32 %	5,27 %	7,41 %	

Tabell 95: Vekst i driftsinntekter

Veksten i driftsinntekter påvirker ikke bare hvordan driftsinntektene utvikler seg, men også vår prediksjon av utviklingen til netto driftseiendeler og netto driftsresultat. Vi ser likevel at potensielle endringer i driftsinntektsvekst ikke vil ha de største konsekvensene for selskapets verdi, og gir et verdiintervall på mellom kr 19,71 og 22,32.

#### Markedets risikopremie

Endringer i markedets risikopremie forventes å gi en vesentlig effekt på egenkapitalkravet og dermed også selskapets verdi. Dette bekreftes i sensitivitetsanalysen og vi observerer en variasjon i verdi på mellom 13,84 og 33,15. Interessant nok gir en nedgang i risikopremien på 40 % en nesten dobbelt så stor påvirkning på verdiestimatet (øker verdien) som en tilsvarende økning har en negativ effekt på verdien. Markedets risikopremie forventes dog å holde seg rundt 5 % og er kanskje den driveren vi anser som mest sikker, selv om visse endringer kan forekomme.

Markedets risikopremie	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %
Verdi til driver	0,03	0,035	0,04	0,045	0,05	0,055	0,06	0,065	0,07
Verdiestimat	33,15	28,85	25,63	23,02	20,78	18,81	17,01	15,37	13,84
<b>Avvik</b>	<b>59,53 %</b>	<b>38,84 %</b>	<b>23,34 %</b>	<b>10,78 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>-9,48 %</b>	<b>-18,14 %</b>	<b>-26,03 %</b>	<b>-33,40 %</b>

Tabell 96: Markedets risikopremie

## Beta

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalbeta	1,934561	1,95741	1,980497	2,004588	2,028867	2,053821	2,079449	2,105549	2,132627	2,160488
Beta	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %	
Verdiestimat	33,15	28,85	25,63	23,02	20,78	18,81	17,01	15,37	13,84	
<b>Avvik</b>	<b>59,53 %</b>	<b>38,84 %</b>	<b>23,34 %</b>	<b>10,78 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>-9,48 %</b>	<b>-18,14 %</b>	<b>-26,03 %</b>	<b>-33,40 %</b>	

Tabell 97: Egenkapitalbeta

Endringer i beta vil gi tilsvarende endringer som forandringer i markedets risikopremie, da begge er multiplikatorfaktorer i egenkapitalkravberegningen. Betaestimatet anses samtidig som mer usikkert, og det er mer sannsynlig at det forekommer endringer i denne faktoren, noe som vi ser kan gi store utslag for vår predikerte verdi.

## Risikofri rente

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risikofri rente	0,000156	0,001413	0,002669	0,003926	0,005182	0,006439	0,007695	0,008952	0,010209	0,011492
Risikofri rente	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %	
Verdiestimat	21,39	21,23	21,08	20,93	20,78	20,64	20,5	20,36	20,22	
<b>Avvik</b>	<b>2,94 %</b>	<b>2,17 %</b>	<b>1,44 %</b>	<b>0,72 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>-0,67 %</b>	<b>-1,35 %</b>	<b>-2,02 %</b>	<b>-2,69 %</b>	

Tabell 98: Risikofri rente

Endringer i risikofri rente gir langt mindre utslag på verdiestimatet enn de andre driverne. Dette er forventet, da risikofri rente utgjør en mindre betydelig del av egenkapitalkravet. Skulle det vise seg at vi har forutsatt feil risikofri rente (og de andre driverne er som forutsatt), vil verdien fortsatt være ganske nær vårt anslag.

## Oppsummering av sensitivitetsanalyse

Vi har gjennom sensitivitetsanalysen undersøkt variasjonen rundt verdiestimatet vårt, når sentrale faktorer endrer seg opp til 40 % i begge retninger. Da observerer vi endringer i verdi fra kr 13,84 på det laveste opp til kr 33,15 på det høyeste. Det er også verdt å nevne at flere av driverne kan endre seg samtidig, og vil dermed gi enda større virkning enn én enkelt driverendring vil ha. En bør være spesielt oppmerksom på endringer i egenkapitalbeta, da denne

anses som den største risikodriveren i og med at den både kan gi vesentlige endringer og endringer i denne er mer sannsynlig enn for eksempel variasjon i markedsrisikopremie.

#### 11.4.2 Simulering

Vi vil i dette kapitlet gjennomføre en såkalt Monte Carlo-simulering. I likhet med foregående kapittel er formålet å undersøke hvordan verdiestimatet endrer seg når ulike verdidrivere endrer seg. Fordelen med å utføre en simulering, er at vi ved hjelp av dataverktøyet @RISK, kan endre alle driverne samtidig fremfor å se på endringer i kun én enkelt driver om gangen.

Gjennom simulering gjør vi kritiske budsjett- og verdidrivere til usikre, dvs. stokastiske variabler for å få frem fordelingen til verdiestimatet, i stedet for å bare få punktestimater (Knivsflå, F19, 2019, s. 9).

##### 11.4.2.1 Kritiske risikofaktorer

Den mest kritiske delen av verdsettelsen er hvordan driften utvikler seg. Netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler og driftsinntektsvekst blir derfor ansett som de mest kritiske faktorene (Knivsflå, F19, 2019, s. 12).

Vi forutsetter lineær utvikling mellom budsjettpunktene 1,2, M og T og gjør om disse til stokastiske variabler. Under utregning av standardavvik for budsjettpunktene velger vi å oppjustere standardavvik for mellomlangsigte med 1,5, da estimat for budsjett drivere på dette tidspunkt bærer større usikkerhet.

I tabellen under følger tall for de tre kritiske budsjettdriverne i perioden 2015-2020 med påfølgende standardavvik.

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Std.avvik
div	24,39 %	15,91 %	-5,10 %	15,91 %	-5,10 %	15,91 %	11,31 %
ndm	7,75 %	7,07 %	6,08 %	2,95 %	-1,78 %	2,77 %	3,26 %
onde	2,05	1,74	1,67	1,62	1,56	1,94	17,71 %

Tabell 99: Standardavvik for div, ndm og onde

#### Driftsinntektsvekst

Under ser vi forventede verdier til XXL sin driftsinntektsvekst ved ulike budsjettpunkter, og standardavviket knyttet til forventningene. Vi får et standardavvik på 2,59 % i periode 1, 2 og

T, mens på mellomlangsikt blir dette 3,88 % da forventningen på dette tidspunktet er noe mer usikkert. Det er verdt å bemerke seg at standardavviket til den historiske driftsinntektsveksten ligger på 11,31 %, noe som er godt over det vi har kommet frem til i tabellen under. Vi legger likevel til grunn at den fremtidige utviklingen vil bli mer stabil, og at standardavviket vi har satt i tabellen under er rimelig.

Driftsinntektsvekst	1	2	M	T
Forventning	1,11	1,08	1,06	1,04
Standardavvik	2,59 %	2,59 %	3,88 %	2,59 %
Normalfordelt	Ja	Ja	Ja	Ja

Tabell 100: Driftsinntektsvekst

### Omløpet til netto driftseiendeler

Standardavviket til onde ved budsjettpunkt 1, 2 og T settes til 17,46 %. Dette ligger også tett opp imot standardavvik fra den historiske utviklingen i onde på 17,71 %, og anses derfor som fornuftig. Standardavviket på mellomlangsikt blir 26,18 % etter oppjusteringen på 1,5.

Omløpet til netto driftseiendeler	1	2	M	T
Forventning	2,1	2,25	2,45	2,55
Standardavvik	17,46 %	17,46 %	26,18 %	17,46 %
Normalfordelt	Ja	Ja	Ja	Ja

Tabell 101: Omløpet til netto driftseiendeler

### Netto driftsmargin

For netto driftsmargin får vi et lavere standardavvik på 0,56 % i de mer sikre budsjettpunktene, mens på mellomlangsikt ender det på 0,83 %. Dette er ikke like høyt som det vi observerer i perioden 2015-2020, men budsjettdriveren predikeres til å være mer stabil i tiden fremover og vi bruker dermed standardavviket i tabellen under som grunnlag for simuleringen.

Netto driftsmargin	1	2	M	T
Forventning	0,03	0,035	0,045	0,0337
Standardavvik	0,56 %	0,56 %	0,83 %	0,56 %
Normalfordelt	Ja	Ja	Ja	Ja

Tabell 102: Netto driftsmargin

#### 11.4.2.2 Andre usikre faktorer

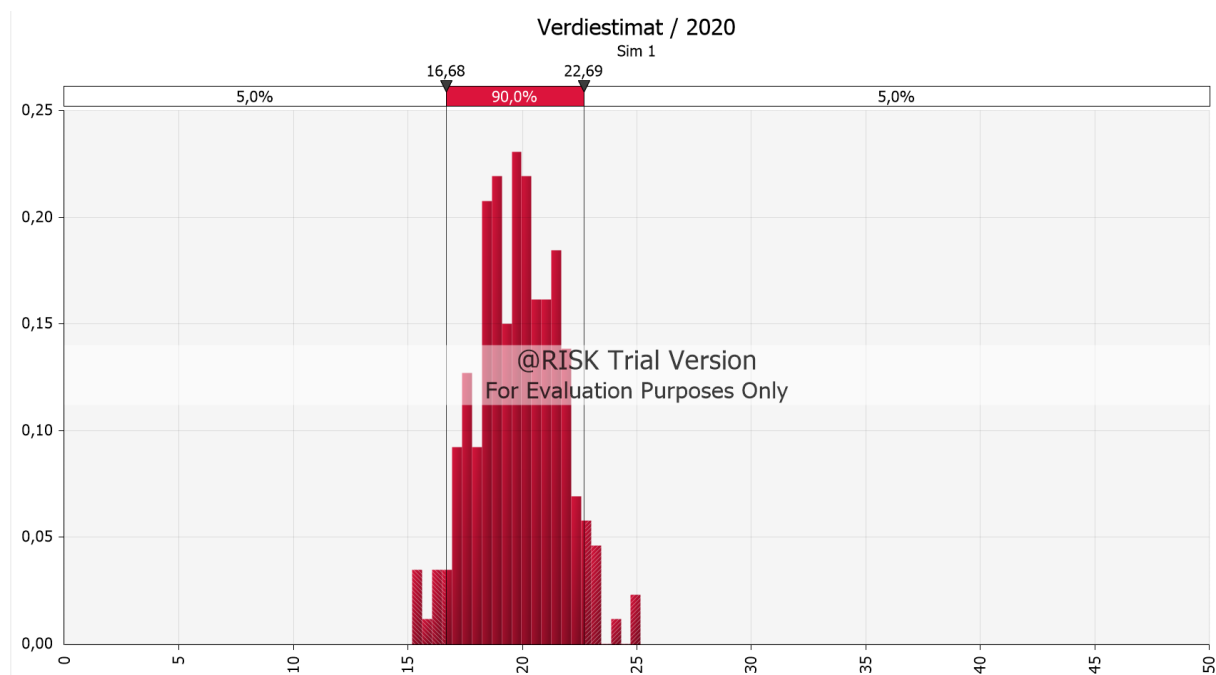
Andre faktorer som anses som usikre, og som vil påvirke verdiestimatet er risikofri rente, markedsrisikopremie og egenkapitalbeta (alle i steady state). Vi har benyttet oss av en uniformfordeling for de to førstnevnte. Vi har gjort en skjønnsmessig vurdering for å vurdere

øvre og nedre grense for disse. Vi har brukt et intervall på +/- 0,05 for begge. For utgangsbetaen har vi satt et standardavvik på 7,8 %.

Andre usikre faktorer	Forventning	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Risikofri rente (steady state)	0,0115	U(0,0065;0,0165)	Uniformfordeling
Markedsrisikopremie (steady state)	0,05	U(0,045;0,055)	Uniformfordeling
Egenkapitalbeta (utgangsbeta)	2,16	0,078	Normalfordelt

Tabell 103: Andre usikre faktorer

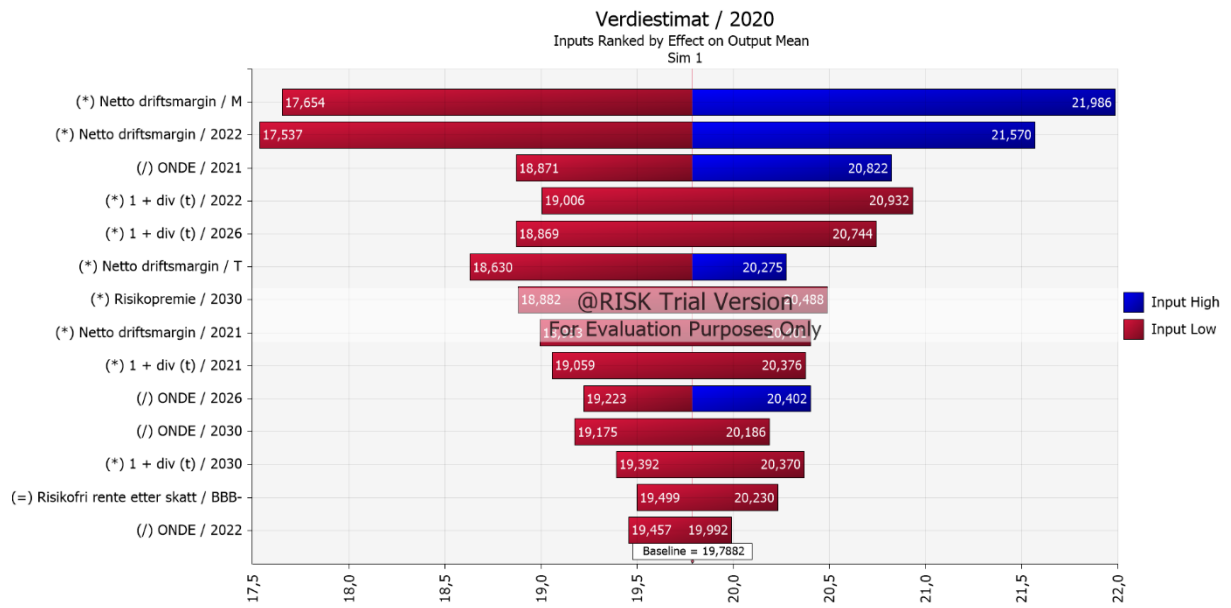
### 11.4.2.3 Resultat fra simulering



Figur 17: Monte-Carlo simulering

Ved hjelp av @RISK har vi kjørt en Monte-Carlo simulering i Excel, hvor vi har brukt standardavvikene funnet ovenfor til å gjøre usikre budsjett drivere om til stokastiske variabler. Vi ser av figur X at vi med 90 % sikkerhet kan si verdien per aksje vil ligge mellom kr 16,68 og kr 22,69. Gjennomsnittsverdien ligger på kr 19,79, som er noe under vårt estimat.

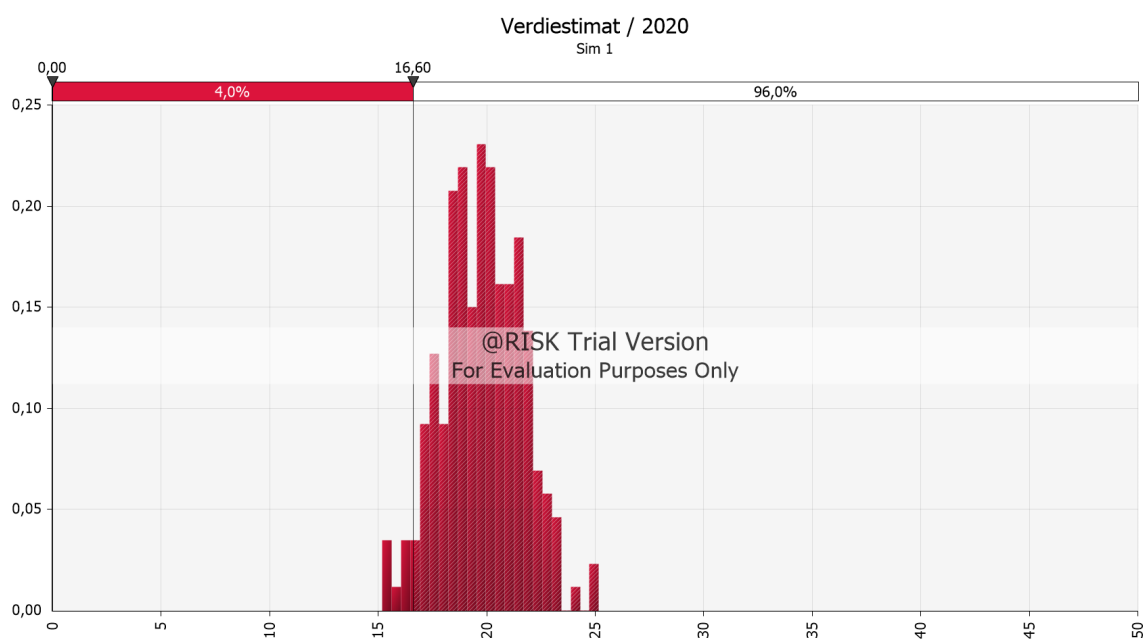
Ut ifra figur 18 bemerker vi oss at endringer i netto driftsmargin ved budsjett punkt M og 2 virker å gi størst utslag for verdiestimatet.



Figur 18: Verdiestimater

## Nedsiderisiko

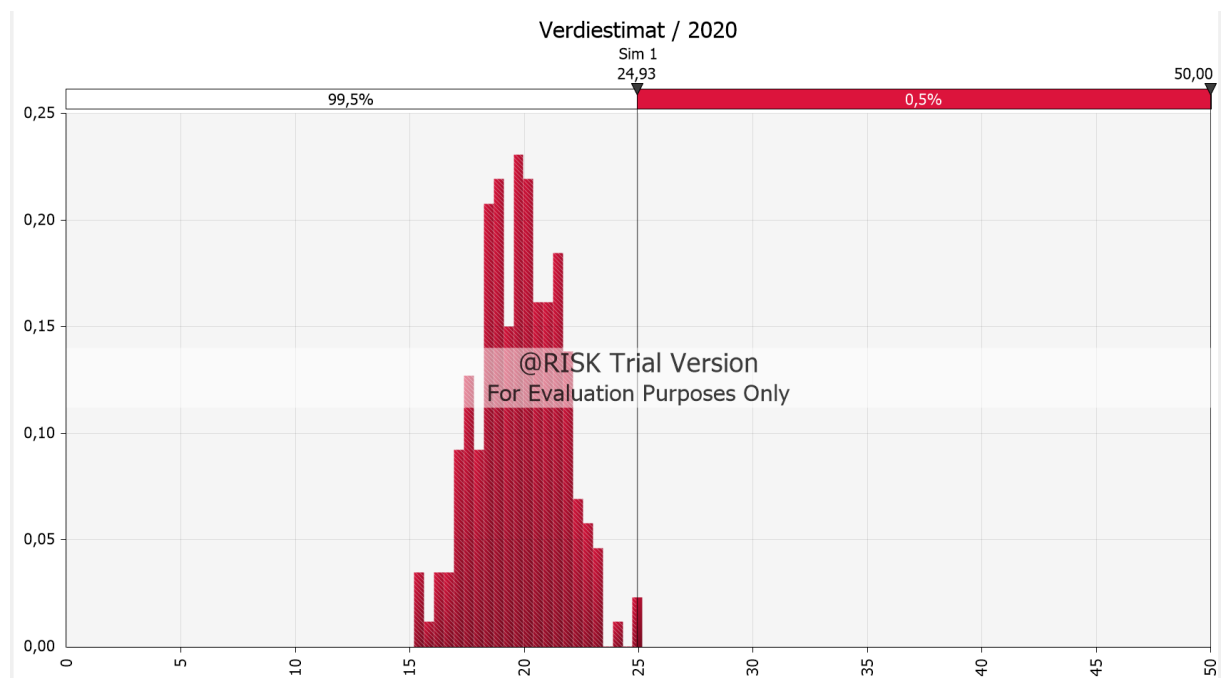
Risikoen for at aksjeverdien faller til kr 16,60 (80 % av vårt estimat), er iht. simuleringen kun 4 %. Dette illustreres i figur 19.



Figur 19: Nedsiderisiko

## Oppsidepotensial

Videre er sannsynligheten for at aksjeverdien øker til kr 24,93 (1,20 ganger estimatet) kun 0,5 %, som vises i figur 20.



Figur 20: Oppsidepotensial

### Oppsummering av simulering

Ut ifra simuleringen fremstår kr 20,78 som et ganske sikkert estimat. Det er rimelig usannsynlig at verdien vil falle eller stige betydelig. En av grunnene til dette kan være at vi har satt et for lavt standardavvik for budsjettdriverne. Særlig standardavviket netto driftsmargin differensierer seg fra det historiske standardavviket, noe som gir store utslag da denne driveren forklarer variansen i verdiestimatet i størst grad. Dette kan medføre at intervallet for potensielle verdier blir for smalt.

#### 11.4.3 Konkursrisiko

Det finnes to måter å ta hensyn til faren for konkurs på. Den ene er å bygge inn konkursrisikoen i fremtidsregnskapet. Den andre er å utarbeide fremtidsregnskapet med forutsetning om fortsatt drift, og ta hensyn til konkursscenarioet separat (Knivsflå, F19, 2019, s. 19).

Vi har valgt å benytte oss av sistnevnte metoden. Vårt tidligere verdiestimat på kr 20,78 vil nedjusteres med denne formelen:



$$VEK = (1 - p) * FVEK + p * LVEK$$

FVEK er fundamentalverdien til egenkapitalen som vi har funnet å være kr 20,78. LVEK er likvidasjonsverdien til egenkapitalen. Dette er en substansverdi hvor realisering av verdien går raskt. En selger i slike tilfeller ofte eiendeler til en lavere verdi enn om avviklingen er mer kontrollert, for å få maksimal verdi ved salg av eiendelene. Dersom långiverne ikke får full dekning, vil det ikke være noe resterende igjen til eierne, dermed er ofte likvidasjonsverdien til egenkapitalen tilnærmet null (Knivsflå, F19, 2019, s. 23).

1-p innebærer sannsynligheten for at selskapet ikke går konkurs. Konkurs sannsynligheten baseres på selskapets kredittrating. Vi benytter oss av et mer kortsiktig perspektiv, ettersom FVEK allerede er justert for konkurssannsynlighet på lang sikt, men ikke i tilstrekkelig grad. Med en rating på BBB- velger vi å sette p til 0,005.

RATING FRAMOVER I TID		$P_{KORT}$
AAA		0,000
AA		0,000
A		0,001
BBB		0,003
BB		0,010
B		0,049
CCC		0,126
CC		0,280
C		0,510
D		0,855

Tabell 104: Rating fremover i tid

Vi får dermed en egenkapitalverdi på:

$$0,995 * 20,78 + 0,005 * 0 = 20,68$$

Verdijusteringen blir på -0,10 kr, og utgjør ingen betydelig forskjell da vi ikke anser XXL sin konkurssannsynlighet til å være særskilt høy. Nytt verdierestimat per aksje blir kr 20,68.

## 12 Komparativ verdsettelse

I dette kapittelet vil vi gjennomføre en komparativ verdsettelse ved hjelp av multipler, som er et supplement til fundamentale analysen gjennomført i kapittel 11. Vi vil bruke de komparative selskapene vi valgte i kapittel 7.1.2, på bakgrunn av disse er børsnotert. Vi har valgt å bruke følgende multipler; Price/Earnings, Enterprise Value/Sales, Enterprise Value/EBITDA og Price/Book. Valg av multiplermetode vil ha varierende kvalitet ut ifra hvilken bransje selskapet operer i (Kaldestad & Møller, 2016, s. 228). Vi har valgt multipler basert på hva Kaldestad & Møller anser som de mest vanlige (Kaldestad & Møller, 2016, s. 228). Vi vil presentere kort fordelene og ulempene med de ulike metodene. Til slutt vil vi oppsummere multiplerverdien.

Beregningsgrunnlaget er basert på tall fra regnskapsåret 2020, samt aksjekurs 31.12.20. Tallene blir presentert i faktiske tall og med lokal valuta. På den måten unngår vi eventuelle valutatap eller gevinster som følgende om omregningen til norske kroner.

### 12.1 P/E

Denne modellen viser forholdet mellom markedsverdien på egenkapitalen og resultatet etter skatt (Kaldestad & Møller, 2016, s. 228). Modellen er ofte brukt i praksis, og kan være godt egnet for selskaper som har en stabil vekstfase. Ulempene kan være at ulike bruk av regnskapsregler gir ulike tall for selskaper som har lik markedsverdi på egenkapitalen. En høy P/E vil gi høye forventninger om god framtidig kontantstrømmer, en lav P/E vitner det motsatte.

Valuta	NOK	GBP	GBP	USD	USD
P/E. (Faktiske tall)	XXL	Sports Direct	JD Sports Fashion	Foot Locker	Dicks Sporting Goods
Aksjekurs pr 31.12.20	19,31	4,51	8,6	39,49	56,21
Resultat etter skatt	126 000 000	101 000 000	250 700 000	323 000 000	530 251 000
Antall utestående aksjer	252 436 658	505 826 890	973 233 160	103 619 123	84 748 000
(/) Resultat etter skatt pr aksje	0,50	0,20	0,26	3,12	6,26
<b>P/E</b>	<b>38,69</b>	<b>22,59</b>	<b>33,39</b>	<b>12,67</b>	<b>8,98</b>
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>23,26</b>				
(*) Resultat etter skatt	126 000 000				
Verdiestimat	2 931 059 743				
(/) Antall utestående aksjer	252 436 658				
<b>Verdiestimat per aksje</b>	<b>11,61</b>				

Tabell 105: P/E analyse

XXL har den høyest P/E blant selskapene, som kan bety at selskapet er overpriset eller at investorer har trua på gode framtidsutsikter. Dicks Sporting Goods har en P/E på 8,98, som er

en lav P/E og kan gi indikasjoner på at aksjen er underpriset. Ved bruk av gjennomsnittet for multippelen ender vi om med et verdiestimat per aksje på kr 11,61.

## 12.2 EV/Sales

Denne metoden beregnes ved addere markedsverdien av egenkapital og netto rentebærende gjeld, delt på salg. (Kaldestad & Møller, 2016, s. 230). Metoden viser mye det «koster» å kjøpe selskapets driftsinntekter. Dette er en metode som gjør det mulig å sammenligne med selskaper som går med underskudd, ettersom «bunnlinjen» ikke blir hensyntatt ved beregningen. For at metoden skal fungere, må man forutsette at lik bruttofortjeneste på de sammenlignbare selskapene. Dette kan gi store feil estimerer hvis det sammenlignes selskaper med stor forskjellig bruttofortjeneste.

Valuta	NOK	GBP	GBP	USD	USD
EV/Sales. (Faktiske tall)	XXL	Sports Direct	JD Sports Fashion	Foot Locker	Dicks Sporting Goods
Markedsverdi	4 874 551 866	2 281 279 274	8 369 805 176	4 091 919 167	4 763 685 080
(+) Netto rentebærende gjeld	3 256 000 000	1 298 100 000	2 106 600 000	2 286 000 000	2 444 634 000
(-) Bankinnskudd, kontanter	830 000 000	534 000 000	465 900 000	1 680 000 000	1 658 067 000
(+) Minoritetsinteresser	26 000 000	13 000 000	70 000 000	5 000 000	0
(=) Enterprise Value	7 326 551 866	3 058 379 274	10 080 505 176	4 702 919 167	5 550 252 080
(/) Salgsinntekter	10 423 000 000	3 957 400 000	6 110 800 000	7 548 000 000	9 584 019 000
(=) EV/Sales	<b>0,70</b>	<b>0,77</b>	<b>1,65</b>	<b>0,62</b>	<b>0,58</b>
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>0,87</b>				
Salgsinntekter XXL	10 423 000 000				
Verdiestimat	9 021 214 398				
Antall utestående aksjer	252 436 658				
<b>Verdiestimat pr aksje</b>	<b>35,74</b>				

Tabell 106: EV/Sales analyse

Det er jevnt over lik EV/Sales, med unntak av JD Sports Fashion med 1,65, fordi de er det eneste selskapet med høyere EV enn salgsinntekter. Gjennomsnittet lander på 0,87. Verdiestimatet pr aksje for XXL er 35,74 kr. Kaldestad & Møller anbefaler at denne metoden benyttes som en sekundær metode for beregning av multipl (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231). Vi går derfor videre til neste metode.

## 12.3 EV/EBITDA

EV/EBITDA beregnes ved dele Enterprise Value på driftsresultat før avskrivninger (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231). Metoden egner seg godt til multipler, fordi selve driften blir sammenlignet. Ved å bruke driftsresultat før avskrivninger, unntas selskapets egne

avskrivningsprofil og finansielle engangsposter. Ulempen med å ikke inkludere avskrivninger er at eventuelle framtidige investeringsbehov.

Valuta	NOK	GBP	GBP	USD	USD
EV/EBITDA. (Faktiske tall)	XXL	Sports Direct	JD Sports Fashion	Foot Locker	Dicks Sporting Goods
Enterprise Value	7 326 551 866	3 058 379 274	10 080 505 176	4 702 919 167	5 550 252 080
EBITDA	1 117 000 000	302 100 000	979 800 000	479 000 000	741 477 000
<b>EV/EBITDA</b>	<b>6,56</b>	<b>10,12</b>	<b>10,29</b>	<b>9,82</b>	<b>7,49</b>
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>8,85</b>				
(*) EBITDA XXL	1 117 000 000				
Verdiestimat	9 890 989 697				
(/) Antall utestående aksjer	252 436 658				
<b>Verdiestimat pr aksje</b>	<b>39,18</b>				

Tabell 107: EV/EBITDA analyse

En høy multiplenummer kan tyde på selskapet ikke klarer å utnytte netto driftskapitalen selskapet måtte ha. Alle selskapet har et multiplenummerintervall fra cirka 6,5 til 10,3, med et gjennomsnitt på 8,85. Gjennomsnittet er å anse som en lav multiplenummer, som tyder på at selskapene klarer å utnytte netto driftskapital. Dette gir et verdiestimat pr aksje på 39,18 kr.

#### 12.4 P/B

Metoden sammenligner markedsverdien på egenkapitalen, med bokført egenkapital. Dette gjøres ved å dividere markedsverdien på egenkapital på bokført egenkapital. (Kaldestad & Møller, 2016, s. 233). Metoden sier noe selskapets evne til å skape verdi. En høy multiplenummer gir indikasjoner om at markedet forventer at selskapet kan klare å skape merverdier. Ulempen med å bruke bokført egenkapital til sammenligning er forskjellen i regnskapsmetodene som benyttes. Dette kan føre til at to identiske selskaper kan få ulike multiplenummer.

Valuta	NOK	GBP	GBP	USD	USD
P/B. (Faktiske tall)	XXL	Sports Direct	JD Sports Fashion	Foot Locker	Dicks Sporting Goods
Bokført egenkapital	4 185 000 000	1 280 300 000	1 289 200 000	2 776 000 000	2 339 534 000
(/) Antall utestående aksjer	252 436 658	505 826 890	973 233 160	103 619 123	84 748 000
Bokført egenkapital pr aksje	16,58	2,53	1,32	26,79	27,61
Aksjekurs pr 31.12.20	19,31	4,51	8,6	39,49	56,21
<b>P/B</b>	<b>1,16</b>	<b>1,78</b>	<b>6,49</b>	<b>1,47</b>	<b>2,04</b>
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>2,59</b>				
Bokført egenkapital	4 185 000 000				
Verdiestimat	10 838 354 167				
(/) Antall utestående aksjer	252 436 658				
<b>Verdiestimat pr aksje</b>	<b>42,93</b>				

Tabell 108: P/B analyse

Alle multiplenummerene har et lavt nivå, men JD Sports Fashion har vesentlig høyere multiplenummer enn de andre selskapene. Dette viser at JD Sports Fashion har en god evne til å skape verdi. XXL har

en multippel på 1,16, dette betyr at markedsprisen er 1,16 ganger større en bokført egenkapital. Basert på gjennomsnitts multippelen 2,59, gir dette et verdiestimat pr aksje på 42,93kr.

## 12.5 Oppsummering

Multiplikator	Verdiestimat pr aksje
P/E	11,61
EV/Sales	35,74
EV/EBITDA	39,18
P/B	42,93

Tabell 109: Oppsummering komparativ verdsettelse

I tabellen kommer det frem at verdiestimatet pr aksje varierer fra 11,61 kr til 42,93 kr. Aksjeprisen den 31.12.20 på 19,31 kr, ligger mellom dette intervallet. Gjennomsnittet for verdiestimatet pr aksje er 32,37 kr, og en median på 37,46 kr. Dette kan gi indikasjoner på at XXL-aksjen er noe underpriset basert på den komparative verdsettelsen. I den fundamentale analysen kom vi fram til en verdi på **20,68** kr pr aksje. Dette er et lavere estimat enn gjennomsnittets estimatet i den komparative analysen. Verdiestimatet ved P/E metoden gir det laveste estimatet blant de fire. Det er store forskjeller blant selskapenes multippel, hvor XXL har en multippel på 38,69, har Dick Sporting Goods 8,98. Det er med andre ord store variasjoner som drar verdiestimatet til XXL noe ned. P/B estimatet kan virke noe usikkert da det er et av fem selskaper som har en veldig høy multippel i forhold. Estimaten kan dermed virke noe kunstig høyt som følge av et selskaps høye multippel. Det endelige verdiestimatet vil bli presentert under kapittel 13.

## 13. Konklusjon og handlingsstrategi

Vi vil til slutt besvare problemstillingen vår: *Hva er verdien til XXL per 31.12.2020?*

For å besvare problemstillingen har vi benyttet oss av fundamental analyse som tilnærming. I tillegg har vi supplert med en komparativ verdsettelse, og analysert usikkerheten knyttet til estimatet for å få et bedre beslutningsgrunnlag.

Vi kom i kapittel 4 frem til at XXL hadde en strategisk ulempe sammenlignet med komparative selskaper, noe som ble bekreftet i kapittel 8. Vi mener likevel at ulempen ikke er veldig utslagsgivende for selskapets fremtidige inntjening, da analysen inneholder utenlandske børsnoterte selskaper som XXL i realiteten ikke konkurrerer med i stor grad. I tillegg har regnskapsåret 2019 vært et år utenom det vanlige i negativ forstand, og det forventes ikke at et slikt år vil gjenta seg i nærmeste fremtid, da XXL har opplevd flere positive endringer det siste året. Vi har derfor oppjustert forventningene knyttet til fremtiden, noe som gjenspeiler seg under utarbeidelse av fremtidskrav og fremtidsregnskapet.

Basert på disse utarbeidelsene kom vi i den fundamentale analysen frem til en aksjeverdi på kr 20,78 ved hjelp av superprofittmetoden. Etter å ha justert denne for konkurrisiko ble ny verdi kr 20,68. I den komparative verdsettelsen kom vi frem til en gjennomsnittlig aksjeverdi på kr 32,37 ved bruk av fire ulike multiplikatorer som kan indikere at estimatet er noe undervurdert. På den annen side er en komparativ verdsettelse mindre omfattende og et mer usikkert estimat og vi vil dermed ikke vektlegge denne. Vi vurderte også usikkerheten til verdiestimatet og kom frem til at det var 90 % sikkerhet for 16,68 og kr 22,69, dermed er nedsiderisikoen større enn oppsidepotensialet.

### **Handlingsstrategi:**

Per 30.12.2020 er aksjen til XXL verdsatt til kr 19,31. Vår anbefaling av handlingsstrategi baseres på et intervall på +/- 10 % av denne. Da får vi en øvre grense på kr 21,24 og en nedre grense kr 17,38.

Handlingsstrategi	Selg	Hold	Kjøp
Verdiestimat	< 17,38	17,38 - 21,24	> 21,24

Verdiestimatet vårt på kr 20,68 ligger innenfor intervallet og vi kommer dermed frem til følgende konklusjon:

*XXL-aksjen er noe underpriset, men vi anbefaler å holde aksjen per 31.12.2020.*

## Litteraturliste

- Andersen, E., Dommermuth, L., Syse, A., Sønstebo, A., & Tønnessen, M. (2019, April 9). *Færre fødte og flere eldre gir sterkere aldring*. Hentet fra SSB: <https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/faerre-fodte-og-flere-eldre-gir-sterkere-aldring>
- Asbjørn, J., Tufte, P. A., & Christoffersen, L. (2011). *Introduksjon til samfunnsvitenskapelig metode*. Oslo: Abstrakt Forlag AS.
- Brønnøysundregistrene. (2020, Februar 3). Hentet fra Brønnøysundregistrene. (2020, 3. februar). Kunngjøring. : [https://w2.brreg.no/kunngjoring/hent\\_en.jsp?kid=20200000340671&sokeverdi=958367325&spraak=nb](https://w2.brreg.no/kunngjoring/hent_en.jsp?kid=20200000340671&sokeverdi=958367325&spraak=nb)
- Brunborg, I. (2020, Februar 4). *Fortsetter som før etter Gresvig-konkursen: - Pulsen vår stopper ikke*. Hentet fra E24: <https://e24.no/naeringsliv/i/rAK131/fortsetter-som-foer-etter-gresvig-konkursen-pulsen-vaar-stopper-ikke>
- Dagsavisen. (2019, Juni 27). *dagsavisen.no*. Hentet fra <https://www.dagsavisen.no/oslo/nyheter/2019/06/27/xxl-ansatte-matte-gjore-armhevinger-som-straff-fra-ledelsen/>
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- European Commission. (2018, Mars 21). *New Eurobarometer on sport and physical activity*. European Commission. Hentet fra European Commission: [https://ec.europa.eu/sport/news/2018/new-eurobarometer-sport-and-physical-activity\\_en](https://ec.europa.eu/sport/news/2018/new-eurobarometer-sport-and-physical-activity_en)
- Gjesdal, F., & Thore, J. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Grønmo, S. (2020a, November 3). *Kvalitativ metode*. Hentet fra Store norske leksikon: [https://snl.no/kvalitativ\\_metode](https://snl.no/kvalitativ_metode)
- Grønmo, S. (2020, Juni 4). *Kvantitativ metode*. Hentet fra Store norske leksikon: [https://snl.no/kvantitativ\\_metode](https://snl.no/kvantitativ_metode)
- Grønmo, S. (2020b, Juni 4). *Kvantitativ metode*. Hentet fra Store norske leksikon: [https://snl.no/kvantitativ\\_metode](https://snl.no/kvantitativ_metode)
- Grini, S. (2020, Februar 24). *Gjelsten kjøper Gresvig*. Hentet fra Finansavisen: <https://finansavisen.no/nyheter/handel/2020/02/24/7500445/gjelsten-og-sunde-gar-sammen-om-a-eie-sport-1-og-gresvig-intersport>
- Handelshøyskolen BI. (2021). *bi.no*. Hentet fra <https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/bransjerresultater-2020/>
- Høgseth, M. H., Karl, W., Hans, J., & Sindre, H. (2020, September 22). *Konkurransetilsynet tillater fusjon mellom Gresvig og Sport 1*. Hentet fra <https://e24.no/naeringsliv/i/zgLzb1/konkurransetilsynet-tillater-fusjon-mellom-gresvig-og-sport-1>
- Helsedirektoratet. (u.d.). *Fysisk aktivitet*. Hentet fra Helsedirektoratet: <https://www.helsedirektoratet.no/tema/fysisk-aktivitet>
- Hitta.se. (u.d.). *Bolagsdata och årsredovisning för Stadium AB*. Hentet fra <https://www.hitta.se/f%C3%B6retagsinformation/stadium+aktiebolag/5561873299>
- Hopland, S., & Wig, K. A. (2021, Januar 20). *Nav avsluttet XXL-samarbeid etter avsløringer – nå får de ny tillit*. Hentet fra <https://e24.no/naeringsliv/i/gWLwEJ/nav-avsluttet-xxl-samarbeid-etter-avsloeringer-naa-faar-de-ny-tillit>
- JD Group. (u.d.). *Our History*. Hentet fra <https://www.jdplc.com/our-history>
- Jordheim, H. M. (2020, Juni 01). *XXL mener rivalenes sammenslåing vil svekke priskonkurransen*. Hentet fra E24: <https://e24.no/naeringsliv/i/pLzXeV/xxl-mener-rivalenes-sammenslaaing-vil-svekke-priskonkurransen>



- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering*. Oslo/Bergen: Fagbokforlaget.
- Kinserdal, F. (2018). F2. *Verdsettelse med regnskapsanalyse*.
- Knivsflå, K. H. (2019). F10. *Avkastningskrav = Målestokk for rentabilitet*.
- Knivsflå, K. H. (2019). F11. *Strategisk rentabilitetsanalyse*.
- Knivsflå, K. H. (2019). F12. *Strategisk driftsanalyse*.
- Knivsflå, K. H. (2019). F14. *Fremtidsregnskap - Ramme og driftsinntekter*.
- Knivsflå, K. H. (2019). F15. *Fremtidsregnskap - Andre budsjettdriverer*.
- Knivsflå, K. H. (2019). F16. *Fremtidskrav og strategiske rentabilitetsanalyse*.
- Knivsflå, K. H. (2019). F17. *Fundamental verdivurdering - Egenkapitalmetoden*.
- Knivsflå, K. H. (2019). F18. *SK - Metoden og verdikonvergens*.
- Knivsflå, K. H. (2019). F3. *Regnskapsanalyse - Ramme og "trailing"*.
- Knivsflå, K. H. (2019). F4. *Omgruppering for analyse*.
- Knivsflå, K. H. (2019). F5. *Omgruppering - Balanse og kontantstrøm*.
- Knivsflå, K. H. (2019). F9. *Kredittvurdering - Syntetisk rating*.
- Knudsen, O. F., Julsrud, O., Tvedt, K. A., & Tondal, J. (2021, April 19). *EU*. Hentet fra Store norske leksikon: [https://snl.no/EU\\_-\\_Den\\_europeiske\\_union](https://snl.no/EU_-_Den_europeiske_union)
- KPMG. (u.d.). *Corporate Tax Rates Table*. Hentet fra KPMG: <https://home.kpmg/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>
- NHO. (u.d.). *Selskapsskatt*. Hentet fra NHO: <https://www.nho.no/tema/skatter-og-avgifter/artikler/selskapsskatt/>
- Nordnet AB. (2021, Mai 20). *Utvikling*. Hentet fra Nordnet AB: <https://www.nordnet.no/market/stocks/16325339-xxl>
- Norges Bank. (u.d.). *Styringsrenten*. Hentet fra Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>
- Norges Bank. (u.d.). *Styringsrenten månedsgjennomsnitt*. Hentet fra Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Styringsrente-manedlig/>
- Norsk Sportsbransjeforening. (2015, Januar 12). *115 konkurser siste tre år*. Hentet fra <https://sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/115-konkurser-siste-tre-ar>
- Norsk Sportsbransjeforening. (2021a, Februar 26). *Kraftig vekst for sportskjedene i 2020*. Hentet fra <https://sportsbransjen.no/nyhetsarkiv/kraftig-vekst-for-sportskjedene-i-2020>
- Norsk Sportsbransjeforening. (2021b, Februar 8). *Medlemsbedrifter i NSBF*. Hentet fra Norske Sportsbransjeforening: <https://sportsbransjen.no/om-oss/medlemsbedrifter>
- Norske Sportsbransjeforening. (2021c, Mars 8). *Det danske sportsmarkedet falt med 9,1%*. Hentet fra Norsk Sportsbransjeforening: <https://sportsbransjen.no/nyhetsarkiv/det-danske-sportsmarkedet-falt-med-9>
- OECD. (u.d.). *Unemployment rate*. Hentet fra OECD: <https://data.oecd.org/unemp/unemployment-rate.htm>
- Oslo Børs. (2020). *Oslo Børs*. Hentet fra <https://live.euronext.com/nb/product/equities/NO0010716863-XOSL#historical-price>
- Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York: McGraw-Hill Education.
- Postnord. (2019). *E-commerce in the Nordics*. Postnord. Hentet fra Postnord: [https://www.postnord.com/siteassets/documents/media/publications/en\\_e-handeln-i-norden\\_halvar\\_2019\\_highres.pdf](https://www.postnord.com/siteassets/documents/media/publications/en_e-handeln-i-norden_halvar_2019_highres.pdf)
- Postnord. (2020). *Netthandelsbarometeret*. Hentet fra Postnord: <https://www.postnord.no/tips-og-rad/netthandelsbarometeret>
- Proff Forvalt. (u.d.). *Proff Forvalt*. Hentet fra <https://forvalt.no/ForetaksIndex>
- PwC. (2020). *Risikopremien i det norske markedet*. PwC.

- Rauan, E. C. (2019, Mars 18). *Nordmenn med nest høyest konsum i Europa*. Hentet fra SSB: <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/artikler-og-publikasjoner/nordmenn-med-nest-hoyest-konsum-i-europa>
- Regjeringen. (2021, Mars 17). *Hva EØS-avtalen omfatter*. Hentet fra Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/tema/europapolitikk/eos1/hva-avtalen-omfatter/id685024/>
- Regnskapsloven. (1999). Regnskapsloven .
- Sandstå, B. L. (2020, Desember 21). *Norges BNP per innbygger på 4. plass i Europa*. Hentet fra SSB: <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/artikler-og-publikasjoner/norges-bnp-per-innbygger-pa-4.plass-i-europa>
- Sport 1. (u.d.). *Sport 1 gruppen*. Hentet fra <https://sport1.no/om-oss/om-sport-1-gruppen/>
- Sport Direct. (2020). *Annual Report & Accounts*. Sports Direct.
- SSB. (2020, September 16). *Bruk av IKT i husholdningene*. Hentet fra Statistikkbanken: <https://www.ssb.no/statbank/table/11436/>
- SSB. (2021, Januar 28). *Arbeidskraftundersøkinga, sesongjusterte tal*. Hentet fra SSB: <https://www.ssb.no/akumnd>
- SSB. (2021). *ssb.no*. Hentet fra <https://www.ssb.no/befolkning/faktaside/befolkningen>
- SSB. (2021). *ssb.no*. Hentet fra <https://www.ssb.no/befolkning/folketall/statistikk/befolkning>
- SSB. (2021). *ssb.no*. Hentet fra <https://www.ssb.no/inntekt-og-forbruk/artikler-og-publikasjoner/vekst-og-velstand-gjennom-50-aar>
- SSB. (u.d.). *Idrett og friluftsliv, levekårundersøkelsen*. Hentet fra SSB: <https://www.ssb.no/statbank/table/05782/>
- Stadion. (u.d.). *Om oss*. Hentet fra <http://www.stadion.no/#omoss>
- Stadium AB. (u.d.). *Om Stadium*. Hentet fra <https://www.stadium.se/om-stadium/this-is-stadium>
- Store norske leksikon. (2018, Februar 20). *Bransje*. Hentet fra Store norske leksikon: <https://snl.no/bransje>
- Whittington, R., Regnér, P., Angwin, D., Johnson, G., & Scholes, K. (2020). *Exploring Strategy*. London: Pearson Education Limited.
- Wiig, K., & Jordheim, H. M. (2020, Februar 21). *Salgssvikt i sportsbransjen - gigantene mest tilbake*. Hentet fra E24: <https://e24.no/naeringsliv/i/Jo4qd8/salgssvikt-i-sportsbransjen-gigantene-mest-tilbake>
- WWF. (u.d.). *TV-Aksjonen 2020: Slik skal pengene brukes*. Hentet fra WWF: <https://www.wwf.no/engasjer-deg/tv-aksjonen>
- XXL ASA. (2021, April 23). *XXL ASA Annual Report 2020*. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2021/04/XXL-ASA-Annual-Report-2020.pdf>
- XXL ASA. (u.d.). *Bærekraft og etikk*. Hentet fra XXL ASA: <https://www.xxl.no/tips/om-xxl/baerekraft-og-etikk>
- XXL ASA. (u.d.). *Velkommen til XXL sport og villmark*. Hentet fra <https://www.xxl.no/tips/om-xxl/dette-er-xxl>
- XXL ASA. (u.d.). *XXL Barnefond*. Hentet fra XXL ASA: <https://www.xxl.no/tips/om-xxl/xxl-barnefond>

## Vedlegg 1 – Rapportert regnskap fra komparative selskaper

### Resultatregnskap Sport 1 Gruppen

Resultatregnskap (Tall i tusen)	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	1 181 575	1 447 125	1 512 633	1 533 714	1 696 712
Andre driftsinntekter	62 778	56 291	50 653	120 484	122 951
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>1 244 353</b>	<b>1 503 416</b>	<b>1 563 286</b>	<b>1 654 198</b>	<b>1 819 663</b>
Varekostnader	905 043	1 075 816	1 113 537	1 157 679	1 243 214
Lønnskostnader	101 707	147 591	152 381	176 006	213 515
Avskrivning og nedskrivning	13 925	17 208	19 188	20 522	24 192
Andre driftskostnader	184 627	209 175	215 373	231 335	267 357
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>1 205 302</b>	<b>1 449 790</b>	<b>1 500 479</b>	<b>1 585 542</b>	<b>1 748 278</b>
<b>Driftsresultat</b>	<b>39 051</b>	<b>53 626</b>	<b>62 807</b>	<b>68 656</b>	<b>71 385</b>
Renteinntekter	3 445	6 365	4 668	2 496	3 796
Andre finansinntekter	1 388	232	1 130	3 963	5 683
<b>Sum finansinntekter</b>	<b>4 834</b>	<b>6 597</b>	<b>5 798</b>	<b>6 459</b>	<b>9 479</b>
Rentekostnader	10 852	10 992	9 545	6 309	9 132
Andre finanskostnader	5 469	4 324	4 794	6 130	5 425
<b>Sum finanskostnader</b>	<b>16 321</b>	<b>15 316</b>	<b>14 339</b>	<b>12 439</b>	<b>14 557</b>
<b>Netto finans</b>	<b>-11 487</b>	<b>-8 719</b>	<b>-8 542</b>	<b>-5 979</b>	<b>-5 078</b>
<b>Ordinært resultat før skattekostnad</b>	<b>27 563</b>	<b>44 908</b>	<b>54 264</b>	<b>62 677</b>	<b>66 307</b>
Skattekostnad på ordinært resultat	8 852	12 400	14 035	15 184	14 400
<b>Totalresultat for perioden</b>	<b>18 711</b>	<b>32 508</b>	<b>40 229</b>	<b>47 494</b>	<b>51 907</b>

## Balanseregnskap Sport 1 Gruppen

Balanse (Tall i tusen)	2015	2016	2017	2018	2019
Eiendeler					
Forskning og utvikling	3 815	2 589	9 339	11 563	12 881
Utsatt skattefordel	7 693	8 266	8 457	8 306	8 555
Goodwill	44 409	42 640	40 259	60 913	63 610
Sum immaterielle anleggsmidler	55 917	53 495	58 055	80 782	85 046
Maskiner					4 104
Driftsløsøre	54 912	48 404	42 706	46 999	70 297
Sum varige driftsmidler	54 912	48 404	42 706	46 999	74 401
Investering i tilknyttet selskap				31 898	41 041
Obligasjoner	436	0	1 000	1 606	1 578
Aksjer/andeler	30	30	30		
Sum finansielle anleggsmidler	466	30	1 030	33 504	42 619
Sum anleggsmidler	111 295	101 929	101 791	161 285	202 066
Varelager	222 967	254 329	283 451	280 326	364 643
Kundefordringer	167 430	187 367	170 504	197 119	165 984
Andre fordringer	42 556	33 870	27 376	52 445	73 826
Investeringer	2				
Bankinnskudd, kontanter eller lignende	34 569	58 808	70 443	124 277	84 535
Sum omløpsmidler	467 524	534 374	551 774	654 167	688 988
<b>Sum eiendeler</b>	<b>578 819</b>	<b>636 303</b>	<b>653 565</b>	<b>815 452</b>	<b>891 054</b>
Aksjeskapital	9 687	9 687	9 687	9 687	9 687
Annen innskutt egenkapital	95 874	95 874	95 874	47 872	47 872
Sum innskutt egenkapital	153 433	153 433	153 433	153 433	153 433
Sum opptjent egenkapital	12 513	26 616	62 582	84 872	130 298
Sum egenkapital	170 573	187 898	228 128	256 450	308 355
Gjeld til kredittinstitusjoner	20 219	16 326	26 859	61 149	92 930
Annen langsiktig gjeld	13 802	13 320			200
Sum langsiktig gjeld	34 021	29 646	26 859	61 149	93 130
Kortsiktig gjeld	116 749	134 023	122 492	154 343	160 536
Skyldig offentlige avgifter	31 062	36 167	36 674	37 421	51 877
Leverandørgjeld	181 458	167 236	170 561	206 016	185 184
Annen kortsiktig gjeld	44 709	53 360	54 625	64 832	77 133
Betalbar skatt	247	12 973	14 226	15 243	14 839
Utbytte		15 000		20 000	
Sum kortsiktig gjeld	374 225	418 760	398 579	497 854	489 569
<b>Sum gjeld</b>	<b>408 246</b>	<b>448 405</b>	<b>425 438</b>	<b>559 002</b>	<b>582 699</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>578 819</b>	<b>636 303</b>	<b>653 565</b>	<b>815 452</b>	<b>891 054</b>

Resultatregnskap Stadion AS

Resultatregnskap (Tall i tusen)	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	151 098	198 716	205 736	203 768	208 100
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>151 098</b>	<b>198 716</b>	<b>205 736</b>	<b>203 768</b>	<b>208 100</b>
Varekostnader	117 297	160 060	167 085	165 941	169 675
Lønnskostnader	12 984	15 916	17 947	18 999	20 019
Avskrivning og nedskrivning	343	559	818	1 162	2 037
Andre driftskostnader	16 776	14 373	15 486	14 691	14 512
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>147 400</b>	<b>190 909</b>	<b>201 336</b>	<b>200 794</b>	<b>206 242</b>
<b>Driftsresultat</b>	<b>3 698</b>	<b>7 808</b>	<b>4 400</b>	<b>2 975</b>	<b>1 857</b>
Rentinntekter	402	247	426	907	969
Annen finansinntekter	826	747	1 078	237	5
<b>Sum finansinntekter</b>	<b>1 228</b>	<b>994</b>	<b>1 504</b>	<b>1 144</b>	<b>974</b>
Rentekostnader	479	803	954	988	1 414
Annen finanskostnad	212	143	97	70	65
<b>Sum finanskostnader</b>	<b>691</b>	<b>946</b>	<b>1 051</b>	<b>1 058</b>	<b>1 479</b>
<b>Netto finans</b>	<b>537</b>	<b>48</b>	<b>453</b>	<b>86</b>	<b>-505</b>
<b>Ordinært resultat før skattekostnad</b>	<b>4 235</b>	<b>7 855</b>	<b>4 854</b>	<b>3 061</b>	<b>1 352</b>
Skattekostnad på ordinært resultat	1 117	1 876	1 023	747	302
<b>Årsresultat</b>	<b>3 118</b>	<b>5 979</b>	<b>3 831</b>	<b>2 314</b>	<b>1 049</b>

## Balanseregnskap Stadion AS

Balanse (Tall i tusen)	2015	2016	2017	2018	2019
Eiendeler					
Forskning og utvikling				700	1 656
Utsatt skattefordel	2 080	1 942	1 862	1 631	1 667
Sum immaterielle anleggsmidler	2 080	1 942	1 862	2 331	3 323
Driftsløsøre	1 682	3 060	3 393	5 669	4 985
Sum varige driftsmidler	1 682	3 060	3 393	5 669	4 985
Investering i tilknyttet selskap			5 600	5 600	19 000
Investering i datterselskap		1 515	1 515	1 515	1 515
Obligasjoner	2 787	2 694	2 954	6 571	
Aksjer/andeler	7 845	5 600	3 500	6 500	
Lån til foretak i samme konsern	250				
Sum finansielle anleggsmidler	10 882	9 809	13 569	20 186	20 515
Sum anleggsmidler	14 644	14 811	18 824	28 186	28 823
Varelager	33 340	48 522	48 669	48 824	49 792
Kundefordringer	13 340	17 316	16 320	22 554	17 766
Andre fordringer	668	194	752	2 137	2 394
Andre omløpsmidler	61		-1		-1
Bankinnskudd, kontanter eller lignende	566	659	675	1 658	23
Sum omløpsmidler	47 975	66 691	66 415	75 173	69 974
<b>Sum eiendeler</b>	<b>62 619</b>	<b>81 502</b>	<b>85 239</b>	<b>103 359</b>	<b>98 797</b>
Aksjeskapital	14 373	15 728	17 005	19 548	19 761
Annen innskutt egenkapital					
Sum innskutt egenkapital	14 149	15 467	16 670	19 548	19 133
Sum opptjent egenkapital	13 030	17 405	19 423	20 584	21 633
Sum egenkapital	27 179	32 872	36 093	40 132	40 766
Gjeld til kredittinstitusjoner	4 000	3 000	4 205	6 465	8 815
Sum langsiktig gjeld	4 000	3 000	4 205	6 465	8 815
Kortsiktig gjeld	9 888	18 503	9 812	23 519	21 095
Skyldig offentlige avgifter	939	3 201	4 529	3 377	5 165
Leverandørgjeld	13 829	18 068	25 394	25 840	20 420
Annen kortsiktig gjeld	2 574	2 515	2 449	2 356	2 199
Betalbar skatt	2 183	1 739	942	517	338
Utbytte	2 026	1 604	1 814	1 153	
Sum kortsiktig gjeld	31 439	45 630	44 940	56 762	49 217
<b>Sum gjeld</b>	<b>35 439</b>	<b>48 630</b>	<b>49 145</b>	<b>63 227</b>	<b>58 032</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>62 618</b>	<b>81 502</b>	<b>85 238</b>	<b>103 359</b>	<b>98 798</b>

## Resultatregnskap Stadium AB

<b>Resultatregnskap (Tall i tusen, SEK)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Salgsinntekter	5 287 689	5 453 251	5 346 884	5 609 205	6 147 545
Andre driftsinntekter	6 269	35 043	44 228	64 603	57 101
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>5 293 958</b>	<b>5 488 294</b>	<b>5 391 112</b>	<b>5 673 808</b>	<b>6 204 646</b>
Varekostnader	2 905 823	2 925 862	2 984 825	3 133 583	3 548 501
Lønnskostnader	1 004 144	1 068 699	1 072 150	1 138 440	1 236 146
Avskrivning og nedskrivning	117 418	106 218	1 149 498	107 839	92 574
Andre driftskostnader	1 153 293	1 211 644	98 401	1 188 911	1 194 811
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>5 180 678</b>	<b>5 312 423</b>	<b>5 304 874</b>	<b>5 568 773</b>	<b>6 072 032</b>
<b>Driftsresultat</b>	<b>113 280</b>	<b>175 871</b>	<b>86 238</b>	<b>105 035</b>	<b>132 614</b>
Renteinntekter	1 880	1 760	667	143	169
Andre finansinntekter			16	298	31
<b>Sum finansinntekter</b>	<b>1 880</b>	<b>1 760</b>	<b>683</b>	<b>441</b>	<b>200</b>
Rentekostnader	1 070	1 191	1 252	1 638	5 439
Andre finanskostnader	64	20 791			
<b>Sum finanskostnader</b>	<b>1 134</b>	<b>21 982</b>	<b>1 252</b>	<b>1 638</b>	<b>5 439</b>
<b>Netto finans</b>	<b>746</b>	<b>-20 222</b>	<b>-569</b>	<b>-1 197</b>	<b>-5 239</b>
<b>Ordinært resultat før skattekostnad</b>	<b>114 026</b>	<b>155 649</b>	<b>85 669</b>	<b>103 838</b>	<b>127 375</b>
Skattekostnad på ordinært resultat	26 622	40 972	19 232	25 184	27 910
<b>Årsresultat</b>	<b>87 404</b>	<b>114 677</b>	<b>66 437</b>	<b>78 654</b>	<b>99 465</b>

## Balanseregnskap Stadium AB

Balanse (Tall i tusen, SEK)	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Eiendeler</b>					
Forskning og utvikling		8 443	7 387	18 257	19 932
Patenter, lisenser og lignende	3 491	2 834	2 341	1 951	1 561
Leierettigheter og lignende	11 195	9 930	8 574	5 041	3 690
Sum immaterielle anleggsmidler	14 686	21 207	18 302	25 249	25 183
Inventar, verktøy og installasjoner	271 934	246 496	228 379	205 676	172 000
Sum varige driftsmidler	271 934	246 496	228 379	205 676	172 000
Andre langsiktige verdipapirer	146	146	146	146	146
Utsatt skattefordel	4 915	4 682	2 253	2 914	3 083
Andre langsiktige fordringer	7 947	9 785	5 172	5 304	5 799
Sum finansielle anleggsmidler	13 008	14 613	7 571	8 364	9 028
Sum anleggsmidler	299 628	282 316	254 252	239 289	206 211
<b>Varelager</b>					
Ferdigvarer og handelsvarer	1 193 591	1 246 614	1 223 882	1 635 189	1 605 947
Sum varelager	1 193 591	1 246 614	1 223 882	1 635 189	1 605 947
Kundefordringer	32 348	42 354	35 578	24 800	25 401
Skattefordringer	13 007	8 112	27 314	5 831	9 388
Andre fordringer	8 947	21 078	26 160	28 018	22 602
Forskuddsbetalte utgifter og opptjente inntekter	95 162	92 044	83 699	155 179	161 549
Sum kortsiktige fordringer	149 464	163 588	172 751	213 828	218 940
Bankinnskudd, kontanter og lignende	112 954	228 471	119 533	57 421	61 657
Sum bankinnskudd, kontanter og lignende	112 954	228 471	119 533	57 421	61 657
Sum omløpsmidler	1 456 009	1 638 673	1 516 166	1 906 438	1 886 544
<b>Sum eiendeler</b>	<b>1 755 637</b>	<b>1 920 989</b>	<b>1 770 418</b>	<b>2 145 727</b>	<b>2 092 755</b>
Aksjekapital	200 000	200 000	200 000	200 000	200 000
Reserver	300 218	305 052	257 300	256 601	245 025
Opptjent egenkapital	418 659	470 376	383 334	416 986	148 201
Sum egenkapital	918 877	975 428	840 634	873 587	593 226
Avsetninger til pensjon og lignende	9 215	11 472	6 255	6 737	7 318
Utsatt skatt	74 320	68 345	61 423	59 100	54 676
Øvrige avsetninger		615	2 022	4 081	4 414
Sum avsetninger	83 535	80 432	69 700	69 918	66 408
Langsiktig lån					150 000
Langsiktig gjeld					150 000
Kortsiktig lån/lån til kredittinstitusjon	12 593	7 896	11 355	84 994	167 063
Leverandørgjeld	349 872	365 831	404 295	615 211	562 598
Nåværende skattegjeld		8 442	4 738	83	5 473
Annen gjeld	87 220	126 474	106 286	96 935	121 361
Forskuddsbetalte utgifter og opptjente inntekter	303 540	356 486	333 410	404 999	426 626
Sum kortsiktig gjeld	753 225	865 129	860 084	1 202 222	1 283 121
<b>Sum gjeld</b>	<b>836 760</b>	<b>945 561</b>	<b>929 784</b>	<b>1 272 140</b>	<b>1 499 529</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>1 755 637</b>	<b>1 920 989</b>	<b>1 770 418</b>	<b>2 145 727</b>	<b>2 092 755</b>



## Resultatregnskap Sports Direct plc

<b>Resultatregnskap (Tall i tusen, GBP)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Salgsinntekter	2 904 325	3 245 300	3 359 500	3 701 900	3 957 400
Andre driftsinntekter	11 137	22 500	26 500	23 400	32 500
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>2 915 462</b>	<b>3 267 800</b>	<b>3 386 000</b>	<b>3 725 300</b>	<b>3 989 900</b>
Varekostnader	-1 619 681	-1 914 700	-2 024 400	-2 118 400	-2 294 800
Lønnskostnader	-1 021 844	-1 255 600	-1 156 100	-1 413 800	-1 564 300
Avskrivning og nedskrivning					
Andre driftskostnader					
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>-2 641 525</b>	<b>-3 170 300</b>	<b>-3 180 500</b>	<b>-3 532 200</b>	<b>-3 859 100</b>
Driftsmessige engangsposter	-50 759	-17 300	-4 800	-41 000	-13 100
Gevinst ved salg av datterselskap		79 900			
Gevinst ved salg av eiendom			16 300	8 400	54 200
<b>Driftsresultat</b>	<b>223 178</b>	<b>160 100</b>	<b>217 000</b>	<b>160 500</b>	<b>171 900</b>
Renteinntekter	3 362	18 800	3 400	40 000	31 000
Andre investeringsinntekter	148 148	162 500	25 700	15 000	15 200
Andre finansinntekter					20 400
Andel av resultat fra tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet	2 449	800	-8 700	-8 600	-15 900
<b>Sum finansinntekter</b>	<b>153 959</b>	<b>182 100</b>	<b>20 400</b>	<b>46 400</b>	<b>50 700</b>
Rentekostnader	-15 330	-9 400	-40 900	-19 400	-29 300
Andre finanskostnader					
Investeringskostnader		-51 200	-119 000	-8 300	-49 800
<b>Sum finanskostnader</b>	<b>-15 330</b>	<b>-60 600</b>	<b>-159 900</b>	<b>-27 700</b>	<b>-79 100</b>
<b>Netto finans</b>	<b>138 629</b>	<b>121 500</b>	<b>-139 500</b>	<b>18 700</b>	<b>129 800</b>
<b>Ordinært resultat før skattekostnad</b>	<b>361 807</b>	<b>281 600</b>	<b>77 500</b>	<b>179 200</b>	<b>143 500</b>
Skattekostnad på ordinært resultat	-82 826	-49 900	-49 900	-63 200	-42 500
<b>Ordinært resultat</b>	<b>278 981</b>	<b>231 700</b>	<b>27 600</b>	<b>116 000</b>	<b>101 000</b>
Other comprehensive income - netto	-33 279	-97 300	-6 000	-69 800	-28 600
<b>Totalresultat</b>	<b>245 702</b>	<b>134 400</b>	<b>21 600</b>	<b>46 200</b>	<b>72 400</b>

## Balanseregnskap Sports Direct plc

Balanse (Tall i tusen, GBP)	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Eiendeler</b>					
Maskiner, utstyr og lignende	585 876	842 000	878 400	823 200	1 347 600
Investering i eiendom		23 100	23 700	22 200	18 900
Immaterielle eiendeler	208 569	185 700	181 300	153 000	143 400
Investering i tilknyttet selskap	16 635	26 400	6 200	11 000	
Finansielle eiendeler, langsiktig	193 355	63 900	249 800	84 600	83 800
Utsatt skattefordel	43 984	33 700	24 900	23 700	49 900
Sum anleggsmidler	1 048 419	1 174 800	1 364 300	1 117 700	1 643 600
				68 000	
Eiendel holdt for salg				68 000	
Varelager	702 158	629 200	873 400	978 400	1 198 300
Fordringer	292 589	397 100	234 800	432 500	414 200
Derivater	82 527	43 000	17 100	104 200	78 100
Bankinnskudd, kontanter og lignende	234 163	204 700	360 000	448 000	534 000
Sum omløpsmidler	1 311 437	1 274 000	1 485 300	2 031 100	2 224 600
<b>Sum eiendeler</b>	<b>2 359 856</b>	<b>2 448 800</b>	<b>2 849 600</b>	<b>3 148 800</b>	<b>3 868 200</b>
Aksjekapital	64 060	64 100	64 100	64 100	64 100
Overkursfond	874 300	874 300	874 300	874 300	874 300
Egne aksjer - reserve	-56 234	-329 500	-290 000	-281 700	-295 700
Reserver	-978 063	-960 900	-1 023 900	-931 600	-940 300
Oppjent egenkapital	1 482 331	1 591 000	1 588 000	1 521 500	1 564 900
Minoritetsinteresser	-1 666	-700	1 700	5 800	13 000
Sum egenkapital	1 384 728	1 238 300	1 214 200	1 252 400	1 280 300
Langsiktig lån	333 063	317 300	757 100	826 500	900 000
Leasing					476 200
Pensjonsforpliktelser	13 065	3 400	1 900	1 900	1 900
Utsatt skatteforpliktelse	21 590	18 700	10 400	29 000	25 600
Avsetninger og forpliktelser	66 802	130 200	156 900	440 500	336 000
Sum langsiktig gjeld	434 520	469 600	926 300	1 297 900	1 739 700
Finansielle forpliktelser	61 704	75 200	93 100	16 300	44 200
Leverandørgjeld	426 741	584 900	606 500	541 100	602 500
Annen kortsiktig gjeld	769	69 500			147 900
Skatteforpliktelse	51 394	11 300	9 500	41 100	53 600
Sum kortsiktig gjeld	540 608	740 900	709 100	598 500	848 200
<b>Sum gjeld</b>	<b>975 128</b>	<b>1 210 500</b>	<b>1 635 400</b>	<b>1 896 400</b>	<b>2 587 900</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>2 359 856</b>	<b>2 448 800</b>	<b>2 849 600</b>	<b>3 148 800</b>	<b>3 868 200</b>

Resultatregnskap JD Sports Fashion plc

<b>Resultatregnskap (Tall i tusen, GBP)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Salgsinntekter	1 821 652	2 378 694	3 161 400	4 717 800	6 110 800
Andre driftsinntekter	1 242	1 815	2 400	4 700	10 900
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>1 822 894</b>	<b>2 380 509</b>	<b>3 163 800</b>	<b>4 722 500</b>	<b>6 121 700</b>
Varekostnader	-937 431	-1 215 053	-1 629 800	-2 474 500	-3 236 000
Salgs og distribusjonskostnader - normal	-648 333	-812 972	-1 080 500	-1 632 900	-2 020 200
Administrative kostnader - normal	-78 228	-106 272	-144 700	-253 600	-348 600
<b>Sum normale driftskostnader</b>	<b>-1 663 992</b>	<b>-2 134 297</b>	<b>-2 855 000</b>	<b>-4 361 000</b>	<b>-5 604 800</b>
Salgs og distribusjonskostnader - unormal		0	0	0	0
Administrative kostnader - unormal	-25 496	-6 419	-12 900	-15 300	-90 300
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>-1 689 488</b>	<b>-2 140 716</b>	<b>-2 867 900</b>	<b>-4 376 300</b>	<b>-5 695 100</b>
<b>Driftsresultat</b>	<b>133 406</b>	<b>239 793</b>	<b>295 900</b>	<b>346 200</b>	<b>426 600</b>
Renteinntekter	388	649	600	1 200	1 700
Andre finansinntekter		118			
<b>Sum finansinntekter</b>	<b>388</b>	<b>767</b>	<b>600</b>	<b>1 200</b>	<b>1 700</b>
Rentekostnader	-1 908	-1 934	-1 900	-6 700	-6 600
Andre finanskostnader	-255	-258	-100	-800	-73 200
<b>Sum finanskostnader</b>	<b>-2 163</b>	<b>-2 192</b>	<b>-2 000</b>	<b>-7 500</b>	<b>-79 800</b>
<b>Netto finans</b>	<b>-1 775</b>	<b>-1 425</b>	<b>-1 400</b>	<b>-6 300</b>	<b>-78 100</b>
<b>Ordinært resultat før skattekostnad</b>	<b>131 631</b>	<b>238 368</b>	<b>294 500</b>	<b>339 900</b>	<b>348 500</b>
Skattekostnad på ordinært resultat	-31 001	-53 788	-58 100	-75 700	-97 800
<b>Ordinært resultat</b>	<b>100 630</b>	<b>184 580</b>	<b>236 400</b>	<b>264 200</b>	<b>250 700</b>
<b>Årsresultat</b>	<b>100 630</b>	<b>184 580</b>	<b>236 400</b>	<b>264 200</b>	<b>250 700</b>
Other comprehensive income (OCI)					
Årsresultat	100 630	184 580	236 400	264 200	250 700
Valutap/gevinst	4144	22551	6400	-800	-21500
Total OCI for perioden	4144	22551	6400	-800	-21500
<b>Totalresultat for perioden etter OCI</b>	<b>104 774</b>	<b>207 131</b>	<b>242 800</b>	<b>263 400</b>	<b>229 200</b>

## Balanseregnskap JD Sports Fashion plc

Balanse (Tall i tusen, GBP)	2015	2016	2017	2018	2019
Eiendeler					
Immaterielle eiendeler	73 611	190 902	211 000	394 300	413 700
Maskiner, utstyr og lignende	173 317	235 762	376 900	539 800	2 420 100
Andre eiendeler	33 191	38 103	66 500	79 100	47 900
Investeringer				100	2 600
Utsatt skattefordel	482				
Sum anleggsmidler	280 601	464 767	654 400	1 013 300	2 884 300
Varelager	238 324	348 007	478 000	763 800	811 800
Fordringer	56 375	118 602	146 300	177 200	183 900
Bankinnskudd, kontanter og lignende	215 996	247 560	347 500	251 200	465 900
Sum omløpsmidler	510 695	714 169	971 800	1 192 200	1 461 600
<b>Sum eiendeler</b>	<b>791 296</b>	<b>1 178 936</b>	<b>1 626 200</b>	<b>2 205 500</b>	<b>4 345 900</b>
Rentebærende gjeld og lån	6 301	31 431	26 800	63 800	20 400
Leasing					285 000
Leverandørgjeld	324 964	469 062	623 200	808 100	900 700
Avsetninger	1 132	1 015	2 100	1 300	
Inntektskatt (betalbar skatt)	15 757	33 648	30 200	27 300	34 300
Sum kortsiktig gjeld	348 154	535 156	682 300	900 500	1 240 400
Rentebærende gjeld og lån	274	2 529	11 000	62 200	15 600
Leasing					1 707 700
Annen langsiktig gjeld	40 834	53 179	91 500	153 800	80 500
Avsetninger	1 209	1 038	1 800	1 200	
Utsatt skatt		8 192	5 300	11 000	12 500
Sum langsiktig gjeld	42 317	64 938	109 600	228 200	1 816 300
<b>Sum gjeld</b>	<b>390 471</b>	<b>600 094</b>	<b>791 900</b>	<b>1 128 700</b>	<b>3 056 700</b>
Aksjekapital	2 433	2 433	2 400	2 400	2 400
Overkursfond	11 659	11 659	11 700	11 700	11 700
Opptjent egenkapital	378 898	543 268	773 600	1 016 300	1 245 700
Andre reserver	-10 570	-5 110	-17 300	-21 600	-40 600
Minoritetsinteresser	18 405	26 592	63 900	68 000	70 000
<b>Sum egenkapital</b>	<b>400 825</b>	<b>578 842</b>	<b>834 300</b>	<b>1 076 800</b>	<b>1 289 200</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>791 296</b>	<b>1 178 936</b>	<b>1 626 200</b>	<b>2 205 500</b>	<b>4 345 900</b>

## Vedlegg 2 – Omgruppert resultatregnskap for de komparative selskapene

### Omgruppert resultatregnskap Sport 1 Gruppen AS (NOK)

Fullstendig omgruppert resultatregnskap (tall i tusen)	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter (DI)	1 244 353	1 503 416	1 563 286	1 654 198	1 819 663
(-) Driftskostnader (DK)	1 205 302	1 449 790	1 500 479	1 585 542	1 748 278
<b>(=) Driftsresultat i egen virksomhet (DR)</b>	<b>39 051</b>	<b>53 626</b>	<b>62 807</b>	<b>68 656</b>	<b>71 385</b>
(-) Driftsrelatert skatt i egen virksomhet (DSK)	10 051	13 802	16 165	17 671	18 373
<b>(=) Netto driftsresultat i egen virksomhet (NDRE)</b>	<b>29 000</b>	<b>39 824</b>	<b>46 642</b>	<b>50 985</b>	<b>53 012</b>
(+) Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter (RTS)	0	0	0	0	0
<b>(=) Netto driftsresultat (NDRE)</b>	<b>29 000</b>	<b>39 824</b>	<b>46 642</b>	<b>50 985</b>	<b>53 012</b>
(+) Netto finansinntekt (NFI)	2 825	5 302	3 921	2 114	3 238
<b>(=) Nettoresultat til sysselsatt kapital (NRS)</b>	<b>26 175</b>	<b>34 522</b>	<b>42 721</b>	<b>48 871</b>	<b>49 774</b>
(-) Netto finanskostnad (NFK)	7 922	8 244	7 254	4 858	7 123
(-) Netto minoritetsresultat (NMR)	0	0	0	0	0
<b>(=) Nettoresultat til egenkapital (NRE)</b>	<b>18 253</b>	<b>26 278</b>	<b>35 467</b>	<b>44 013</b>	<b>42 651</b>
(+) Unormalt netto driftsresultat (UNDR)	-1 846	-966	0	1 086	2 560
(+) Unormalt netto finansresultat (UNFR)	-3 346	-3 409	-3 078	-1 835	220
<b>(=) Fullstendig nettoresultat til egenkapital (FNR)</b>	<b>13 061</b>	<b>21 903</b>	<b>32 389</b>	<b>43 264</b>	<b>45 431</b>
(-) Netto utbetalt utbytte (NBU)	-59 414	4 578	-7 841	14 942	-6 474
<b>(=) Endring i egenkapital (ΔEK)</b>	<b>72 475</b>	<b>17 325</b>	<b>40 230</b>	<b>28 322</b>	<b>51 905</b>

### Omgruppert resultatregnskap Stadion AS (NOK)

Fullstendig omgruppert resultatregnskap (tall i tusen)	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter (DI)	151 098	198 716	205 736	203 768	208 100
(-) Driftskostnader (DK)	147 400	190 909	201 336	200 794	206 242
<b>(=) Driftsresultat i egen virksomhet (DR)</b>	<b>3 698</b>	<b>7 807</b>	<b>4 400</b>	<b>2 974</b>	<b>1 858</b>
(-) Driftsrelatert skatt i egen virksomhet (DSK)	954	2 015	1 135	767	479
<b>(=) Netto driftsresultat i egen virksomhet (NDRE)</b>	<b>2 744</b>	<b>5 792</b>	<b>3 265</b>	<b>2 207</b>	<b>1 379</b>
(+) Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter (RTS)	0	0	0	0	0
<b>(=) Netto driftsresultat (NDRE)</b>	<b>2 744</b>	<b>5 792</b>	<b>3 265</b>	<b>2 207</b>	<b>1 379</b>
(+) Netto finansinntekt (NFI)	330	206	358	768	827
<b>(=) Nettoresultat til sysselsatt kapital (NRS)</b>	<b>2 414</b>	<b>5 587</b>	<b>2 907</b>	<b>1 438</b>	<b>552</b>
(-) Netto finanskostnad (NFK)	350	602	725	761	1 103
(-) Netto minoritetsresultat (NMR)	0	0	0	0	0
<b>(=) Nettoresultat til egenkapital (NRE)</b>	<b>2 064</b>	<b>4 984</b>	<b>2 182</b>	<b>678</b>	<b>-551</b>
(+) Unormalt netto driftsresultat (UNDR)	-109	80	109	-42	0
(+) Unormalt netto finansresultat (UNFR)	503	503	824	141	-51
<b>(=) Fullstendig nettoresultat til egenkapital (FNR)</b>	<b>2 459</b>	<b>5 567</b>	<b>3 114</b>	<b>777</b>	<b>-602</b>
(-) Netto utbetalt utbytte (NBU)	-146	-127	-106	-3 262	-1 236
<b>(=) Endring i egenkapital (ΔEK)</b>	<b>2 605</b>	<b>5 694</b>	<b>3 220</b>	<b>4 039</b>	<b>634</b>

## Omgruppert resultatregnskap Stadium AB

Fullstendig omgruppert resultatregnskap (tall i tusen, SEK)	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter (DI)	5 293 958	5 488 294	5 391 112	5 673 808	6 204 646
(-) Driftskostnader (DK)	5 180 678	5 312 423	5 304 874	5 568 773	6 072 032
<b>(=) Driftsresultat i egen virksomhet (DR)</b>	<b>113 280</b>	<b>175 871</b>	<b>86 238</b>	<b>105 035</b>	<b>132 614</b>
(-) Driftsrelatert skatt i egen virksomhet (DSK)	26 546	41 214	20 209	24 614	31 077
<b>(=) Netto driftsresultat i egen virksomhet (NDRE)</b>	<b>86 734</b>	<b>134 657</b>	<b>66 029</b>	<b>80 421</b>	<b>101 537</b>
(+) Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter (RTS)	0	0	0	0	0
<b>(=) Netto driftsresultat (NDRE)</b>	<b>86 734</b>	<b>134 657</b>	<b>66 029</b>	<b>80 421</b>	<b>101 537</b>
(+) Netto finansinntekt (NFI)	1 604	1 502	569	122	145
<b>(=) Nettoresultat til sysselsatt kapital (NRS)</b>	<b>85 129</b>	<b>133 155</b>	<b>65 460</b>	<b>80 299</b>	<b>101 392</b>
(-) Netto finanskostnad (NFK)	835	929	977	1 278	4 275
(-) Netto minoritetsresultat (NMR)	0	0	0	0	0
<b>(=) Nettoresultat til egenkapital (NRE)</b>	<b>84 295</b>	<b>132 226</b>	<b>64 483</b>	<b>79 021</b>	<b>97 117</b>
(+) Unormalt netto driftsresultat (UNDR)	-45	-2 811	802	-866	2 032
(+) Unormalt netto finansresultat (UNFR)	-55	-17 742	14	254	27
<b>(=) Fullstendig nettoresultat til egenkapital (FNR)</b>	<b>84 195</b>	<b>111 673</b>	<b>65 299</b>	<b>78 410</b>	<b>99 175</b>
(-) Netto utbetalt utbytte (NBU)	112 755	55 122	200 093	45 457	379 536
<b>(=) Endring i egenkapital (ΔEK)</b>	<b>-28 560</b>	<b>56 551</b>	<b>-134 794</b>	<b>32 953</b>	<b>-280 361</b>

## Omgruppert resultatregnskap Sport Direct plc

Fullstendig omgruppert resultatregnskap (tall i tusen, GBP)	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter (DI)	2 915 462	3 267 800	3 386 000	3 725 300	3 989 900
(-) Driftskostnader (DK)	2 641 525	3 170 300	3 180 500	3 532 200	3 859 100
<b>(=) Driftsresultat i egen virksomhet (DR)</b>	<b>273 937</b>	<b>97 500</b>	<b>205 500</b>	<b>193 100</b>	<b>130 800</b>
(-) Driftsrelatert skatt i egen virksomhet (DSK)	80 230	28 556	60 187	56 555	38 309
<b>(=) Netto driftsresultat i egen virksomhet (NDRE)</b>	<b>193 707</b>	<b>68 944</b>	<b>145 313</b>	<b>136 545</b>	<b>92 491</b>
(+) Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter (RTS)	0	0	0	0	0
<b>(=) Netto driftsresultat (NDRE)</b>	<b>193 707</b>	<b>68 944</b>	<b>145 313</b>	<b>136 545</b>	<b>92 491</b>
(+) Netto finansinntekt (NFI)	2 914	16 293	2 969	34 933	27 073
<b>(=) Nettoresultat til sysselsatt kapital (NRS)</b>	<b>190 793</b>	<b>52 651</b>	<b>142 344</b>	<b>101 612</b>	<b>65 418</b>
(-) Netto finanskostnad (NFK)	12 264	7 520	33 129	15 714	23 733
(-) Netto minoritetsresultat (NMR)	1 566	1 800	3 100	4 000	7 200
<b>(=) Nettoresultat til egenkapital (NRE)</b>	<b>176 963</b>	<b>43 331</b>	<b>106 115</b>	<b>81 898</b>	<b>34 485</b>
(+) Unormalt netto driftsresultat (UNDR)	-35 893	56 829	1 526	-38 105	31 456
(+) Unormalt netto finansresultat (UNFR)	97 238	-147	-95 080	-71 459	-54 887
<b>(=) Fullstendig nettoresultat til egenkapital (FNR)</b>	<b>238 309</b>	<b>100 013</b>	<b>12 561</b>	<b>-27 667</b>	<b>11 053</b>
(-) Netto utbetalt utbytte (NBU)	15 132	246 441	54 861	-84 067	-16 847
<b>(=) Endring i egenkapital (ΔEK)</b>	<b>223 177</b>	<b>-146 428</b>	<b>-42 300</b>	<b>56 400</b>	<b>27 900</b>

## Omgruppert resultatregnskap JD Sports Fashion plc

Fullstendig omgruppert resultatregnskap (tall i tusen, GBP)	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter (DI)	1 822 894	2 380 509	3 163 800	4 722 500	6 121 700
(-) Driftskostnader (DK)	1 663 992	2 134 297	2 855 000	4 361 000	5 604 800
<b>(=) Driftsresultat i egen virksomhet (DR)</b>	<b>158 902</b>	<b>246 212</b>	<b>308 800</b>	<b>361 500</b>	<b>516 900</b>
(-) Driftsrelatert skatt i egen virksomhet (DSK)	35 855	55 555	69 678	81 569	116 633
<b>(=) Netto driftsresultat i egen virksomhet (NDRE)</b>	<b>123 047</b>	<b>190 657</b>	<b>239 122</b>	<b>279 931</b>	<b>400 267</b>
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter (RTS)	0	0	0	0	0
<b>= Netto driftsresultat (NDRE)</b>	<b>123 047</b>	<b>190 657</b>	<b>239 122</b>	<b>279 931</b>	<b>400 267</b>
+ Netto finansinntekt (NFI)	336	562	524	1 048	1 485
<b>= Nettoresultat til sysselsatt kapital (NRS)</b>	<b>122 711</b>	<b>190 094</b>	<b>238 598</b>	<b>278 883</b>	<b>398 782</b>
- Netto finanskostnad (NFK)	1 526	1 547	1 539	5 427	5 346
- Netto minoritetsresultat (NMR)	2 946	9 370	5 700	3 400	2 000
<b>= Nettoresultat til egenkapital (NRE)</b>	<b>118 239</b>	<b>179 177</b>	<b>231 359</b>	<b>270 056</b>	<b>391 436</b>
+ Unormalt netto driftsresultat (UNDR)	-21 006	-4 971	-1 620	-10 653	-81 777
+ Unormalt netto finansresultat (UNFR)	3 923	22 430	6 313	-1 499	-85 428
<b>= Fullstendig nettoresultat til egenkapital (FNR)</b>	<b>101 155</b>	<b>196 636</b>	<b>236 052</b>	<b>257 904</b>	<b>224 231</b>
- Netto utbetalt utbytte (NBU)	15 224	26 856	17 852	19 504	13 831
<b>= Endring i egenkapital (ΔEK)</b>	<b>85 931</b>	<b>169 780</b>	<b>218 200</b>	<b>238 400</b>	<b>210 400</b>

## Vedlegg 3 – Omgruppert balanseregnskap for de komparative selskapene

### Omgruppert balanseregnskap Sport 1 Gruppen AS (tall i tusen, NOK)

Trinn 3 Fra totalbalanse til sysselsatt kapital	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	97 027	88 579	100 761	127 781	159 247
(+) Driftsrelatert arbeidskapital	210 047	238 386	253 377	239 368	335 865
<b>(=) Netto driftseiendeler</b>	<b>307 074</b>	<b>326 965</b>	<b>354 138</b>	<b>367 149</b>	<b>495 112</b>
(+) Finansielle eiendeler	468	11 281	23 340	104 792	66 709
<b>(=) Sysselsatte eiendeler</b>	<b>307 542</b>	<b>338 246</b>	<b>377 478</b>	<b>471 941</b>	<b>561 821</b>
Egenkapital	170 573	187 898	228 128	256 450	308 355
(+) Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0
(+) Finansiell gjeld	136 968	150 349	149 351	215 492	253 466
<b>(=) Sysselsatt kapital</b>	<b>307 541</b>	<b>338 247</b>	<b>377 479</b>	<b>471 942</b>	<b>561 821</b>

Trinn 4 Sysselsatt kapital til netto driftskapital	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftskapital- Balanse	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	97 027	88 579	100 761	127 781	159 247
(+) Driftsrelatert arbeidskapital	210 047	238 386	253 377	239 368	335 865
<b>(=) Netto driftseiendeler</b>	<b>307 074</b>	<b>326 965</b>	<b>354 138</b>	<b>367 149</b>	<b>495 112</b>
Egenkapital	170 573	187 898	228 128	256 450	308 355
(+) Netto finansiell gjeld	136 500	139 068	126 011	110 700	186 757
<b>(=) Netto driftskapital</b>	<b>307 073</b>	<b>326 966</b>	<b>354 139</b>	<b>367 150</b>	<b>495 112</b>

Omgruppert balanseregnskap Stadion AS (tall i tusen, NOK)

Trinn 3 Fra totalbalanse til sysselsatt kapital	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3 762	5 002	5 255	8 000	8 308
(+) Driftsrelatert arbeidskapital	26 424	39 564	31 287	41 930	41 852
<b>(=) Netto driftseiendeler</b>	<b>30 186</b>	<b>44 566</b>	<b>36 542</b>	<b>49 930</b>	<b>50 160</b>
(+) Finansielle eiendeler	10 882	9 809	13 569	20 186	20 515
<b>(=) Sysselsatte eiendeler</b>	<b>41 068</b>	<b>54 375</b>	<b>50 111</b>	<b>70 116</b>	<b>70 675</b>
Egenkapital	27 179	32 873	36 093	40 132	40 766
(+) Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0
(+) Finansiell gjeld	13 888	21 503	14 017	29 984	29 910
<b>(=) Sysselsatt kapital</b>	<b>41 067</b>	<b>54 376</b>	<b>50 110</b>	<b>70 116</b>	<b>70 676</b>

Trinn 4 Sysselsatt kapital til netto driftskapital					
Netto driftskapital- Balanse	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3 762	5 002	5 255	8 000	8 308
(+) Driftsrelatert arbeidskapital	26 424	39 564	31 287	41 930	41 852
<b>(=) Netto driftseiendeler</b>	<b>30 186</b>	<b>44 566</b>	<b>36 542</b>	<b>49 930</b>	<b>50 160</b>
Egenkapital	27 179	32 873	36 093	40 132	40 766
(+) Netto finansiell gjeld	3 006	11 694	448	9 798	9 395
<b>(=) Netto driftskapital</b>	<b>30 185</b>	<b>44 567</b>	<b>36 541</b>	<b>49 930</b>	<b>50 161</b>

Omgruppert balanseregnskap Stadium AB (tall i tusen, SEK)

Trinn 3 Fra totalbalanse til sysselsatt kapital	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	203 085	187 271	176 981	161 007	130 775
(+) Driftsrelatert arbeidskapital	715 377	693 989	667 437	789 210	770 486
<b>(=) Netto driftseiendeler</b>	<b>918 462</b>	<b>881 260</b>	<b>844 418</b>	<b>950 217</b>	<b>901 261</b>
(+) Finansielle eiendeler	13 008	102 064	7 571	8 364	9 028
<b>(=) Sysselsatte eiendeler</b>	<b>931 470</b>	<b>983 324</b>	<b>851 989</b>	<b>958 581</b>	<b>910 289</b>
Egenkapital	918 877	975 428	840 634	873 587	593 226
(+) Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0
(+) Finansiell gjeld	12 593	7 896	11 355	84 994	317 063
<b>(=) Sysselsatt kapital</b>	<b>931 470</b>	<b>983 324</b>	<b>851 989</b>	<b>958 581</b>	<b>910 289</b>

Trinn 4 Sysselsatt kapital til netto driftskapital					
Netto driftskapital- Balanse	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	203 085	187 271	176 981	161 007	130 775
(+) Driftsrelatert arbeidskapital	715 377	693 989	667 437	789 210	770 486
<b>(=) Netto driftseiendeler</b>	<b>918 462</b>	<b>881 260</b>	<b>844 418</b>	<b>950 217</b>	<b>901 261</b>
Egenkapital	918 877	975 428	840 634	873 587	593 226
(+) Netto finansiell gjeld	-415	-94 168	3 784	76 630	308 035
<b>(=) Netto driftskapital</b>	<b>918 462</b>	<b>881 260</b>	<b>844 418</b>	<b>950 217</b>	<b>901 261</b>



Omgruppert balanseregnskap Sports Direct plc (tall i millioner, GBP)

Trinn 3 Fra totalbalanse til sysselsatt kapital	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	737,0	909,1	838,8	528,5	701,2
(+) Driftsrelatert arbeidskapital	616,1	532,7	667,2	969,8	969,8
<b>(=) Netto driftseiendeler</b>	<b>1 353,1</b>	<b>1 441,8</b>	<b>1 506,0</b>	<b>1 498,3</b>	<b>1 671,0</b>
(+) Finansielle eiendeler	427,2	258,5	540,2	596,9	553,5
<b>(=) Sysselsatte eiendeler</b>	<b>1 780,3</b>	<b>1 700,3</b>	<b>2 046,2</b>	<b>2 095,2</b>	<b>2 224,5</b>
Egenkapital	1 384,7	1 238,3	1 196,0	1 252,4	1 280,3
(+) Minoritetsinteresser	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(+) Finansiell gjeld	395,6	462,0	850,2	842,8	944,2
<b>(=) Sysselsatt kapital</b>	<b>1 780,3</b>	<b>1 700,3</b>	<b>2 046,2</b>	<b>2 095,2</b>	<b>2 224,5</b>

Trinn 4 Sysselsatt kapital til netto driftskapital	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftskapital- Balanse	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	737,0	909,1	838,8	528,5	701,2
(+) Driftsrelatert arbeidskapital	616,1	532,7	667,2	969,8	969,8
<b>(=) Netto driftseiendeler</b>	<b>1 353,1</b>	<b>1 441,8</b>	<b>1 506,0</b>	<b>1 498,3</b>	<b>1 671,0</b>
Egenkapital	1 384,7	1 238,3	1 196,0	1 252,4	1 280,3
(+) Netto finansiell gjeld	-31,6	203,5	310,0	245,9	390,7
<b>(=) Netto driftskapital</b>	<b>1 353,1</b>	<b>1 441,8</b>	<b>1 506,0</b>	<b>1 498,3</b>	<b>1 671,0</b>

Omgruppert balanseregnskap JD Sports Fashion plc (tall i millioner, GBP)

Trinn 3 Fra totalbalanse til sysselsatt kapital	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	238,6	402,4	555,8	847,2	1081,0
(+) Driftsrelatert arbeidskapital	-17,7	9,5	31,2	198,4	-124,7
<b>(=) Netto driftseiendeler</b>	<b>220,9</b>	<b>411,9</b>	<b>587,0</b>	<b>1045,6</b>	<b>956,3</b>
(+) Finansielle eiendeler	186,5	200,9	285,1	157,2	368,9
<b>(=) Sysselsatte eiendeler</b>	<b>407,4</b>	<b>612,8</b>	<b>872,1</b>	<b>1202,8</b>	<b>1325,2</b>
Egenkapital	382,4	552,2	770,4	1008,8	1219,2
(+) Minoritetsinteresser	18,4	26,6	63,9	68,0	70,0
(+) Finansiell gjeld	6,6	34,0	37,8	126,0	36,0
<b>(=) Sysselsatt kapital</b>	<b>407,4</b>	<b>612,8</b>	<b>872,1</b>	<b>1202,8</b>	<b>1325,2</b>

Trinn 4 Sysselsatt kapital til netto driftskapital	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftskapital- Balanse	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	238,6	402,4	555,8	847,2	1081,0
(+) Driftsrelatert arbeidskapital	-17,7	9,5	31,2	198,4	-124,7
<b>(=) Netto driftseiendeler</b>	<b>220,9</b>	<b>411,9</b>	<b>587,0</b>	<b>1045,6</b>	<b>956,3</b>
Egenkapital	382,4	552,2	770,4	1008,8	1219,2
Minoritetsinteresser	18,4	26,6	63,9	68,0	70,0
(+) Netto finansiell gjeld	-179,9	-166,9	-247,3	-31,2	-332,9
<b>(=) Netto driftskapital</b>	<b>220,9</b>	<b>411,9</b>	<b>587,0</b>	<b>1045,6</b>	<b>956,3</b>