

Sindre Houge Nesheim
Sander Berg Johnsen
Martin Aasen Law
Heine Brouwer

Fundamental verdsettelse XXL ASA

Fundamental valuation XXL ASA

Semesteroppgave i Økonomi og administrasjon
Veileder: Morten Kringstad

April 2021

Sindre Houge Nesheim
Sander Berg Johnsen
Martin Aasen Law
Heine Brouwer

Fundamental verdsettelse XXL ASA

Fundamental valuation XXL ASA

Semesteroppgave i Økonomi og administrasjon
Veileder: Morten Kringstad
April 2021

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



NTNU

Kunnskap for en bedre verden

Forord

Denne oppgaven er skrevet som en avsluttende del av bachelorstudiet i økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen. I oppgaven tar vi i bruk kunnskap vi har tilegnet oss gjennom studieløpet som dekker finans, strategi og regnskap. Vi har valgt finansiell styring som retning sisteåret, og en oppgave med verdsettelse som tema var det som virket mest spennende og nærliggende for oss.

Når vi skulle velge selskap fokuserte vi i første omgang på å analysere et selskap på Oslo Børs. Valget endte på XXL, som er et godt etablert selskap vi allerede kjente til som forbrukere. XXL ble børsnotert i 2014 og har derfor gitt oss tilstrekkelig med historisk data. I oppgaven fokuserer vi i hovedsak på den norske driften av XXL, selv om de også opererer i Finland, Sverige, Danmark og Østerrike.

Gjennom oppgaven har vi møtt på utfordringer som har bidratt til god læring og innsikt i selskapet XXL og bransjen som helhet. Vi vil takke vår veileder Morten Kringstad for oppfølging og hjelp underveis i prosessen.

Trondheim, april 2021

Heine Brouwer

Martin A. Law

Sander B. Johnsen

Sindre H. Nesheim

Sammendrag

I denne avsluttende oppgaven på bachelorstudiet i økonomi og administrasjon har det blitt gjennomført en verdivurdering av XXL ASA (videre i oppgaven kalt XXL). Oppgavens problemstilling har vært å vurdere verdien av XXL den 31.12.2020. Målet med oppgaven har vært å løse problemstillingen ved hjelp av kunnskap og ferdighet som er opparbeidet gjennom studiet, og vurdere om aksjen er underpriset, overpriset eller riktig priset.

Oppgavebesvarelsen bygger på analyse av selskap- og bransjedata. Den strategiske analysen er gjennomført ved hjelp av PESTEL-, Porters- og VRIO-analyse. Videre er den kvantitative analysen gjennomført i Excel. Den strategiske analysen viser at sportsbransjen er preget av stabile omgivelser, sterk konkurranse, og XXL holder sine markedsandeler ved hjelp av midlertidige og varige konkurransefortrinn.

Den diskonterte nåverdimodellen verdsetter den fundamentale verdien til XXL på 23,32 NOK per aksje. Den markedsbaserte verdsettelsen er gjort ved å sammenligne XXL med fire andre selskaper. Den komparative verdsettelsen gjort ved P/E-, P/S- og P/B-multiplikatorer konkluderer med en gjennomsnittlig aksjepris på 21,44 NOK.

Tall fra Nordnet viser at XXL var verdsatt til 19,31 NOK den 30.12.2020. Basert på analysene som er gjort i denne oppgaven vurderes XXL som svakt underpriset per 31.12.2020.

Abstract

In this final thesis of the Business and Administration study, a valuation of XXL ASA (further in the thesis called XXL) has been carried out. The problem of the thesis has been to assess the value of XXL on 31.12.2020. The aim of the thesis has been to solve the problem with the help of knowledge and skills that have been acquired throughout the study, and assess whether the share is underpriced, overpriced or correctly priced.

The answer to the assignment is based on analysis of company and industry data. The strategic analysis has been carried out using PESTEL, Porter and VRIO analyses. Furthermore, the quantitative analysis has been carried out in Excel. The strategic analysis shows that the sports industry is characterized by a stable environment, strong competition, and XXL maintains its market share with the help of temporary and lasting competitive advantages.

The discounted present value model values the fundamental value of XXL at NOK 23,32 per share. The market-based valuation is performed by comparing XXL with four other companies. The comparative valuation made by P/E, P/S and P/B multiples concludes with an average share price of NOK 21,44.

Figures from Nordnet show that XXL was valued at NOK 19,31 on 30.12.2020. Based on the analyzes made in this thesis, XXL is assessed as slightly underpriced as of 31.12.2020.

Innholdsfortegnelse

| | |
|--|----|
| Forord | 1 |
| Sammendrag | 2 |
| Innholdsfortegnelse | 4 |
| Figuroversikt | 7 |
| Tabelloversikt | 8 |
| 1 Innledning | 9 |
| 1.1 Bakgrunn | 9 |
| 1.2 Problemstilling | 9 |
| 1.3 Avgrensning | 9 |
| 1.4 Struktur | 9 |
| 2 Presentasjon av XXL og sportsbransjen | 11 |
| 2.1 XXL | 11 |
| 2.2 Historie | 11 |
| 2.3 Bransjen og konkurrenter | 12 |
| 3 Strategisk analyse | 15 |
| 3.1 PESTEL | 15 |
| 3.1.1 Politiske forhold | 15 |
| 3.1.2 Økonomiske forhold | 16 |
| 3.1.3 Valuta | 17 |
| 3.1.4 Miljømessige forhold | 18 |
| 3.1.5 Juridiske forhold | 18 |
| 3.1.6 Sosiokulturelle forhold | 19 |
| 3.1.7 Teknologiske forhold | 20 |
| 3.2 Femkraftsmodellen (Porters) | 21 |
| 3.2.1 Trussel for potensielle nyetableringer | 21 |
| 3.2.2 Leverandørens forhandlingsmakt | 22 |
| 3.2.3 Trussel fra kunder | 23 |
| 3.2.4 Trusler fra substitutter | 24 |
| 3.2.5 Rivalisering i bransjen | 25 |
| 3.2.6 Bransjeforhold | 26 |
| 3.3 Interne analyser (VRIO) | 27 |
| 3.3.1 Big box-konsept | 28 |
| 3.3.2 Innkjøp og logistikk (verdikjede) | 29 |
| 3.3.3 Merkevarer | 30 |

| | |
|---|-----------|
| 3.3.4 Ansatte, ledelse og kultur | 32 |
| 3.3.5 Oppsummering av VRIO | 34 |
| 3.4 SWOT og oppsummering av strategisk analyse | 34 |
| 4 Regnskapsanalyse | 36 |
| 4.1 Resultatregnskapet | 36 |
| 4.2 Balanseregnskapet | 37 |
| 4.3 Likviditet | 37 |
| 4.3.1 Likviditetsgrad 1 og 2 | 37 |
| 4.4 Soliditet | 38 |
| 4.4.1 Gjeldsgrad og egenkapitalandel | 38 |
| 4.5 Finansiering | 39 |
| 4.5.1 Finansieringsgrad 1 | 39 |
| 4.6 Lønnsomhet | 40 |
| 4.7 Oppsummering regnskapsanalyse | 40 |
| 5 Prognose av fremtidige kontantstrømmer | 42 |
| 5.1 Kontantstrømanalyse | 42 |
| 5.2 Driftsinntekter | 42 |
| 5.3 Driftskostnader | 43 |
| 5.4 Avskrivninger | 44 |
| 5.5 Endring i arbeidskapital | 45 |
| 5.6 Investering i anleggsmidler | 46 |
| 6 Avkastningskrav | 47 |
| 6.1 Kapitalverdimodellen (CAPM) – Avkastning på egenkapitalen | 47 |
| 6.1.1 Risikofri rente | 47 |
| 6.1.2 Beta | 48 |
| 6.1.3 Markedets risikopremie | 48 |
| 6.1.4 Avkastning på egenkapital | 49 |
| 6.2 WACC | 49 |
| 6.2.1 Egenkapital- og gjeldsandel | 50 |
| 6.2.2 Gjeldskostnad | 50 |
| 6.2.3 Skatt | 50 |
| 6.2.4 Utregning WACC | 50 |
| 7 Diskontering av kontantstrømmer og verdsettelse | 51 |
| 8 Markedsbasert verdsettelse | 52 |
| 8.1 Valg av multiplikatorer og komparative selskaper | 52 |

| | | |
|-----------|---|-----------|
| 8.2 | Multipelverdier..... | 53 |
| 8.2.1 | P/E-multiplikator | 53 |
| 8.2.2 | P/S-multiplikator | 53 |
| 8.2.3 | P/B-multiplikator | 54 |
| 8.3 | Sammensetning markedsbasert analyse | 54 |
| 9 | Sensitivitetsanalyse | 55 |
| 9.1 | Sensitivitetsanalyse WACC | 55 |
| 9.2 | Sensitivitetsanalyse EBITDA..... | 56 |
| 9.3 | Sensitivitetsanalyse beta..... | 56 |
| 9.4 | Scenarioanalyse | 57 |
| 10 | Konklusjon..... | 59 |
| 11 | Avgrensninger ved oppgaven..... | 60 |
| 12 | Kilder | 61 |

Figuroversikt

| | |
|---|----|
| <i>Figur 2.1: XXLs historie</i> | 11 |
| <i>Figur 2.2: Markedsandeler blant sportskjedene i den norske sportsbransjen i 2020</i> | 13 |
| <i>Figur 3.1: Skattesatser i Norge i perioden 2016-2021</i> | 16 |
| <i>Figur 3.2: Månedlig volumendring i BNP</i> | 17 |
| <i>Figur 3.3: Andel som trener eller mosjonerer minst én gang i uka etter alder</i> | 19 |
| <i>Figur 3.4: Omsetning for norske netthandelsbutikker 2015-2019</i> | 20 |
| <i>Figur 3.5: Trusselvurdering nyetableringer</i> | 22 |
| <i>Figur 3.6: Trusselvurdering leverandører</i> | 23 |
| <i>Figur 3.7: Trusselvurdering kunder</i> | 24 |
| <i>Figur 3.8: Driftsinntekter XXL ASA</i> | 25 |
| <i>Figur 3.9: Trusselvurdering substitutter</i> | 25 |
| <i>Figur 3.10: Trusselvurdering intern rivalisering</i> | 26 |
| <i>Figur 3.11: Big box-konseptet</i> | 28 |
| <i>Figur 3.12: Big box-konsept</i> | 29 |
| <i>Figur 3.13: Innkjøp og logistikk</i> | 30 |
| <i>Figur 3.14: Resultater fra Kundebarometeret 2020</i> | 31 |
| <i>Figur 3.15: Resultat av driften i %</i> | 31 |
| <i>Figur 3.16: Merkevarer</i> | 32 |
| <i>Figur 3.17: Ansatte, ledelse og kultur</i> | 33 |
| <i>Figur 3.18: Oppsummering SWOT-analyse</i> | 35 |

Tabelloversikt

| | |
|--|----|
| Tabell 3.1: Valutakurs for NOK sammenlignet med EUR og USD i årene 2016-2020 | 18 |
| Tabell 3.2: Omsetning sportsbransjen | 25 |
| Tabell 3.3: Varehandel omsetningsstatistikk i millioner NOK | 26 |
| Tabell 3.4: Oppsummering femkraftsmodellen | 27 |
| Tabell 3.5: Oppsummering av VRIO | 34 |
| Tabell 4.1: Resultatregnskap | 36 |
| Tabell 4.2: Balanseregnskap | 37 |
| Tabell 4.3: Likviditetsgrad 1 og 2 | 37 |
| Tabell 4.4: Gjeldsgrad og egenkapitalandel | 39 |
| Tabell 4.5: Finansieringsgrad 1 | 39 |
| Tabell 4.6: Driftsmargin | 40 |
| Tabell 4.7: Oppsummering av nøkkeltall 2014-2019 | 40 |
| Tabell 5.1: Driftsinntekter 2015-2020 | 42 |
| Tabell 5.2: Prognose for driftsinntekter 2021-2025 | 43 |
| Tabell 5.3: EBITDA-margin 2015-2020 | 43 |
| Tabell 5.4: Prognose for EBITDA-margin 2021-2025 | 44 |
| Tabell 5.5: Avskrivninger 2015-2020 | 45 |
| Tabell 5.6: Prognose for avskrivninger 2021-2025 | 45 |
| Tabell 5.7: Arbeidskapital 2015-2020 | 45 |
| Tabell 5.8: Prognose for arbeidskapital 2021-2025 | 46 |
| Tabell 5.9: Prognose for fremtidige investeringer 2021-2025 | 46 |
| Tabell 7.1: Estimerte fremtidige kontantstrømmer | 51 |
| Tabell 8.1: Nøkkeltall i 1000 NOK | 53 |
| Tabell 9.1: Endringer i aksjepris ved 0,5% endring i WACC | 55 |
| Tabell 9.2: Endringer i aksjepris ved 5% endring i EBITDA | 56 |
| Tabell 9.3: Endringer i aksjepris ved 5% endring i beta | 56 |
| Tabell 9.4: Prognose for bear market scenario | 57 |
| Tabell 9.5: Prognose for bull market scenario | 58 |
| Tabell 9.6: Oppsummering av scenarioanalysen | 58 |

1 Innledning

1.1 Bakgrunn

Vi har valgt å analysere XXL som er den største norske aktøren innenfor sport og friluft. Nordmenn har i løpet av de siste årene fått en økt interesse for trening og friluftsliv, som legger grunnlag for positive prognoser i bransjen. Etter etableringen i år 2000 har XXL utviklet seg til et selskap de fleste nordmenn kjenner til med varehus over hele landet. Vi ønsket derfor å analysere hvordan utviklingen har påvirket bransjen og verdsettelsen av XXL.

1.2 Problemstilling

Vi ønsker å undersøke følgende problemstilling:

Hva er den fundamentale aksjeverdien til XXL ASA den 31.12.2020?

I denne oppgaven vil vi gjøre en fundamental verdsettelse av XXL ASA. Vi vil sammenligne den estimerte aksjeprisen med aksjens markedspris på Oslo Børs.

1.3 Avgrensning

I denne oppgaven benytter vi oss av offentlig tilgjengelig informasjon om XXL, sportsbransjen og andre omgivelser. Analysen er i stor grad basert på årsrapporter og kvartalsrapporter fra XXL fra regnskapsårene 2015-2020. Vi har også hentet informasjon fra avisartikler, tidsskrifter, bransjetall og konkurrenter. Analysene som gjøres i denne oppgaven vil hovedsakelig forankres i det norske markedet, men noen analyser tar også for seg utviklingen til XXL i de andre landene også.

1.4 Struktur

Innledningsvis i oppgaven er det en kort presentasjon om XXL og sportsbransjen. I neste kapittel foretas en strategisk analyse av selskapet. I kapittel 4 er det gjort en regnskapsanalyse etterfulgt av en prognose for fremtidige kontantstrømmer i kapittel 5. I kapittel 6 beregner vi avkastningskrav for neddiskonteringen av fremtidige kontantstrømmer i kapittel 7. Kapittel 8 tar for seg en markedsbasert verdsettelse, etterfulgt av en sensitivitetsanalyse i kapittel 9.

Avslutningsvis konkluderer vi oppgaven i kapittel 10 og reflekterer over avgrensninger ved oppgaven i kapittel 11.

2 Presentasjon av XXL og sportsbransjen

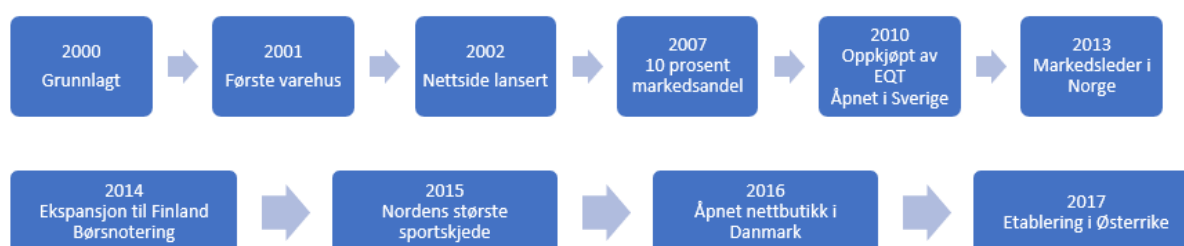
For å forstå analysene som gjøres videre i oppgaven er det viktig å ha en god forståelse av både sportsbransjen og XXL som selskap. Kapitlet tar for seg XXL som selskap, selskapets historie og en bransjebeskrivelse.

2.1 XXL

XXL er den største og raskest voksende sportsforhandleren basert på omsetning i Norden (xxlasa.com, 2021a). XXL har en tradisjon for å åpne nye utsalgssteder i Norge, Sverige og Finland. Foruten å være en sterk sportsforhandler i Norden har XXL også etablert seg i Østerrike. Ved hjelp av salgsstrategien har XXL opplevd en sterk vekst både på topp- og bunnlinje. Salgsstrategien baserer seg på et bredt spekter av varer, samt konkurransedyktige priser og en etablert netthandelsplattform. XXL fokuserer på å gi gode kundeopplevelser sammen med høy kvalitet for varer til lave priser. For å kunne operere med et slikt stort varesortiment som XXL har, er de helt avhengige av store utsalgssteder. Det gjennomsnittlige utsalgsstedet er 3900 m² (xxlasa.com, 2021a). XXL har ved utgangen av 2020 37 varehus i Norge, 29 i Sverige, 17 i Finland og 7 i Østerrike (XXL ASA, 2021). I Danmark finnes ingen varehus, og opererer istedenfor med en nettbasert løsning.

2.2 Historie

I figur 2.1 benevnes noen av milepælene i XXLs historie etter etableringen i 2000.



Figur 2.1: XXLs historie (xxlasa.com, 2021b)

XXL ble etablert av Øivind Tidemanden i 2000, og åpnet sin første butikk i Oslo i 2001. Den norske nettsiden ble lansert i 2002. I 2007 nådde XXL en milepæl ved å oppnå en markedsandel på 10 prosent i Norge. Det svenske oppkjøpsfondet EQT ble majoritetseier i XXL i 2010, idet Tidemandens eierandel ble redusert til 30 prosent. Videre i 2010 ekspanderte for XXL for første utenfor Norge – tre nye varehus i Sverige ble åpnet. Året

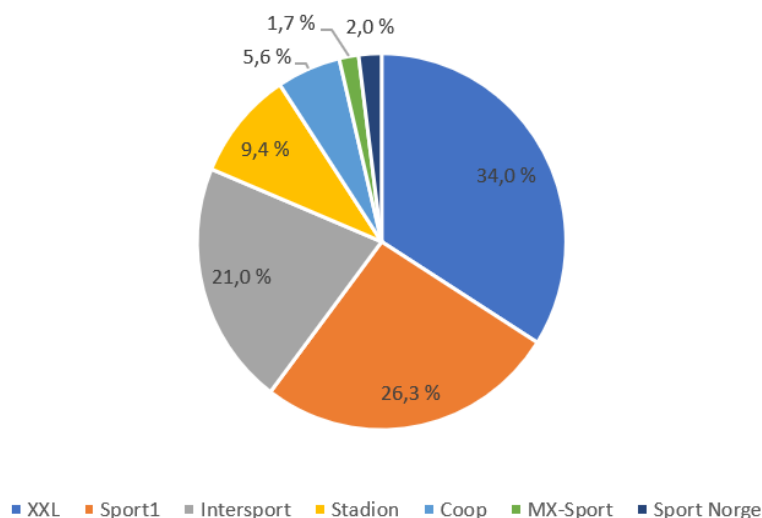
etter, i 2011, ble et nytt sentrallager åpnet ved Gardermoen utenfor Oslo. Nettbutikkssatsingen fortsatte videre i 2012 da den svenske nettsiden ble lansert. I 2012, fem år etter at XXL oppnådde 10 prosent markedsandel i Norge, hadde markedsandelen steget til 20 prosent i Norge. XXL ble imidlertid markedsleder i Norge med 24 prosent markedsandel i 2013. Samme år ble et nytt sentrallager etablert i Sverige for distribusjon av varer innenfor EU. I 2014 entret XXL det finske markedet for første gang med lansering av fysisk butikk og nettbutikk. XXL ble også børsnotert i 2014 på Oslo Børs. En ny milepæl ble oppnådd i 2015 da XXL ble den største sportsforretningen i Norden (xxlasa.com, 2021b). XXL utvidet til Danmark i 2016 ved å åpne for netthandel. Den siste ekspansjonen skjedde i 2017, da to butikker og nettside ble lansert i Østerrike. På 17 år har XXL utviklet seg fra å operere i Norge til å nå omfatte fire land i Norden i tillegg til Østerrike. Tall fra 2018 viser at XXL var markedsleder i Norge, med en markedsandel på ca. 30 prosent i 2018 (xxlasa.com, 2021b). Fra åpningen av den første butikken i Sverige i 2010 og den første i Finland i 2014 har XXL oppnådd en markedsandel i de respektive landene på henholdsvis 15 prosent og 17 prosent i 2018, og befestet sin posisjon som Nordens ledende sportsforretning.

2.3 Bransjen og konkurrenter

XXL opererer med fysiske butikker i både Norge, Sverige, Finland og Østerrike, mens deres virksomhet i Danmark er basert utelukkende på netthandel. Felles for sportsbransjen er at den er preget av høy konkurranse og lave marginer. XXLs virksomhet i Norden er preget av de fire årstidene, som gir utslag for selskapets totale resultat. Med det menes at for eksempel en snøfylt vinter vil være svært gunstig for deres skiprodukter om vinteren, mens det motsatte kan være tilfelle dersom det er lite snø. Som følge av de ulike årstidene vil dermed tilbudet og utvalget variere i takt med sesongvariasjonene, som kan by på problemer når det gjelder vareinnkjøp og salgsmengde.

Tall fra Norsk Sportsbransjeforening viser at omsetningen i 2020 for sportskjeder i Norge er 14.363 milliarder NOK, som tilsier en økning på 7,05 prosent fra 2019 (Norsk Sportsbransjeforening, 2021a). Fra figur 2.2 fremkommer det at XXL er markedsleder i Norge med en markedsandel på 34 prosent. Like bak XXL følger Sport1 og Intersport med markedsandeler på henholdsvis 26,3 prosent og 21 prosent. Sportskjedene i Norge er ledet av XXL, Sport1 og Intersport, som til sammen utgjør rundt 80 prosent av markedsandelene i Norge.

Markedsandeler blant sportskjeder i Norge



Figur 2.2: Markedsandeler blant sportskjedene i den norske sportsbransjen i 2020 (Norsk Sportsbransjeforening, 2021a)

XXLs daværende største utfordrer, Gresvig, begjærte oppbud i februar 2020. Boet ble kjøpt av Sport Holding, bestående av Sport1 (eid av Bjørn Rune Gjelsten), og familien til tidligere Gresvig-eier Olav Nils Sunde (Newth, 2021). Sport Holding eier dermed de to største utfordrerne til XXL i Norge, Sport1 og Intersport, som sammen utgjør en markedsandel på 47,3 prosent i Norge.

Sportsbransjen er i stor endring, og preges av at salg fra utenlandske nettaktører og «bredt vareutvalg» tar markedsandeler (Norsk Sportsbransjeforening, 2021a). Med bredt vareutvalg menes butikker som har et bredt varesortiment, slik som Europris, Clas Ohlson og Coop. Ifølge Norsk Sportsbransjeforening (2021a) ble det for bare 5-6 år siden beregnet at sportskjedene stod for 90 prosent av omsetningen i sportsbransjen. I kontrast stod sportskjedene for kun 63 prosent av den totale omsetningen i 2019. Det er liten tvil om at nettaktører og butikker med bredt vareutvalg vil fortsette å forsterke sin posisjon innenfor sportsbransjen og true sportskjedene på sikt.

Koronapandemien har ført til rekordhøy omsetning for bransjen (Norsk Sportsbransjeforening, 2021a). Kancellerte flyreiser og stengte treningssentre har gitt utslag i at flere har kjøpt inn utstyr som kan brukes ute i naturen eller hjemme. Sportsbransjetallene for 2020 viser at alt av sport-, fritids- og friluftsprodukter solgte bedre enn noen gang. Ifølge tall fra betalingsløsningen Klarna har salget på nett innenfor sport og fritid gått opp 93

prosent i januar og februar i 2021 sammenlignet med samme periode i fjor (Norsk Sportsbransjeforening, 2021b). Etersom koronarestriksjonene sannsynligvis vil vedvare ut 2021 kan det tyde på at sportsbransjen vil fortsette å oppleve et løft på nær sikt. Det økende skiftet innen netthandel vil etter all sannsynlighet også fortsette å prege trenden blant kunder, slik at XXL vil være nødt til å fortsette sitt fokus på netthandel i tiden fremover.

3 Strategisk analyse

Strategisk analyse er et verktøy som skal gi en oversikt over ytre og indre styrker og svakheter i bedriften. «Strategi er bedriftens langsiktige retningsvalg og nedslagsfelt, som skaper en fordelaktig posisjon i omskiftelige omgivelser gjennom sammensetning av ressurser og kompetanser som oppfyller behov i markedene og interessentenes forventninger» (Johnson, Whittington & Scholes, 2008, s. 3).

I dette kapittelet vil vi foreta tre analyser for å synliggjøre XXL posisjon i markedet, for å danne et grunnlag for fremtidige resultater. Målet er at ved hjelp av tre analyseverktøy skal man kunne kartlegge XXLs verdidrivere som vil påvirke XXLs fremtid. Den første analysen, PESTEL-analyse, har som hensikt å belyse faktorer i omgivelsene som påvirker driften. Deretter vil Porters femfaktormodell synliggjøre konkurransen i bransjen. Videre vil det gjennomføres en VRIO-analyse for å vurdere bedriftens interne ressurser. En oppsummering av alle strategiske faktorer vises i en SWOT-analyse til slutt.

3.1 PESTEL

I PESTEL-analysen tar man for seg de eksterne faktorene i omgivelsene av en bedrift. Dette innebærer politiske, økonomiske, miljømessige, sosiale, teknologiske og juridiske forhold. Målet med denne analysen er å avdekke faktorer i omgivelsene til XXL som påvirker driften. Dette gir videre grunnlag for strategisk posisjonering i en kompleks og uforutsigbar tid, der det er viktig å være dynamisk som bedrift. Først og fremst må man identifisere de relevante faktorene, for så å kartlegge i hvilken grad disse kan eller vil ha en virkning på bedriften. XXL opererer internasjonalt, men fokuset er i hovedsak på norske forhold i denne analysen.

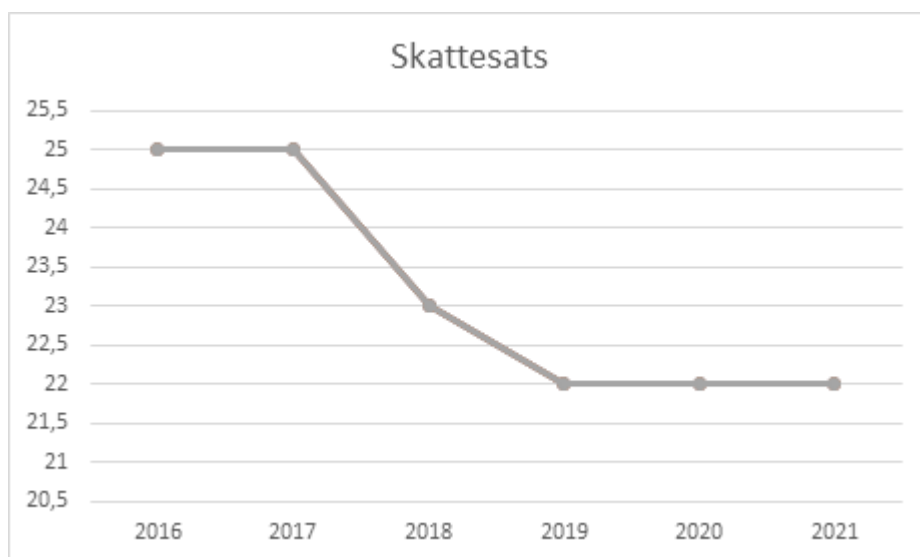
3.1.1 Politiske forhold

XXL opererer internasjonalt, og driver forretning i Norge, Danmark, Sverige, Finland og Østerrike. Alle disse landene har politisk stabile myndigheter. Dette gir forutsigbarhet ved at det ikke vil være store endringer i spilleregler på kort tid.

I 2020 gjennomførte Norge avviklingen av «350-kronersgrensen». Det vil si at det ikke lenger er fritak fra merverdiavgift og toll ved innkjøp av utenlandske varer under 350 kroner. Det betyr at færre norske konsumenter vil handle varer hos utenlandske konkurrenter på netthandel, og åpner opp for et større forbruk i Norge. De andre landene som XXL også

opererer i har en merverdiavgift på 20-25 prosent (USCIB, 2021). Dette øker konkurransedyktigheten til XXL.

Skattesatsene per 2021 er 22%, og har vært uendret siden 2019. I figur 3.1 under er det fremstilt den prosentvise utviklingen i skattesatsen for bedrifter i intervallet 2016-2021. Skattesatsen har hatt en synkende trend, som tolkes som positivt for XXL. Lavere skatter medfører at en større andel av overskuddet går til bedriften, som igjen øker lønnsomheten.

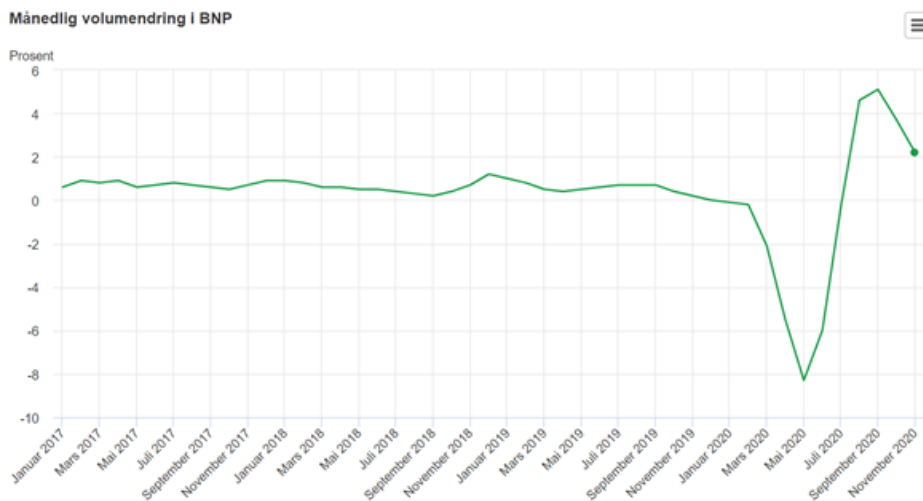


Figur 3.1: Skattesatser i Norge i perioden 2016-2021 (Regjeringen, 2021)

3.1.2 Økonomiske forhold

Ved økonomiske forhold ser vi på tall som gir oss informasjon om hvordan den økonomiske aktiviteten i landet er. Analysen bruker BNP og rentenivå som nøkkeltall.

Året 2020 har vært preget av økonomisk usikkerhet som følge av koronapandemien. I figur 3.2 viser tall fra SSB den jevnlig månedlige økningen i BNP siden januar 2017, før det forekommer et stort fall i månedene mars, april, mai og juni i 2020. Dette tyder på en kraftig reduksjon i konsum i disse månedene, før det plukker seg opp igjen utover året. Figur 3.2 gjenspeiler hvor usikkert markedet har vært i løpet av 2020. Den illustrerer de store svingningene som har vært og poengterer hvor vanskelig det er å forutse hvordan fremtidig utvikling vil være.



Figur 3.2: Månedlig volumendring i BNP (Statistisk sentralbyrå [SSB], 2020)

Styrringsrenten ved inngangen av 2020 var på 1,5%. Den ble redusert til 0,25% i løpet av mars, og ytterligere til 0% i mai 2020 og har holdt seg på samme nivå siden (Norges Bank, 2021a). Dette viser til en ekspansiv pengepolitikk hvor Norges Bank holder lave renter for å stimulere privat konsum. Det vil være mer lukrativt å bruke penger enn å spare. Dette er et forsøk på å få opp aktiviteten i økonomien som følge av fallet grunnet koronapandemien.

3.1.3 Valuta

Tabell 3.1 viser hvordan kronen har svekket seg mot euroen og den amerikanske dollaren de siste fem årene. Det betyr at det vil bli relativt dyrere for norske forbrukere å benytte seg av netthandel hos utenlandske konkurrenter. Den svekkende norske kronen påvirker XXL både positivt og negativt. I første omgang vil en svak krone åpne for at nordmenn vil bruke mer penger i norske butikker. Den andre siden er at svak krone medfører dyrere import, noe som vil påvirke XXL negativt.

| | |
|------|---------|
| 2020 | 10,7207 |
| 2019 | 9,8527 |
| 2018 | 9,5962 |
| 2017 | 9,3271 |
| 2016 | 9,2899 |

Figur 1 NOK mot EUR

| | |
|------|--------|
| 2020 | 9,4004 |
| 2019 | 8,8037 |
| 2018 | 8,1338 |
| 2017 | 8,2630 |
| 2016 | 8,3987 |

Figur 2 NOK mot USD

Tabell 3.1: Valutakurs for NOK sammenlignet med EUR og USD i årene 2016-2020 (Norges Bank, 2020)

3.1.4 Miljømessige forhold

To undersøkelser utført av Kantar TNS på vegne av Sparebank1 Østlandet i 2018 viser at forbrukere blir i større grad miljøbevisste, og stiller krav til produsenter om bærekraftig produksjon (Næringslivets Hovedorganisasjon [NHO] Service og Handel, 2019). Store kleskjeder har gjennom årene vært gjennom skandaler som avdekker dårlige arbeidsforhold, barnearbeid og store mengder avfall og forurensing. I en FN-rapport fra 2018 ble det avdekket at klesproduksjonen står for større utslipp enn fly og skip (Senneset, 2019).

Underleverandørene til XXL har tidligere blitt anklaget for å ha lite bærekraftige og farlige produksjonsprosedyrer. I 2019 ble det rapportert om farlig utslipp fra den italienske kjemikaliefabrikken «Miteni» (Krokkfjord & Oksnes, 2019). Dette innebærer fluorutslipp i grunnvannet i området, som medførte flere helseplager og sykdommer til folkene som både jobbet på fabrikken og bodde i nærheten. Fabrikken leverte blant annet sine råstoffer til Swix sine skismøringsprodukter, som er et produkt man kan finne i XXL sine butikker. Det vil derfor være viktig å sette krav til leverandører og underprodusenter for å unngå slike skandaler.

3.1.5 Juridiske forhold

XXL sine varehus er regulert blant annet gjennom konkurransetilsynet, forbrukertilsynet og arbeidstilsynet.

I februar 2020 mottok XXL et brev fra forbrukertilsynet angående en kampanje. Grunnlaget for brevet var et lagersalg hvor varene ble solgt til lav pris, men opprinnelig pris var ikke

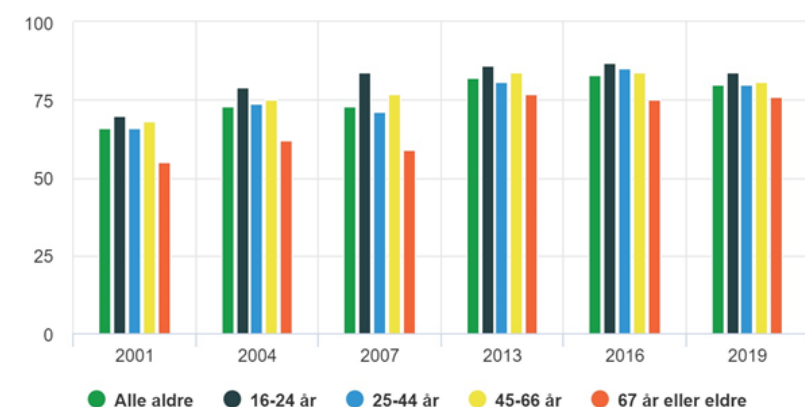
oppgitt. Klagen fra forbrukertilsynet viser viktigheten av nyanser XXL og bransjen må forholde seg til ved sin markedsføring (Newth & Solem, 2020).

Samtidig som forbrukertilsynet involverte seg i XXLs lagersalg, fant arbeidstilsynet brudd på arbeidsmiljøloven ved XXL sine varehus hvor blant annet det har blitt kritisert bruken av deltidsansatte. Arbeidstilsynet avdekket at ansatte hadde blitt presset til å jobbe gratis på helligdager (Jordheim, 2020). Begge disse sakene har påvirket XXL negativt og gitt selskapet et dårligere omdømme.

Klesbransjen som helhet har de siste årene hatt flere saker rundt de store aktørene hvor det blir avdekket dårlige arbeidsforhold, spesielt ved klesproduksjonen i lavkostland. I 2019 undersøkte Clean Clothes Campaign arbeidsvilkår blant flere store merkevarer (Hatlo, 2019). Undersøkelsen viste at merker som H&M, Zara, Nike, Puma og mange flere ikke kunne dokumentere levelønn til tekstilarbeiderne. Saker som dette kan medføre flere reguleringer av myndighetene hvor det blir stilt strengere krav rundt produksjonen, som også kan øke produksjonskostnaden.

3.1.6 Sosiokulturelle forhold

Figur 3.3 viser at nordmenn blir mer aktive. Det har vært en jevn økning i andel som trener siden år 2000. Økende behov for treningsklær vil gi en vekst i hele sportsbransjen, som også vil gagne XXL.



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

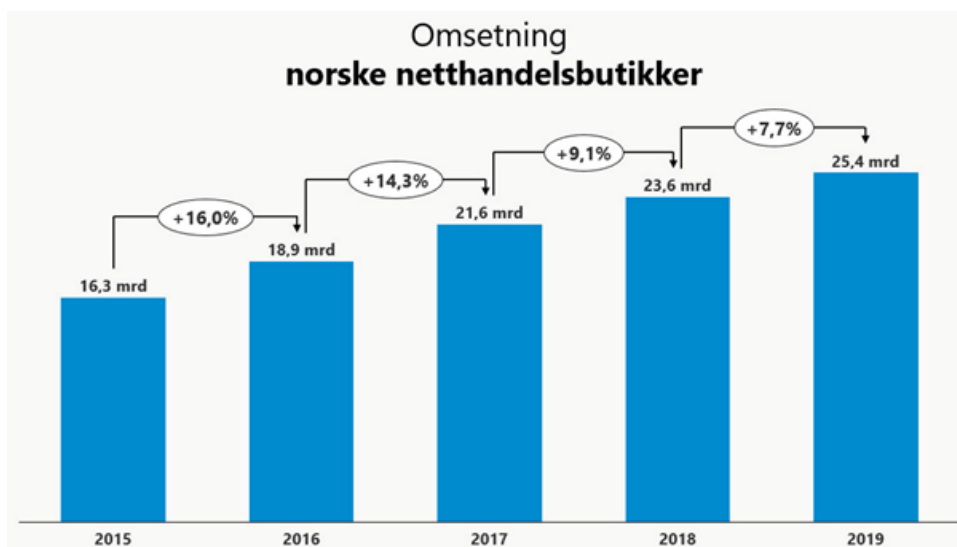
Figur 3.3: Andel som trener eller mosjonerer minst én gang i uka etter alder (Dalen, 2019)

Grunnet koronapandemien har utenlandsreiser vært begrenset i året 2020. Dette har ført til at flere nordmenn har valgt å oppleve hva norsk natur og friluftsliv har å by på.

Reisestatistikken (Oyier, 2020) fra tredje kvartal viser at hele 95 prosent av alle reiser var innenlandsreiser i Norge. Friluftsliv er en stor andel av norske innenlandsreiser, og det ble derfor åpnet opp for et stort behov for tur- og idrettstøy i perioden. En annen konsekvens av at nordmenn flest ikke dro på utenlandsferie, vil være at forbruket blir i Norge i motsetning til utlandet. Begge disse faktorene kan virke positivt for XXL og bransjen som helhet.

3.1.7 Teknologiske forhold

Netthandel har hatt en gradvis økning de siste årene og blitt enda mer forsterket av koronapandemien. Figur 3.4 viser omsetningsøkningen i netthandel fra 2015 til 2019.



Figur 3.4: Omsetning for norske netthandelsbutikker 2015-2019 (NHO, 2020)

Det er tydelig at det er en økende trend hvor netthandel blir en større andel av detaljisthandelen. Forbrukeren har tilgjengelig mer informasjon enn før, og kan lettere sammenligne priser og tjenester hos de forskjellige aktørene. Netthandel er mindre kapitalkrevende og prispresset blir derfor større. Dette byr på økt konkurranse blant aktørene.

Datainnsamling er et viktig element i netthandelen. Det blir brukt til å lage profiler på forbrukere på nett slik at man lettere kan skreddersy netthandelen til den gitte gruppen eller segmentet. Dette kan medføre en større andel impuls kjøp og mersalg hos forbrukere på nett (Riaz, 2016).

Det er et stort søkelys på effektivitet ved netthandel. Kundene forventer en oversiktlig, rask og enkel opplevelse. Varene skal leveres raskest mulig, og betalingsmetodene skal være enkle. Innføringen av tjenesten «Vipps» fører til at kunder kan gjennomføre netthandelen ved

kun et tastetrykk på mobilen. Det vil være viktig å ta stilling til nye løsninger rundt betalingsmetoder og transport for å holde seg konkurransedyktig

3.2 Femkraftsmodellen (Porters)

Et viktig analyseverktøy for å forstå konkurransen til XXL er Porters-analyse. Den er delt opp i fem deler og illustrerer konkurranseintensiteten i bransjen. Delene er trusler for nyetableringer, leverandørmakt, substitutter, kundenes makt og intern rivalisering (Erichsen, Solberg & Stiklestad, 2018). De nevnte faktorene bidrar til å skape en forståelse for forretningssituasjonen som XXL befinner seg i. Modellen fungerer slik at man skiller ut fem krefter i mikromiljøet som driver konkurransen og hemmer bedriftens mulighet til å prestere sitt ytterste.

3.2.1 Trussel for potensielle nyetableringer

Trusselen for potensielle nye aktører i markedet vil variere fra bransje til bransje. Bransjer med gode utvikling- og lønnsomhetsutsikter kan oppleve høyere trussel for nyetableringer (Erichsen et al., 2018). Trusselen for inntrengere vil analyseres ut i fra hvor lett og hvor lukrativt det vil være for nykommere å etablere seg i bransjen.

Dersom nye selskaper har mulighet til å enkelt etablere seg og kapre markedsandeler vil det utgi en stor trussel. Lukrative bransjer kjennetegnes ved høye etableringsbarrierer, derav lav trussel for nyetableringen. Faktorer som fasiliteter for høye barrierer i en bransje kan være sterk merkevare, høy kundetilfredshet, kapitalkrav og patenter (Erichsen et al., 2018). Det er også nødvendig med tilstrekkelig kompetanse og nettverk for å lykkes i en ny bransje (Erichsen et al., 2018). Barrierene vil kunne overgå dersom nyetableringer observerer gode utsikter for lønnsomhet og utvikling.

Dagens sportsbransje kjennetegnes ved å være veletablert og knallhard. Til tross for den harde konkurransen, endeløse kampanjer og tilbud, vokste alle de største kjedene over 3,4 prosent i 2018 (Solberg, Solem & Kaspersen, 2019). De siste årene har også netthandel bidratt til å prege måten forbrukere handler på, og XXL opplever nå et enda høyere og intenst trykk fra sine konkurrenter enn tidligere. Markeder preget av stor konkurranse er ofte svært vanskelig å hevde seg i, men XXL har til tross for hard konkurranse blitt markedslederen i Norge med en markedsandel på 30,52 prosent i 2019 (Norsk Sportsbransjeforening, 2020).

De siste årene i bransjen har vært preget av konkurser, nedleggelse og svak lønnsomhet i flere av sportskjedene. Direktøren i Virke anslo i 2018 at handelen de neste ti årene vil bli svært annerledes. Han så allerede trender, der netthandel ville bli mer og mer aktuelt (Skjerven, 2019). Bransjen fikk virkelig oppleve hvor tøff konkurransen har vært da Gresvig, en av XXL største konkurrenter, gikk konkurs den 3. februar i 2020 (Rydne, Solem, Solgård & Christensen, 2020). Det faktum at flere konkurser og nedleggelse skjer, fasiliteter for at nye, mer konkurransedyktige aktører får mulighet til å etablere seg i markedet.

Å drive med detaljhandel som XXL krever mye kapital, slik at man ikke risikerer å gå konkurs ved mindre lønnsomme perioder. Som nevnt i foregående avsnitt har sportsbransjen opplevd sterk konkurranse de siste årene, og historiske lønnsomhetstall fra Proff.no viser en svakere inntektsvekst for XXL enn noen gang. Man ser en tendens til at nettaktører overtar flere markedsandeler, samtidig som nyetableringer blir redusert. Den intense konkurransen i bransjen gir klare utslag i fallende priser, som gir lavere marginer, og et økt press på volum. Konklusjonen fra disse tallene tyder på økt salg per butikk. Trusselen for nyetableringer øker spesielt med tanke på konkursen til Gresvig og netthandelens inntog i bransjen, og trusselbildet vurderes som vist i figur 3.5.

| Trusselvurdering nyetableringer | | |
|---------------------------------|---------|-----|
| Lav | Moderat | Høy |

Figur 3.5: Trusselvurdering nyetableringer

3.2.2 Leverandørens forhandlingsmakt

XXL opererer med et stort varesortiment fra over 400 forskjellige leverandører (xxlasa.com, 2021a). Ved å ha flere leverandører er XXL godt rustet for trusler fra leverandørene. På bakgrunn av XXL sin posisjon som markedsleder sammensatt med et bredt leverandørsortiment vil leverandørene knive seg imellom om de beste plassene i butikkhyllene. Dette gir XXL en unik mulighet til å konkurrere om prisgunstige innkjøpsavtaler.

XXL kjøper varene sine fra leverandører innenfor og utenfor EU gjennom sine grossistselskaper (XXL ASA, 2020). XXL-gruppen opererer i dag med to store lagerhus, ett i Oslo og ett i Örebro i Sverige. Varehusene har i senere år utviklet og effektivisert seg ved

hjelp av kunstig intelligens (XXL ASA, 2020). XXL har med andre ord rettet et stort fokus på effektiv innkjøpsstrategi og logistikksystemer, med hensikt å minimere kostnadene sine.

XXL har tidligere hatt enda flere varer i hyllene sine. Etter Gresvig sin konkurs i starten av 2020 og et resultatfall på 22 prosent i januar 2020, endret XXL sin innkjøpsstrategi (Ripegut, 2020). Det startet med et enormt merkevarer salg, som resulterte i en salgsstrategi med langt færre varer i hyllene. En reduksjon på 10 000 varer som betyr at de nå har kun 25 000 varer i butikkene skulle vise seg å være svært bidragsnyttig for å snu den vonde trenden. Den endrede strategien resulterte i bedre samarbeid med attraktive priser med de nåværende leverandørene.

XXL har uten tvil utnyttet potensiale ved stordriftsfordeler. De ønsker å ha de laveste prisene i markedet, og ser seg da nødt til å selge mer enn konkurrentene til en lavere pris for å oppnå samme resultat. Denne prisstrategien fordrer at XXL klarer å ha lavere kostnader enn konkurrentene sine. XXL sørger for kostnadseffektivitet gjennom store varelager som sikrer høyt salgsvolum og gode innkjøpsstrategier sammensatt med stor forhandlingsmakt mot de store leverandørene. På denne måten kan XXL ha lavere priser og høyere marginer enn konkurrentene. Leverandørens forhandlingsmakt vurderes som vist i figur 3.6.

| Trusselvurdering leverandør | | |
|-----------------------------|---------|-----|
| Lav | Moderat | Høy |

Figur 3.6: Trusselvurdering leverandører

3.2.3 Trussel fra kunder

Trusselen fra kunder refererer til forhandlingsmakten til kundene, og hvordan den påvirker bedriftens profitt (Erichsen et al., 2018). Kundenes makt vil være forskjellig i ulike bransjer, men dersom det er få, store kunder, ikke differensierte produkter og lave byttekostnader, vil trusselen være stor (Johnson, Whittington & Scholes, 2011). Dersom det foreligger stor forhandlingsmakt, vil kundene ha indirekte makt gjennom tilbud og etterspørsel. Porters modell presiserer imidlertid at virksomheten bør ha krevende kunder. Med det menes at kunder som forlanger god kvalitet, god service og stadig bedre produkter og tjenester, også vil bidra til at virksomheten blir bedre.

XXL og de andre sportskjedene selger primært sine produkter til privatpersoner, og tilgjengeligheten av substitutter vil bidra til å begrense høye priser. Produktene som selges i

de ulike sportskjedene er nokså like, da de fleste butikker selger kjente merkevarer. XXL er ifølge sine nettsider den eneste sportskjeden som tilbyr ekte prisløfte blant sportskjeder (XXL, 2021a). De garanterer at de skal ha de laveste prisene blant butikker og nettbutikker i Norge. De har også 100 dagers åpent kjøp, gratis bytte og retur og 100% fornøyd-garanti. Dette er alle faktorer som øker trusselen fra kunder. På den andre siden så består kundemassen til XXL av flere små kunder, og trusselen fra kunder vurderes som vist i figur 3.7.

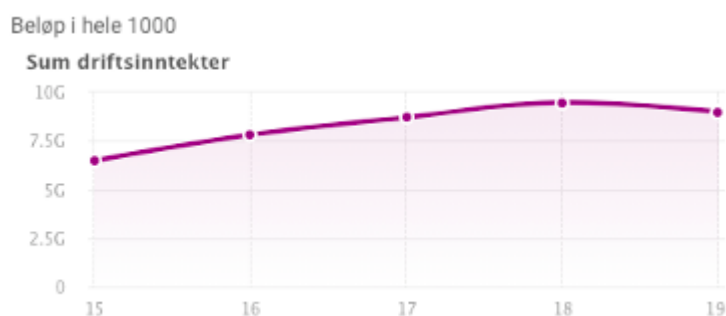
| Trusselvurdering kunder | | |
|-------------------------|---------|-----|
| Lav | Moderat | Høy |

Figur 3.7: Trusselvurdering kunder

3.2.4 Trusler fra substitutter

Et substitutt er definert som et produkt som vil gi kunden samme verdi, men likevel er et annet produkt (Johnson et al., 2011). Et substitutt vil kunne bidra til konkurranse fordi kundene får flere alternativer å velge mellom. Trusselen fra potensielle erstattere er svært viktig å ta til etterretning da det kan minimere marginer og/eller redusere markedsandeler. Substitutter har nødvendigvis ikke bare negativ påvirkning. Det viser seg at inntoget av substitutter kan bidra til økt etterspørsel av produktet.

I løpet av det siste tiåret har sportsbransjen opplevd hardere konkurranse fra tekstilbransjen. Det viser seg at flere tekstilbutikker som H&M selger egne sportsklær. De siste årene har det også fostret frem mer nisjebutikker som Löplabbet og Surfshop som fokuserer seg på én eller få segmenter. Nettbutikker og leie av produkter har også tvunget de eksisterende sportsbutikkene til å levere sitt ytterste for å holde på sine markedsandeler. Den store tilgjengeligheten på sportsutstyr kan også øke etterspørselen etter produktene til XXL. Basert på figur 3.8 så ser man at driftsinntektene til XXL har økt moderat fra 2015 til 2018, noe som tyder på økt salgsmengde. Basert på salgstallene til sportsbransjen i tabell 3.2 så ser man at inntoget av substitutter muligens har hatt en effekt på etterspørselssiden. Konkurransesbildet blir mye mer komplekst når man tar substitutter i betraktning, men dersom man lukker øynene til denne trusselen kan man oppnå et uheldig resultat.



Figur 3.8: Driftsinntekter XXL ASA (Proff.no, 2021)

(tall i tusen)

| Kvartal / År | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | Endring |
|----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|----------------|
| 1. kvartal | 2 999,758 | 3 148,703 | 2 960,422 | 3 274,027 | 2 967,755 | -9,35 % |
| 2. kvartal | 2 889,648 | 3 104,679 | 3 147,038 | 3 245,760 | 3 187,896 | -1,78 % |
| 3. kvartal | 3 240,977 | 3 389,521 | 3 525,307 | 3 597,850 | 3 454,523 | -3,98 % |
| 4. kvartal | 3 671,371 | 3 953,200 | 4 115,166 | 4 100,255 | 3 806,371 | -7,17 % |
| Total kjedene | 12 801,754 | 13 596,103 | 13 747,933 | 14 217,892 | 13 416,545 | -5,64 % |

Tabell 3.2: Omsetning sportsbransjen (Norsk Sportsbransjeforening, 2020)

Den totale trusselen er økende, men XXL har vist at markedsandelen deres har forblitt uendret. Trusselen vurderes slik vist i figur 3.9.

| Trusselvurdering substitutter | | |
|-------------------------------|---------|-----|
| Lav | Moderat | Høy |

Figur 3.9: Trusselvurdering substitutter

3.2.5 Rivalisering i bransjen

Sportsutstyr har enorm etterspørsel og det er følgelig flere aktører som bidrar til å dekke behovet. Sammen med XXL finnes det flere aktører som bidrar på tilbudssiden. De største i aktørene i sportsbransjen i Norge var i 2020 XXL, Intersport og Sport1. I de andre landene konkurrerer XXL mot Stadium, Intersport, Team Sportia, Hervis Sport og Sports Direct (Dahl, 2017a; 2017b).

Foruten de indirekte nevnte truslene i femfaktormodellen vil andre forhold også kunne ha direkte effekt på rivaliseringen. Som nevnt tidligere er sportsbransjen en av de bransjene utsatt for størst konkurranse. Selskaper av samme størrelse kan enkelt fyre oppunder priskutt som vil favorisere konkurrenter med høyere andel faste kostnader. Disse virksomhetene vil

tjene på økt salgsmengde som vil redusere enhetskostnadene, derav lavere priser. Produktene som selges i de ulike butikkene er lite differensierte, og det vil derfor være enkelt for forbrukerne å bytte mellom leverandører. Sider som «Prisjakt» gjør det enkelt for forbrukeren å velge produkt basert på pris, noe som gjør service og pris til de eneste konkurransevilkårene, derav høy rivalisering.

XXL strekker seg utover Norges landegrenser. Finansavisen (Hegnar, 2014) hevdet at XXL var den sportskjeden i verden som vokste mest i 2013 med en årsvekst på 29 prosent. Grunnlaget for omsetningsveksten er i første omgang etablering av nye varehus, netthandelsvekst og en moderat økning i salg i eksisterende butikker. Hvorvidt veksten skyldes økt markedsandel eller økt markedsstørrelse må undersøkes videre. For nå kan man fastslå at langsiktig omsetningsvekst er på generelt nivå drevet av vekst i markedet og kaping av markedsandeler. Tabell 3.3 viser at detaljhandelen i femte termin har steget kraftig fra 2019 til 2020. Økningen er spesielt drevet av netthandel som har en 32,1 prosents økning. Detaljhandel inkluderer også andre bransjer enn sportsbransjen, men man tar med seg videre at omsetningsveksten kan forankres i økning i detaljhandel.

| Varehandel omsetningsstatistikk (mill. kr) ¹ | | | | |
|---|----------------|----------------|---------------------------------|-------------|
| | Omsetning | | Endring i prosent | |
| | 5. termin 2019 | 5. termin 2020 | 5. termin 2019 - 5. termin 2020 | 2018 - 2019 |
| Salg og reparasjoner av motorkjøretøy | 47 002 | 55 906 | 18,9 | 2,5 |
| Engroshandel | 181 183 | 184 968 | 2,1 | 2,7 |
| Detaljhandel | 83 314 | 95 255 | 14,3 | 1,8 |
| Dagligvarehandel | 29 278 | 35 852 | 22,5 | 2,0 |
| Netthandel | 4 388 | 5 795 | 32,1 | 9,3 |

¹ All omsetning er eksklusiv merverdiavgift.

Tabell 3.3: Varehandel omsetningsstatistikk i millioner NOK (SSB, 2021)

Trussel fra intern rivalisering vurderes slik vist i figur 3.10.

| Trusselvurdering intern rivalisering | | |
|--------------------------------------|---------|-----|
| Lav | Moderat | Høy |

Figur 3.10: Trusselvurdering intern rivalisering

3.2.6 Bransjeforhold

Fra bransjeanalysen tar vi med oss at trusselen fra nyetableringer, substitutter og kunder er det mest krevende for bransjen. På bakgrunn av Gresvigs konkurs og en økende

netthandelsplattform bør bransjen være forberedt på tøffere konkurrenter fra kundene. Utviklingen i andre detaljhandelsbedrifter gjør at sportskjedene må være forberedt på substitutter fra det som i utgangspunktet var rene tekstilbutikker. Til slutt vil kundene få mer makt gjennom prisgarantier, noe som vil kunne true marginene til bransjen. Tabell 3.4 oppsummerer konkurranseintensiteten i sportsbransjen.

| Porters Five Forces | | | | |
|----------------------------|-------|---------|-----|--------|
| <i>Sportsbransjen</i> | | | | |
| Trussel | Liten | Moderat | Høy | Trend |
| Leverandører | | | | Stabil |
| Kunder | | | | Stabil |
| Substitutter | | | | Økende |
| Nyetablering | | | | Økende |
| Rivalisering i bransjen | | | | Stabil |

Tabell 3.4: Oppsummering femkraftsmodellen

3.3 Interne analyser (VRIO)

Virksomhetens kjernekompetanse kan være vanskelig å identifisere. VRIO-analyse er et analyseverktøy for å identifisere og etablere varige konkurransefortrinn. Ifølge VRIO-modellen bør virksomheten spørre seg følgende fire spørsmål (Erichsen et al., 2018, s. 276).

- Hvor verdifulle er våre ressurser for våre kunder/interessenter?
- Hvor sjeldne/unike er våre ressurser i markedet?
- Hvor enkle er våre ressurser å kopiere eller imitere for våre konkurrenter?
- Hvordan er vi organisert for å ivareta eller videreutvikle våre ressurser?

Verdi

Ressurser vil være av verdi dersom de bidrar til økt konkurransefortrinn. Det stilles krav at ressursene er verdifulle for både kunder og virksomheten, og det er lett å gå i fella at virksomheten *tror* ressursen er verdifull for kunden (Johnson et al., 2011).

Sjelden

En ressurs vil være sjelden dersom det er ingen eller få andre som innehar denne ressursen.

Ikke-imiterbar

Dersom ressursene er svært vanskelige eller umulig å imitere vil det gi et konkurransefortrinn. Ressurser som er vanskelig å etterligne er historie, kompleksitet, kultur og endring (Johnson et al., 2011).

Organisering

Ressursene vil ikke gi noen konkurransefortrinn dersom virksomheten er organisert i den forstand at den ikke klarer å utnytte ressursene.

Videre i analysen deles ressursene til XXL inn i materielle- og immaterielle ressurser. De materielle ressursene vil være varehuskonsept og verdikjede. De immaterielle ressursene er vanskeligere å identifisere, på den andre siden har de større mulighet til å gi varige konkurransefortrinn. De immaterielle ressursene merkevare, ansatte, ledelse og kultur vil analyseres.

3.3.1 Big box-konsept

Varehusene til XXL er lokalisert i hovedsak i handelparker og kjøpesentre i Norden og i Østerrike. Varehusene er utformet som et «big box»-konsept der varehuset er inndelt i syv ulike avdelinger. Figur 3.11 illustrerer hvordan butikken fungerer som en nisjebutikk for dens segmenter. Varehusenes organisering medfører at de fleste sports og friluftaktivitetene forbrukerne etterspør, er til stede i hver butikk.



Figur 3.11: Big box-konseptet (XXL ASA, 2020)

XXLs store varehus åpner uten tvil for stordriftsfordeler. For å utnytte stordriftsfordeler fordres det imidlertid et krav om å kunne utnytte potensialet. Som nevnt er varehusene til XXL plassert i svært urbane områder, og butikkenes utforming fasiliteter for at flere kunder kan handle samtidig. Ved å ha flere avdelinger så vil kundene kunne stoppe i hver avdeling, handle seg ferdig, deretter gå videre til neste. Hver avdeling skal oppleves som en enkelt «butikk» med bredt utvalg av produkter, enkel tilgjengelighet og spisskompetente ansatte.

XXL sine varehus er spredt over hele Norge. Ved å ha få og store varehus er det enkelt å transportere store varepartier fra sentrallagre til lokale varehus, i stedet for mindre leveranser til mindre butikker. Dette sørger for lavere grensekostnad enn konkurrentene. Big box-konseptet kan derfor betegnes som en verdifull ressurs.

De mest kjente kjedene som sverger til big box-konseptet er Walmart i USA og Tesco i England. De er begge kjent for sin suksess, og XXL, som den første i bransjen, har nok hentet sin inspirasjon derfra. Etter XXLs suksesshistorie har flere konkurrenter prøvd å etterligne konseptet, blant annet G-Max (nå omprofilert til Intersport) og Stadium i Sverige. Det faktum at det er få virksomheter i sportsbransjen som er bygget etter konseptet tyder på at ressurser er sjelden. Den er imidlertid ikke «ikke-imiterbar». Vurderingen av big box-konseptet er illustrert i figur 3.12.

| Verdifull | Sjelden | Ikke-imiterbar | Organisert | Resultat |
|-----------|---------|----------------|------------|----------------------------------|
| Ja | Ja | Nei | Nei | Midlertidig konkurransefort rinn |

Figur 3.12: Big box-konsept

3.3.2 Innkjøp og logistikk (verdikjede)

Som nevnt i bransjeanalysen har XXL rettet et stort fokus på innkjøp og logistikk. De eier og driver alle varehusene sine selv (XXL ASA, 2020), og har på denne måten kontroll og oversikt over vareflyten, salgstall og varebeholdning. De har de siste årene utviklet og integrert kunstig intelligens i sine logistikkoperasjoner. XXL har utviklet en integrert modell fra innkjøp til salg av produkter. XXL har med sine to strategiske plasserte sentrallagre en god verdikjede. Sentrallagrene er plassert på Gardemoen og Örebro i Sverige der plasseringen er knyttet opp mot strategiske leveringsruter, hovedveier, jernbaner og flyplasser. Strukturen til XXL er på mange måter en verdifull ressurs, ettersom den fasiliteter

for at XXL kan drive lønnsomt selv med lave marginer. Dette gjør at virksomheten kan møte trusler fra kunder og leverandører på en god måte, samtidig som de har god mulighet til å ekspandere ut fra sine sentrallagre.

Gjennom gode rutiner for innkjøp og logistikk evner XXL å ha svært konkurransedyktige priser. XXL tilstreber å ha høy omløpshastighet og optimal varebeholdning i varehusene sine. Ved hjelp av en full integrert verdikjede sørges det for at produktene blir bestilt automatisk, slik at varebeholdningen alltid er tilstrekkelig innenfor den gitte grense. Det finnes andre sportskjeder som opererer med samme struktur som XXL. Modellen brukes også av G-Sport (før konkurs) i Norge og Team Sportia i Sverige, likevel er XXL suveren i forhold til vekst i markedsandel i Norge de siste årene. Den konstante veksten i markedsandeler tyder på en forretningsmodell som er bedre enn konkurrentene, men konkurransefortrinnet er imidlertid imiterbart. Vurderingen av innkjøp- og logistikkressursen til XXL er vist i figur 3.13.

| Verdifull | Sjelden | Ikke-imiterbar | Organisert | Resultat |
|-----------|---------|----------------|------------|---------------------------------|
| Ja | Ja | Nei | Nei | Midlertidig konkurransefortrinn |

Figur 3.13: Innkjøp og logistikk

3.3.3 Merkevarer

XXL sin visjon er den samme som da det ble startet. «Alt sportsentusiastene, den treningsglade og friluftsmennesket trenger under samme tak, fra de beste merkene, og til de beste prisene» (XXL, 2021b). Foruten det store utvalget av produkter tilbyr også XXL flere kundefordeler blant annet fri frakt på pickup store (med unntak), 30 dagers prisløfte, fornøydgaranti og 100 dagers åpent kjøp (XXL, 2021a). Ved hjelp av disse ulike ordningene ønsker XXL å skape økt kundelojalitet og hele tiden være konkurransedyktige.

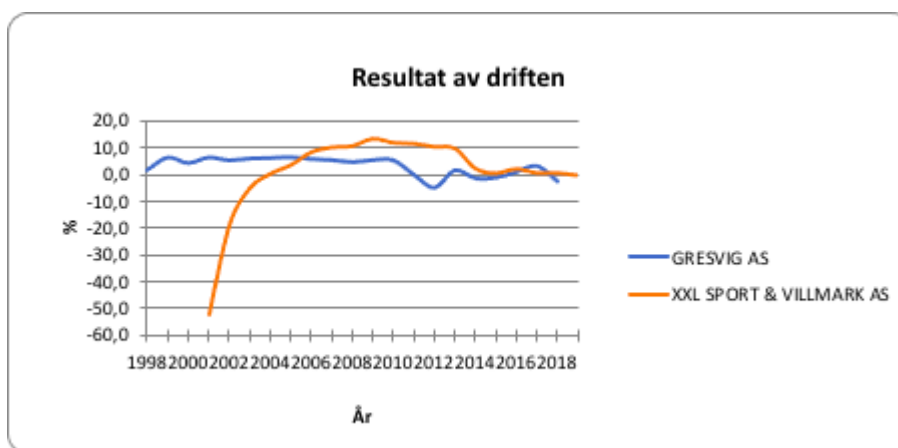
De ulike kundefordelene har tydelig medført økt kundetilfredshet og støtter opp under profilen til XXL om å være en lavprisaktør. I en pristest gjennomført av TV2 i 2016 var gjennomsnittsprisen for 100 tilfeldig og identiske produkter som selges hos XXL og G-Sport/G-MAX 12 000 NOK lavere hos XXL. I samme reportasje gjort av TV2 gikk den daværende administrerende direktøren for XXL, Fredrik Steenbuch, ut og sa at de har 10-15 prosent lavere kostnader enn noen andre i sportsbransjen, noe som gjør at de kan selge produktene 10-15 prosent billigere (TV2, 2016).

I en undersøkelse gjort av Handelshøyskolen BI i 2020 havnet XXL på 106. plass i Norsk Kundebarometer (Handelshøyskolen BI, 2020). Dette er plassen rett over Intersport og 38 plasser bak Sport1. Figur 3.14 viser resultater fra Norsk Kundebarometer for sportsbransjen i 2020. Tidligere år har XXL scoret høyest blant sportsbutikkene, men den siste undersøkelsen viser et mer dystert resultat med tanke på XXLs merkevare. XXL scorer lavere enn Sport1 på både kundetilfredshet og lojalitet. Dette tyder på at merkevaren til XXL ikke er like verdifull som den var før.

| SPORT | | | |
|-------|------------|----------|-----------|
| PLASS | SELSKAP | STJERNER | LOJALITET |
| 1 | Sport1 | ★★★★☆ | 85,4 |
| 2 | XXL | ★★★☆☆ | 79,8 |
| 3 | Intersport | ★★★☆☆ | 74,3 |

Figur 3.14: Resultater fra Kundebarometeret 2020 (Handelshøyskolen BI, 2020)

XXL har gjennom flere år i bransjen opparbeidet seg et sterkt merkenavn. De lave prisene og det store varesortimentet er mulig å kopiere, men det kreves både tid og kapital. G-MAX (nå Intersport) som har prøvd å imitere XXLs strategi har ikke klart å utføre strategien like bra som XXL. Figur 3.15 viser at XXLs norske virksomhet har historisk sett levert bedre prosentvist resultat av driften enn konkurrenten Gresvig AS.



Figur 3.15: Resultat av driften i % (tall hentet fra proff.no)

Til tross for at merkevaren til XXL er vanskelig å kopiere så er den ikke like verdifull som den var før. Sport1, som scoret høyest på kundebarometeret, deler flere av de samme verdiene som XXL. Administrerende direktør Ole Henrik Skirstad skriver på Sport1s hjemmeside at gruppen skal ha «fokus på sunne verdier, solid fagkompetanse innen sport og

friluftsliv og markedsledende merkevarer fra de beste leverandørene. Alle butikkene i kjeden har et bredt vareutvalg, er lokalt tilpasset og har en solid forankring i lokale aktiviteter» (Skirstad, 2021). De skiller seg særlig fra XXL med lokal forankring, og det er gjerne denne faktoren som skaper høyere lojalitet og tilfredshet for Sport1. Ressursen er derfor ikke like verdifull lenger. På den andre siden så vil et komplekst marked bestå av ulike aktører med ulike strategier. Sport1 som har høyest kundetilfredshet og lojalitet vil slite med å konkurrere med XXL på pris. Dersom kunden bruker pris som sterkeste eller eneste vurderingskriterier vil XXL være et mer relevant alternativ. Det vil derfor bli feil å ikke konkludere med at merkevaren til XXL er verdifull. XXLs merkevare vurderes slik vist i figur 3.16.

| Verdifull | Sjelden | Ikke-imiterbar | Organisert | Resultat |
|-----------|---------|----------------|------------|---------------------------------|
| Ja | Ja | Nei | Ja | Midlertidig konkurransefortrinn |

Figur 3.16: Merkevare

3.3.4 Ansatte, ledelse og kultur

Ved utgangen av 2019 hadde 5568 full- og deltidsansatte (XXL ASA, 2020). XXL retter et stort fokus på rekruttering av ansatte som besitter en vesentlig kunnskap og interesse for idrett og/eller friluftsliv. XXL har et ønske om å styrke kompetansen til sine ansatte i sine spesialområder. Big box-konseptet fordrer at de ansatte har rikelig med kunnskap om sin avdeling i butikken, og XXL fasiliteter slik at de ansatte kan spesialisere seg innenfor sine interesser. De nyansatte lærer av de mer erfarne medarbeiderne sine som gjerne kan ha titler som våpensjef og servicesjef. Ved å ha dyktige ansatte med stor kompetanse innenfor sine respektive fagfelt evner XXL å yte god kundeservice i hver avdeling. Den spesialiserte kompetansen hos de ansatte er derfor en verdifull ressurs for XXL.

For å sikre at de ansatte får tilstrekkelig med opplæring både under og etter ansettelsesprosessen må alle ansatte fullføre ulike oppgaver inne på XXLs egen elektroniske læringssystem. Programmet dekker ombordstigning, grunnleggende produktopplæring, rutiner, salg, ledelse og compliance (XXL ASA, 2020). Det relativt nye systemet ble innført i 2020 og erstatter det tidligere «camp XXL» og skal på samme måte belønne ansatte som utmerker seg gjennom gode resultater. De gode medarbeiderne kan bli sendt videre til et eget

talentprogram som gir muligheten til å bli butikksjef. Slike ordninger kan finnes i andre sportskjeder også og kan dermed ikke kategoriseres som sjelden eller ikke-imiterbar.

Foruten å ha mulighet til å bli butikksjef gjennom talentprogrammet til XXL, har også bedriften en ledelse bestående av bred kompetanse og lang års erfaring innen detaljhandel. Konsernsjefen for XXL er Pål Wibe som tidligere har vært administrerende direktør for Europris og Nille.

En av de faktorene som kan forklare XXLs dominans i sportsbransjen kan være alt det du ikke ser. Den tidligere XXL-sjefen Steenbuck sa i et intervju i 2014 «du kan kopiere alt du ser, men du kan ikke kopiere det du ikke ser. Det er så mye mer bak, det er kultur, kompetanse, logistikksystemer og så videre» (Nissen-Meyer, 2014). Det er kanskje de immaterielle ressursene som ansatte, ledelse og kultur som har gjort at Gresvig-eide sportsbutikker ikke har forbigått XXL.

Kulturen er vanskelig å identifisere, men kan absolutt være en avgjørende faktor. I midten av 2019 publiserte E24 en artikkel om hvor dårlig det sto til med den litt misforståtte «vinnerkulturen» i XXL. På dette tidspunktet hadde XXL gått gjennom en rekke interne kriser der kilder forteller om guttetur til Afrika, fryktkultur og armhevninger som straff (Michalsen, 2019). Spørsmålet blir da om XXL har klart å dyrke vinnervilje, konkurranseinstinkt og engasjement fremfor frykt. Det fremgår av årsrapporten 2019 at de har en sterk prestasjonsbasert kultur gjennom hele organisasjonen (XXL ASA, 2020). Det følger videre av årsrapporten at kulturen er dyrket på fire kjerneverdier. Prestasjonen fremmes av lidenskap, omsorgsfullhet, ansvarlighet og innovasjon (XXL ASA, 2020). Til tross for kritikk av kulturen så hadde XXL et sykefravær på 4,6 prosent i 2019 (XXL ASA, 2020) sammenlignet med 5,86 prosent i alle sektorer for 3. kvartal i 2019 (SSB, 2019). Sykefravær er en god indikator på om personer trives på jobb. XXL har litt under gjennomsnittlig sykefravær og kulturen utgjør dermed ikke en stor frykt hos de ansatte. Den immaterielle ressursen til XXL vurderes som et varig konkurransefortrinn, slik vist i figur 3.17.

| Verdifull | Sjelden | Ikke-imiterbar | Organisert | Resultat |
|-----------|---------|----------------|------------|---------------------------|
| Ja | Ja | Ja | Ja | Varig konkurransefortrinn |

Figur 3.17: Ansatte, ledelse og kultur

3.3.5 Oppsummering av VRIO

Basert på analysen så kan man konkludere med at det er de immaterielle ressursene som XXL innehar som kan bidra til et varig konkurransefortrinn overfor sine konkurrenter. En kombinasjon av ansatte, ledelse og kultur er svært verdifull for XXL og svært vanskelig å identifisere samt imitere for deres konkurrenter. Dette er nok trolig en av svarene på hvorfor XXL har lyktes i større grad enn G-MAX med big box-konseptet. Merkevarer til XXL har nok blitt svekket de siste årene dersom man legger målingene utført av Norsk Kundebarometer til grunn. Av kundebarometeret kan man lese at forbrukerne ikke verdsetter pris i like høy grad som tidligere. Sport1 som scoret høyest på testen er drevet av mer lokale butikksjefer, med høyere priser og med enda større fokus på sterke merkevarer og service. Det viser seg at kundene har blitt mer opptatt av dette, og dermed svekket XXLs merkevarer. Det komplekse innkjøp og logistikksystemet bidrar til økt konkurransedyktighet for XXL, men er absolutt mulig å imitere. Tabell 3.5 viser konklusjonen fra VRIO-analysen.

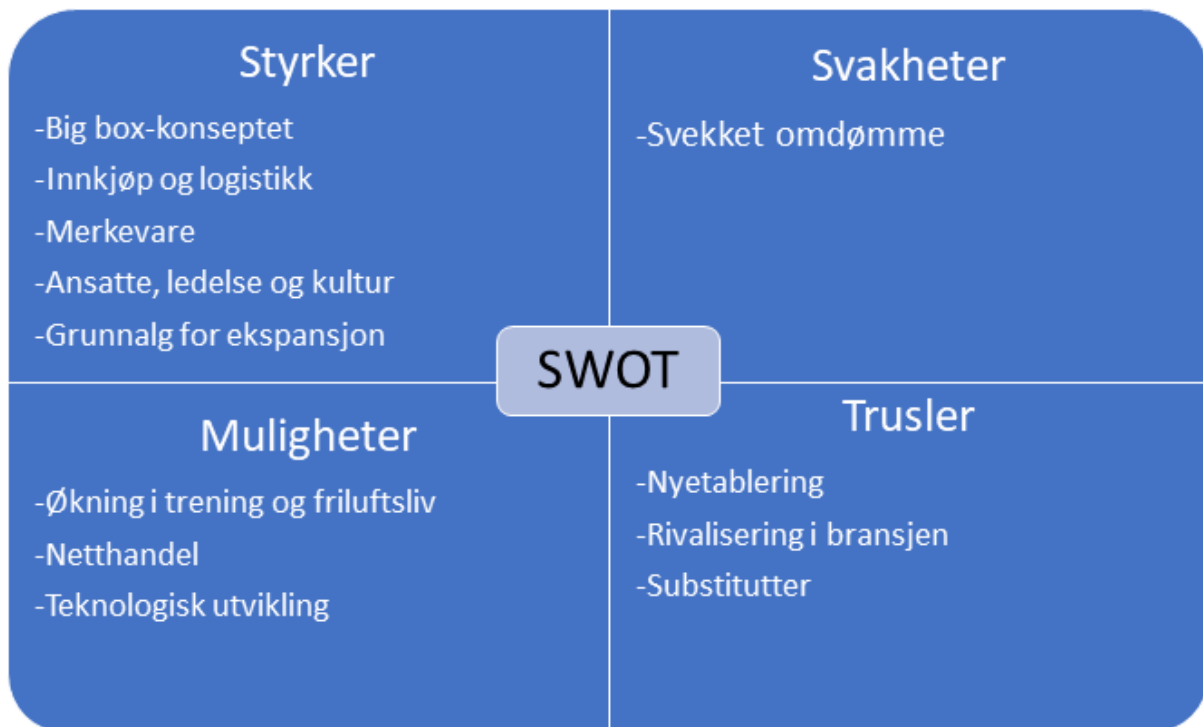
| Ressurs | Verdifull | Sjelden | Ikke-imiterbar | Organisert | Utfall |
|----------------------------|-----------|---------|----------------|------------|-------------|
| «Big box»-konseptet | X | X | | X | Midlertidig |
| Innkjøp og logistikk | X | X | | X | Midlertidig |
| Merkevarer | X | X | | X | Midlertidig |
| Ansatte, ledelse og kultur | X | X | X | X | Varig |

Tabell 3.5: Oppsummering av VRIO

3.4 SWOT og oppsummering av strategisk analyse

For å konkludere den strategiske analysen benyttes en SWOT-analyse. SWOT er et akronym for strengths (styrker), weaknesses (svakheter), opportunities (muligheter) og threats (trusler). Analysen brukes for å identifisere de sterke og svake sidene ved XXL, og samtidig kartlegge for mulighetene og truslene i markedet (Erichsen et al., 2018). Styrkene og svakheterne til XXL har blitt identifisert i den interne analysen, mens muligheter og trusler er kartlagt gjennom de eksterne analysene. Figur 3.18 viser en oversikt over de mest sentrale funnene i

den strategiske analysen. Ved å utnytte sine styrker og forbedre sine svakheter, vil XXL kunne gripe muligheter, forsvare seg mot trusler og forbli konkurransedyktige.



Figur 3.18: Oppsummering SWOT-analyse

4 Regnskapsanalyse

Formålet med regnskapsanalysen er å presentere bedriftens finansielle stilling, risikoelementer, og å si noe om mulighetene for fremtidig utvikling (Kristoffersen, 2016). Informasjonen er hentet fra årsrapportene fra 2014 til 2019 da XXL har vært børsnotert i denne perioden og publisert offentlige årsrapporter. Kvartalsrapportene fra 2020 er ikke benyttet i analysen da de ikke er revidert.

I regnskapsanalysen benyttes konsernregnskap fordi det fremmer omfanget av hele virksomheten bedre. Kvaliteten på nøkkeltallene vil bli vurdert mot retningslinjer fra læreboken «Årsregnskapet - en grunnleggende innføring» av Trond Kristoffersen (2016). Resultat- og balanseregnskapet i dette kapittelet er hentet fra proff.no.

4.1 Resultatregnskapet

Resultatregnskapet i tabell 4.1 viser XXL sine totale inntekter og kostnader i løpet av perioden 2014 til 2019. Alle verdiene er oppgitt i tusen kroner.

| Resultatregnskapet (kNOK) | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Driftsinntekter | 8 992 000 | 9 475 000 | 8 709 000 | 7 813 000 | 6 486 000 | 5 215 000 |
| Varekostnad | 5 934 000 | 5 938 000 | 5 265 000 | 4 694 000 | 3 908 000 | 3 083 000 |
| Lønnskostnader | 1 652 000 | 1 615 000 | 1 416 000 | 1 240 000 | 991 000 | 799 000 |
| Avskrivninger | 307 000 | 189 000 | 159 000 | 127 000 | 91 000 | 80 000 |
| Ekstraordinære nedskrivning | 385 000 | - | - | - | - | - |
| Andre driftskostnader | 916 000 | 1 380 000 | 1 201 000 | 1 055 000 | 863 000 | 732 000 |
| Driftsresultat | - 202 000 | 353 000 | 668 000 | 697 000 | 633 000 | 521 000 |
| Finansinntekter | - | 1 000 | 727 000 | 366 000 | 142 000 | 101 000 |
| Andre renteinntekter | - | - | - | - | 1 000 | - |
| Finanskostnader | 183 000 | 59 000 | 769 000 | 421 000 | 170 000 | 282 000 |
| Resultat før skatt | - 385 000 | 295 000 | 626 000 | 642 000 | 606 000 | 340 000 |
| Skatt | - 58 000 | 58 000 | 114 000 | 126 000 | 179 000 | 77 000 |
| Årsresultat | - 327 000 | 237 000 | 512 000 | 516 000 | 427 000 | 263 000 |

Tabell 4.1: Resultatregnskap

4.2 Balanseregnskapet

Balanseregnskapet i tabell 4.2 viser verdien av bedriftens eiendeler, egenkapital og gjeld i perioden 2014 til 2019. Alle verdiene er oppgitt i tusen kroner.

| Balanseregnskapet (kNOK) | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 |
|--------------------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Anleggsmidler | 6 706 000* | 3 902 000 | 3 855 000 | 3 670 000 | 3 529 000 | 3 429 000 |
| Varebeholdning | 2 843 000 | 3 211 000 | 3 152 000 | 2 610 000 | 1 928 000 | 1 397 000 |
| Omløpsmidler | 3 535 000 | 3 759 000 | 3 840 000 | 3 003 000 | 2 310 000 | 1 904 000 |
| Eiendeler | 10 242 000 | 7 661 000 | 7 695 000 | 6 673 000 | 5 839 000 | 5 333 000 |
| Egenkapital | 3 826 000 | 3 710 000 | 3 846 000 | 3 608 000 | 3 366 000 | 3 219 000 |
| Langsiktig gjeld | 3 204 000 | 1 112 000 | 1 131 000 | 1 102 000 | 1 177 000 | 1 149 000 |
| Kortsiktig gjeld | 3 212 000 | 2 831 000 | 2 718 000 | 1 963 000 | 1 296 000 | 965 000 |
| Sum egenkapital og gjeld | 10 242 000 | 7 653 000 | 7 695 000 | 6 673 000 | 5 839 000 | 5 333 000 |

Tabell 4.2: Balanseregnskap

*Anleggsmidler i 2019 øker som følge av implementering av IFRS 16 og bruksretten (right-of-use) utgjorde 2827 millioner kroner. Anleggsmidler justert for implementeringen av IFRS 16 er på 3879 millioner kroner, og det er denne verdien som er brukt i beregningen av finansieringsgrad 1 for å gi et riktigere bilde av utviklingen.

4.3 Likviditet

Likviditetsanalysen analyserer bedriftens betalingsevne, her kartlegges bedriftens evne til å betale sine forpliktelser ved forfall (Kristoffersen, 2016).

4.3.1 Likviditetsgrad 1 og 2

Likviditetsgrad 1 viser forholdet mellom bedriftens omløpsmidler og kortsiktig gjeld.

Likviditetsgrad 2 viser forholdet mellom alle bedriftens omløpsmidler, minus varelager, og kortsiktig gjeld (Kristoffersen, 2016).

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} \quad \text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varebeholdning}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

| | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 |
|-------------------|------|------|------|------|------|------|
| Likviditetsgrad 1 | 1,10 | 1,33 | 1,41 | 1,53 | 1,78 | 1,97 |
| Likviditetsgrad 2 | 0,22 | 0,19 | 0,25 | 0,20 | 0,29 | 0,53 |

Tabell 4.3: Likviditetsgrad 1 og 2

Tabell 4.3 viser at likviditetsgrad 1 i perioden 2014 til 2019 er under 2 og dermed ikke tilfredsstillende (Kristoffersen, 2016). Likviditetsgrad 1 var nesten tilfredsstillende i 2014,

men har siden den gang hatt en synkende trend. Det fremgår av balanseregnskapet at dette skyldes en kraftig økning i kortsiktig gjeld, som har økt fra under 1 000 000 000 NOK til over 3 000 000 000 NOK i løpet av perioden. Omløpsmidler har også økt i løpet av perioden, men i mindre grad enn kortsiktig gjeld.

I likhet med likviditetsgrad 1, måler likviditetsgrad 2 også forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Nøkkeltallene er derimot forskjellige ved at sistnevnte kun inkluderer de mest likvide omløpsmidlene. Ifølge Kristoffersen (2016) burde likviditetsgrad 2 helst være over 1. XXL har altså ikke vært i nærheten av et tilfredsstillende nivå i løpet av perioden. Likevel har forholdstallet vært mer stabilt og økt marginalt siden 2016.

Likviditetsgradanalysen viser at forholdstallene har vært lavere enn normene de siste årene. Dette er ikke nødvendigvis uvanlig, men en negativ trend i disse verdiene tyder på at XXL blir mindre likvide, noe som kan skape problemer for selskapet på sikt.

4.4 Soliditet

Soliditet ser på selskapets egenkapital i forhold til samlet kapital, og sier noe om bedriftens evne til å tåle tap (Kristoffersen, 2016).

4.4.1 Gjeldsgrad og egenkapitalandel

Gjeldsgraden viser forholdet mellom gjeld og egenkapital, og sier noe om hvor mye av eiendelene er finansiert med gjeld og hvor mye som er finansiert med egenkapital (Kristoffersen, 2016).

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

Egenkapitalandelen viser forholdet mellom bedriftens egenkapital og total kapital og sier noe om hvor mye bedriften kan tap før gjelden også blir påført tap (Kristoffersen, 2016).

$$Egenkapitalandel = \frac{Egenkapital \times 100\%}{Egenkapital + Kortsiktig gjeld + Langsiktig gjeld}$$

Tabell 4.4 viser en oversikt over gjeldsgraden og egenkapitalandelen i prosent i perioden 2014 til 2019.

| | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Gjeldsgrad | 1,68 | 1,06 | 1,00 | 0,85 | 0,73 | 0,66 |
| Egenkapitalandel | 37,36% | 48,48% | 49,98% | 54,07% | 57,65% | 60,36% |

Tabell 4.4: Gjeldsgrad og egenkapitalandel

XXL sin gjeldsgrad i 2014 var tilfredsstillende, men den har økt siden den gang og var i 2019 på 1,68. Det vil si at selskapet har økende gjeld i forhold til egenkapital. Det finnes ingen klare normer eller retningslinjer for hva gjeldsgraden bør være på, men den ligger noe under gjennomsnittet for norske aksjeselskaper (Kristoffersen, 2016).

XXL har hatt synkende egenkapitalandel siden 2014. Dette vil si at egenkapitalen nå utgjør en mindre del av totalkapitalen til fordel for høyere gjeld. Egenkapitalandelen henger sammen med gjeldsgraden og kan også anses som tilfredsstillende da den fremdeles ligger innenfor 30-35 prosent (Kristoffersen, 2016). Dersom den synkende soliditetstrenden fortsetter kan soliditeten havne på et uforsvarlig nivå i fremtiden.

4.5 Finansiering

Finansieringsanalysen ser på anskaffelsen og anvendelsen av kapital og viser sammensetningen av bedriftens kortsiktige og langsiktige eiendeler (Kristoffersen, 2016).

4.5.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 ser på forholdet mellom anleggsmidlene og langsiktig gjeld.

$$Finansieringsgrad\ 1 = \frac{Anleggsmidler}{Langsiktig\ gjeld + Egenkapital}$$

Tabell 4.5 viser finansieringsgraden til XXL i perioden 2014 til 2019.

| | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|
| Finansieringsgrad 1 | 0,55 | 0,81 | 0,77 | 0,78 | 0,78 | 0,79 |

Tabell 4.5: Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 bør være større enn 1 (Kristoffersen, 2016). XXL har ikke en god og stabil finansieringsgrad 1 da denne er 0,55 i 2019, og under anbefalt nivå gjennom hele perioden. Forholdstallet tilsier at anleggsmidlene er i større grad finansiert ved hjelp av kortsiktig hjelp, noe som ikke er optimalt på lang sikt.

4.6 Lønnsomhet

Lønnsomhet sier noe om selskapets evne til å skape overskudd (Kristoffersen, 2016). For å vurdere lønnsomhet kan selskapets driftsmargin måles. Driftsmarginen viser forholdet mellom driftsresultatet og driftsinntektene.

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat} * 100\%}{\text{Driftsinntekter}}$$

Fra tabell 4.6 ser man at XXL har gjennom perioden hatt en synkende driftsmargin som følge av økende driftsinntekter og stagnerende driftsresultat. I 2019 hadde de negativ driftsmargin som følge av en ekstraordinær nedskrivning av varelageret.

| | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 |
|--------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Driftsmargin | -2,25% | 3,73% | 7,67% | 8,92% | 9,76% | 9,99% |

Tabell 4.6: Driftsmargin

XXL har hatt økende inntekter hvert år fram til 2019. XXL opplevde en nedgang i inntekter fra 9475 millioner kroner til 8992 millioner kroner i 2019. Sett bort ifra 2019, har XXL hatt en stabil, men noe avtakende driftsmarginvekst. Resultatregnskapet i tabell 4.1 viser de utfyllende driftsresultatene for perioden. Utviklingen fra 2014 til 2019 viser at økningen i varekostnader følger i takt med inntektsøkningen, slik at driftsmarginveksten holder seg stabil og lav.

4.7 Oppsummering regnskapsanalyse

Tabell 4.7 viser nøkkeltallene for XXL i perioden 2014 til 2019.

| | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Likviditetsgrad 1 | 1,10 | 1,33 | 1,41 | 1,53 | 1,78 | 1,97 |
| Likviditetsgrad 2 | 0,22 | 0,19 | 0,25 | 0,20 | 0,29 | 0,53 |
| Gjeldsgrad | 1,68 | 1,06 | 1,00 | 0,85 | 0,73 | 0,66 |
| Egenkapitalandel | 37,36% | 48,48% | 49,98% | 54,07% | 57,65% | 60,36% |
| Finansieringsgrad 1 | 0,55 | 0,81 | 0,77 | 0,78 | 0,78 | 0,79 |
| Driftsmargin | -2,25% | 3,73% | 7,67% | 8,92% | 9,76% | 9,99% |

Tabell 4.7: Oppsummering av nøkkeltall 2014-2019

XXL har de siste årene hatt en negativ utvikling med hensyn til likviditet, soliditet, finansiering og lønnsomhet. Dersom XXL skal være konkurransedyktige, attraktive for investorer og beholde sin markedsledende posisjon må trenden snus til det positive. Økt satsing i og utenfor Norden kan forklare den sviktende utviklingen for nøkkeltallene. Det er

derimot knyttet lønnsomhetspotensiale til XXLs investeringer, og en positiv økning i nøkkeltallene fremover kan være oppnåelig.

5 Prognose av fremtidige kontantstrømmer

Prognosen har som hensikt å forutse fremtidig inntjening for XXL basert på historiske data og analysene gjort tidligere i oppgaven. De historiske tallene er hentet fra proff.no og siste tilgjengelige kvartalsrapport.

5.1 Kontantstrømanalyse

XXL, som de aller fleste selskaper, ønsker å leve så lenge som mulig. Kontantstrømanalysens prognose baseres på en eksplisitt periode over fem år, for å deretter utregne en terminalverdi som er representativ for selskapets inntjening etter den gitte perioden. Grunnen for at perioden ikke er lenger er fordi det knyttes større usikkerhet til svingninger for hvert år som tillegges analysen. Kontantstrømmen bygger på den tilgjengelige informasjonen samt analysene som er gjort tidligere i oppgaven. Dagens verdi på selskapet kan formuleres som verdien av fremtidig inntjening pluss den diskonterte terminalverdien:

$$P_0 = \frac{C_1}{(1+r)^1} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_3}{(1+r)^3} + \frac{C_4}{(1+r)^4} + \frac{C_5 + P_5}{(1+r)^5}$$

5.2 Driftsinntekter

De historiske tallene fra tabell 5.1 viser at XXL, med unntak av 2019, har hatt en økning i driftsinntekter fra 2015 til siste tilgjengelige regnskapsår. Den prosentvise økningen har avtatt med årene, og det siste godkjente årsregnskapet i 2019 viser en nedgang på 5 prosent. Denne endringen skyldes ifølge XXL en ekstraordinær nedskrivning av varelageret. XXL hentet seg kraftig inn igjen i 2020 til tross for en global pandemi, og leverte en 16 prosents økning i driftsinntekter.

| Tall i hele tusen | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 |
|--------------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Driftsinntekter | 10 423 000 | 8 992 000 | 9 475 000 | 8 709 000 | 7 813 000 | 6 487 000 |
| Prosentvis endring | 16% | -5% | 9% | 11% | 20% | |

Tabell 5.1: Driftsinntekter 2015-2020

Ved estimering av XXLs fremtidige driftsinntekter så utelukkes flere tall fra 2020 da dette året avviker fra normaldrift som følge av en global pandemi. Det er likevel aktuelt å se hvordan XXL har lagt om driften sin som følge av strenge nasjonale koronatiltak.

Driftsinntektene i 2021 vil også være preget av nasjonal nedstenging og innreiseforbud. Tall fra kvartalsrapporter i 2020 viser imidlertid en vekst i omsetning på 16 prosent for konsernet.

Omsetningsveksten skyldes i all hovedsak en økning i netthandel samt en sterk solid vekst i det norske markedet. Til tross for strenge restriksjoner har XXL klart å omstille kundene til å handle på nett. Dette gir grunnlag for forventning om en moderat vekst de neste årene. Det norske markedet klarte det i 2020, og det forventes at de andre markedene også klarer det i 2021. På den andre siden vil en åpning av samfunnet medføre lavere inntektsvekst for XXL. Under pandemien har forbrukerne hatt færre ting å bruke sine penger på, og stappmette forbrukere kan fort tunge utviklingen til XXL. Det forventes dermed lavere driftsinntekter i 2021 enn 2020. Etter en moderat vekst frem mot 2022 vil utviklingen avta med tanke på forventet renteøkning samt økt konkurranse fra eksisterende og nye konkurrenter. Av den strategiske analysen fremkommer det at de fleste ressursene er midlertidige konkurransefortrinn og en nedjustert vekst fra 2022 av er da rimelig. Driftsinntektene avhenger svært mye av sesongsvingninger, men det forventes en moderat vekst i detaljhandel og driftsinntekter fremover. Driftsinntektene for den eksplisitte perioden er vist i tabell 5.2.

| Tall i hele tusen | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Driftsinntekter | 10 000 000 | 10 400 000 | 10 608 000 | 10 851 984 | 11 047 320 |
| Prosentvis endring | -4,1% | 4,0% | 2,0% | 2,3% | 1,8% |

Tabell 5.2: Prognose for driftsinntekter 2021-2025

5.3 Driftskostnader

Kostnadsstrukturen til XXL kan deles inn i tre ulike underkategorier på henholdsvis varekostnad, lønnskostnad og andre driftskostnader. Prognosene for fremtidige kontantstrømmer tar utgangspunkt i historisk forhold mellom kostnader og driftsinntekter. Historiske driftskostnader for XXL er vist i tabell 5.3.

| Tall i hele tusen | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 |
|----------------------------|-----------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Varekostnad | | 5 934 000 | 5 938 000 | 5 265 000 | 4 694 000 | 3 908 000 |
| % av driftsinntekt | | 66% | 63% | 60% | 60% | 60% |
| Vekst | | -0,067% | 12,783% | 12,164% | 20,113% | |
| Lønnskostnader | | 1 652 000 | 1 615 000 | 1 416 000 | 1 240 000 | 991 000 |
| % av driftsinntekt | | 18% | 17% | 16% | 16% | 15% |
| Vekst | | 2% | 14% | 14% | 25% | |
| Andre driftskostnader | | 916 000 | 1 380 000 | 1 201 000 | 1 055 000 | 863 000 |
| % av driftsinntekt | | 10% | 15% | 14% | 14% | 13% |
| Vekst | | -34% | 15% | 14% | 22% | |
| Sum driftskostnader | | 8 502 000 | 8 933 000 | 7 882 000 | 6 989 000 | 5 762 000 |
| EBITDA | 1 117 000 | 490 000 | 542 000 | 827 000 | 824 000 | 725 000 |
| Margin | 10,70% | 5% | 6% | 9% | 11% | 11% |

Tabell 5.3: EBITDA-margin 2015-2020

Varekostnadene er i all hovedsak knyttet til innkjøp av varer, og er tett tilknyttet omsetningen. Lønnskostnadene er ikke like synkronisert med omsetning som varekostnadene. Dersom omsetningen øker utover kapasiteten kan det medføre økt overtid, og følgelig økte lønnskostnader. Den sviktede EBITDA-marginen i 2019 skyldes lave salgstall og en økning i vare- og lønnskostnader. Vare- og lønnskostnaden er beregnet ut ifra budsjettert salgsmengde, og redusert salg medfører da lavere EBITDA-margin. Andre driftskostnader forventes å ha samme margin de kommende år også. For estimering av fremtidige andre driftskostnader beregnes et gjennomsnitt av de siste årene som utgangspunkt. XXL har de siste fem årene hatt en svak reduserende trend i EBITDA-margin. Basert på den strategiske analysen forventes det en økning i EBITDA-margin gjennom den eksplisitte perioden. Den strategiske analysen synliggjør XXLs fokus på innkjøp- og logistikksystemer, og denne allokeringen av ressurser bidrar til å øke marginene de kommende årene. Det er dog en økende konkurranse blant netthandel som kan være med å hindre EBITDA-marginsveksten. Tabell 5.4 viser estimeringen av fremtidig kostnader. Utviklingen tilsier at XXL vil ha en økende EBITDA-margin opp mot 7-8 prosent de neste årene.

| Tall i hele tusen | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---------------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| Varekostnad | 6 230 700 | 6 479 928 | 6 674 326 | 6 807 812 | 6 943 969 |
| % av driftsinntekt | 62% | 62% | 63% | 63% | 63% |
| Vekst varekostnad | | 4,00% | 3,00% | 2,00% | 2,00% |
| Lønnskostnader | 1 701 560 | 1 769 622 | 1 805 015 | 1 841 115 | 1 859 526 |
| % av driftsinntekt | 17,02% | 17,02% | 17,02% | 16,97% | 16,83% |
| Vekst Lønn | | 4,00% | 2,00% | 2,00% | 1,00% |
| Andre driftskostnader | 1 306 969 | 1 359 248 | 1 386 433 | 1 418 321 | 1 443 851 |
| % av driftsinntekt | 13% | 13% | 13% | 13% | 13% |
| Vekst andre driftkostnad | | 4% | 2,0% | 2,3% | 1,8% |
| Sum driftkostnader | 9 239 229 | 9 608 799 | 9 865 774 | 10 067 249 | 10 247 346 |
| EBITDA | 760 771 | 791 201 | 742 226 | 784 735 | 799 974 |
| Margin | 8% | 8% | 7% | 7% | 7% |

Tabell 5.4: Prognose for EBITDA-margin 2021-2025

5.4 Avskrivninger

Avskrivningene til XXL er knyttet til varehusene som de eier og drifter selv. Tabell 5.5 viser de historiske avskrivningene til XXL de siste seks årene. Videre ser man at avskrivningene økte kraftig i 2019. Dette skyldes en over doubling i anleggsmidler i løpet av regnskapsåret 2019. Økningen i anleggsmidler skyldes nye regnskapsprinsipper i IFRS 16 som verdsetter leasingavtaler på en annen måte.

| Tall i hele tusen | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| Avskrivninger | 753 000 | 692 000 | 189 000 | 159 000 | 127 000 | 91 000 |

Tabell 5.5: Avskrivninger 2015-2020

XXL skrev i den siste kvartalsrapporten for 2020 at de ser for seg å nedskalere flere varehus i størrelse, samtidig som de ønsker en svak-moderat vekst i nye investeringer. Hvorvidt dette påvirker avskrivningene er usikkert, og det forventes en jevn avskrivning de neste fem årene. Prognosen for fremtidig avskrivning er vist i tabell 5.6.

| Tall i hele tusen | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-------------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| Avskrivninger | 800 000 | 880 000 | 968 000 | 1 064 800 | 1 118 040 |

Tabell 5.6: Prognose for avskrivninger 2021-2025

5.5 Endring i arbeidskapital

Arbeidskapital er et nøkkeltall som beregner forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld (Kristoffersen, 2016).

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{kortsiktig gjeld}$$

En positiv arbeidskapital indikerer at anleggsmidlene er finansiert ved langsiktig kapital som egenkapital og langsiktig gjeld. Dersom arbeidskapitalen er negativ, vil anleggsmidlene være helt eller delvis finansiert av kortsiktig gjeld. Som nevnt tidligere så eier og drifter XXL alle sine varehus selv. Det er følgelig knyttet høy kapital til finansiering av varehusene. Historiske data av arbeidskapital i forhold til driftsinntekter er vist i tabell 5.7.

| Arbeidskapital | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 |
|----------------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Tall i hele tusen | | | | | | |
| Driftsinntekter | 10 423 000 | 8 992 000 | 9 475 000 | 8 709 000 | 7 813 000 | 6 487 000 |
| Arbeidskapital | 860 000 | 323 000 | 928 000 | 1 122 000 | 1 040 000 | 1 014 000 |
| % av driftsinntekter | 8,25% | 4% | 10% | 13% | 13% | 16% |

Tabell 5.7: Arbeidskapital 2015-2020

XXL har hatt en negativ trend i arbeidskapital med unntak av 2020, og forholdstallet var i 2020 på 8,25% av driftsinntektene. Behovet for arbeidskapital i forhold til omsetning vil variere fra bedrift til bedrift, men bør ses i lys av behov for varelager. Et minstekrav for bærekraftig finansiering er at minstelageret er finansiert ved hjelp av langsiktig kapital. Hvor stor endringen i arbeidskapital de kommende år er vanskelig å fastslå, men prognosene er estimert på bakgrunn av fremtidige driftsinntekter. Arbeidskapital forventes å gradvis øke frem mot 2025 som vist i tabell 5.8.

| Arbeidskapital | | | | | |
|----------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tall i hele tusen | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Driftsinntekter | 10 000 000 | 10 400 000 | 10 608 000 | 10 851 984 | 11 047 320 |
| Arbeidskapital | 900 000,00 | 1 040 000,00 | 1 272 960,00 | 1 410 757,92 | 1 436 151,56 |
| % av driftsinntekter | 9,00% | 10,00% | 12,00% | 13,00% | 13,00% |

Tabell 5.8: Prognose for arbeidskapital 2021-2025

5.6 Investering i anleggsmidler

XXL har gjennom flere år åpnet flere butikker i ulike land. For å sikre og beholde sine markedsandeler i Norden og Østerrike så forventes det en lav vekst i investeringer de kommende årene. Ifølge kvartalsrapporten Q4 fra 2020 så forventer XXL å åpne 3-5 varehus per år. XXL forventer investeringer i 2021 på 250 til 300 millioner NOK i 2021. Prognosen for fremtidig investeringer er vist i tabell 5.9.

| Fremtidige investeringer | | | | | | |
|--------------------------|------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Tall i hele tusen | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Investeringer | | -250 000 | -270 000 | -300 000 | -250 000 | -260 000 |

Tabell 5.9: Prognose for fremtidige investeringer 2021-2025

6 Avkastningskrav

For å kunne beregne de fremtidige kontantstrømmene til XXL må man finne en diskonteringsfaktor som representerer selskapets gjennomsnittlige egenkapital- og gjeldskostnad. Modellen omtales som WACC (weighted average cost of capital).

6.1 Kapitalverdimodellen (CAPM) – Avkastning på egenkapitalen

Kapitalverdimodellen brukes til å beregne avkastningskravet til egenkapitalen.

Avkastningskravet til egenkapitalen svarer til investorers forventede avkastning for selskapets aksje. Kapitalverdimodellen forteller at forventet avkastning er lik risikofri rente pluss en risikopremie som avhenger av betaen og markedsrisikopremien (Allen, Brealey & Myers, 2020).

$$E(r_i) = r_f + \beta_i(E(r_m) - r_f)$$

$E(r_i)$: Forventet avkastning på egenkapitalen

R_f : Risikofri rente

β_i : Egenkapitalbeta

$E(r_m) - r_f$: Markedets risikopremie

6.1.1 Risikofri rente

Med risikofri rente menes den avkastningen en investor vil forvente å motta på en risikofri investering over en tidsspesifikk periode. Som utgangspunkt for risikofri rente brukes som oftest en 10-årig norsk statsobligasjon i det norske markedet (PWC, 2020). Statsobligasjoner blir utstedt med ulik løpetid, der renten stiger i takt med løpetiden. Estimater baseres på datoen 30.12.2020, som er siste notering for den 10-årige statsobligasjon for året. Tallet hentes direkte ut fra Norges Bank sine sider, der renten for den 10-årige statsobligasjonen er 0,96% (Norges Bank, 2021b). Denne benyttes som risikofri rente videre i oppgaven.

6.1.2 Beta

En betaverdi er et mål på en aksjes svingninger i forhold til markedet. Betaverdien måler den systematiske risikoen en aksje vil ha sammenlignet med markedet. Markedets beta vil være lik 1. Dersom en aksjes betaverdi er større enn 1, vil det si at aksjen vil svinge mer enn markedet målt i prosent. Dersom betaverdien er negativ, indikerer det at aksjen vil opptre i motsatt retning enn markedet. Ved betaverdi lik null finnes det ingen samvariasjon mellom markedet og aksjen (Kaldestad & Møller, 2011). For å finne aksjens beta deles kovariansen mellom aksjen og markedet på variansen i aksjemarkedet:

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

For å estimere XXL sin betaverdi brukes hovedindeksen ved Oslo Børs, OSEBX, som referanseindeks. For å finne betaverdien sammenlignes XXLs ukentlige avkastning mot OSEBXs ukentlige avkastninger over en 5-årsperiode. Regresjonsanalysen gjennomført i Excel viser en betaverdi på 1,64. Dette betyr at XXL vil svinge mer enn markedet.

6.1.3 Markedets risikopremie

Markedsrisikopremie defineres som gjennomsnittlig meravkastning som en investor krever ved investering i aksjer i forhold til risikofri rente (Rydning & Haider, 2017). PWC har i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) gjennomført undersøkelsen «Risikopremien i det norske markedet». Rapporten fra 2020 viser til at markedsrisikopremien i det norske markedet ligger på 5% (PWC, 2020). Dette estimatet benyttes videre i oppgaven som markedets risikopremie.

6.1.4 Avkastning på egenkapital

Ettersom alle komponentene til formelen er estimert i delkapitlene ovenfor, kan avkastningskravet til egenkapitalen beregnes. Basert på tallene ovenfor og utregningen nedenfor vil avkastning på egenkapital være 9,16%.

$$E(r_i) = 0,96\% + 1,64(5\%) = 9,16\%$$

Risikofri rente 30.12.2020 = 0,96%

Egenkapitalbeta = 1,64

Markedsrisikopremie = 5%

6.2 WACC

XXL er både egenkapital- og gjeldsfinansiert, slik at det ikke vil være tilstrekkelig med avkastningskrav kun til egenkapitalen. Dermed benyttes den vektete kapitalkostnaden (WACC) for å estimere et avkastningskrav som representerer både kostnaden for egenkapital og gjeld. I tillegg inkluderes leasing, ettersom forpliktelsene tilknyttet leasing utgjør en stor andel av XXLs samlede gjeld. Kaldestad og Møller (2011) anbefaler at man ser på finansiell leasing som om de er eiet, slik at den inkluderes som finansiell gjeld i balansen. Formelen for WACC er følgende:

$$WACC = \frac{EK}{TK} * r_E + \frac{G}{TK} * r_G * (1 - T_c)$$

EK/TK: Egenkapitalandel

R_E: Avkastningskrav på egenkapitalen

G/TK: Gjeldsandel

R_G: Rente på gjeld

T_C: Skattesats

6.2.1 Egenkapital- og gjeldsandel

For å beregne markedsverdien av egenkapitalen multipliserer man antall utstedte aksjer med aksjekursen. Per 29.03.21 vil regnestykket da være 252 436 658 utstedte aksjer multiplisert med aksjekursen på 18,89 NOK, hvilket gir en markedsverdi på 4 768 528 470 NOK.

Markedsverdien av gjelden vil være vanskelig å angi, og dermed kan den bokførte verdien av gjelden benyttes. I rapporten for Q4 i 2020 fremkommer det at den bokførte verdien av netto rentebærende gjeld er på 71 millioner NOK. Videre følger vi anbefalingen fra Kaldestad og Møller (2011) og legger til kortsiktige og langsiktige leasingforpliktelser på henholdsvis 593 millioner NOK og 2,18 milliarder NOK. Den bokførte verdien av netto rentebærende gjeld, inkludert leasing, per 31.12.2020 er 2 844 000 000 NOK. Egenkapitalandelen vil da være 0,6264, mens gjeldsandelen tilsvarer 0,3736 av totalkapitalen.

6.2.2 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden skal representere den gjennomsnittlige rentekostnaden XXL betaler på gjelden tilhørende selskapet. Ifølge Kaldestad og Møller (2011) vil markedsrenten være mer relevant å benytte seg av enn selskapets faktiske gjeldsrente. Fra XXLs årsrapport i 2019 fremkommer det at XXL betaler 4,46% i rente på sine rentebærende lån. Videre beregninger i oppgaven baserer seg på denne renten.

6.2.3 Skatt

Det legges til grunn en nominell skattesats på 22%.

6.2.4 Utrekning WACC

Ved å benytte oss av beregningene gjort ovenfor kan vi regne ut den vektete kapitalkostnaden til XXL:

$$WACC = 0,6264 * 9,16\% + 0,3736 * 4,46\% * (1 - 0,22) = 7,04\%$$

Den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden rundes av til 7,04%. Det vil altså være selskapets avkastningskrav til totalkapitalen. Som man ser er WACC lavere enn CAPM, som skyldes skattefradraget på gjelden og en lavere gjeldskostnad. For å diskontere fremtidige kontantstrømmer anvendes WACC på 7,04% som avkastningskrav.

7 Diskontering av kontantstrømmer og verdsettelse

Tabell 7.1 viser de predikerte kontantstrømmene og terminalverdien for den eksplisitte perioden. Tabellen forutsetter at skattesatsen forblir 22% de neste fem årene. For å beregne terminalverdi brukes Gordons vekstformel. Denne tar utgangspunkt i et estimat for fremtidig vekst. Fremtidig vekst (g) for XXL settes til 1 prosent på bakgrunn av høy konkurranse og lave marginer for bransjen.

| tall i hele tusen | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | Terminalverdi |
|--------------------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| Driftsinntekter | 10 423 000 | 10 000 000 | 10 400 000 | 10 608 000 | 10 851 984 | 11 047 320 | |
| Driftskostnader | | 9 239 229 | 9 608 799 | 9 865 774 | 10 067 249 | 10 247 346 | |
| EBITDA | 1 117 000 | 760 771 | 791 201 | 742 226 | 784 735 | 799 974 | |
| Avskrivninger | 753 000 | 800 000 | 880 000 | 968 000 | 1 064 800 | 1 118 040 | |
| EBITA | 364 000 | -39 229 | -88 799 | -225 774 | -280 065 | -318 066 | |
| Skatt 22% | 80 080 | -8 630 | -19 536 | -49 670 | -61 614 | -69 975 | |
| NOPLAT | 283 920 | -30 599 | -69 263 | -176 104 | -218 450 | -248 092 | |
| Avskrivninger | 753 000 | 800 000 | 880 000 | 968 000 | 1 064 800 | 1 118 040 | |
| Investeringer | | -250 000 | -270 000 | -300 000 | -250 000 | -260 000 | |
| Økning arbeidskapital | 537 000 | 40 000 | 140 000 | 232 960 | 137 798 | 25 394 | |
| FCF | 499 920 | 479 401 | 400 737 | 258 936 | 458 552 | 584 555 | 9 774 839 |
| Terminalverdi diskontert | 6 956 313 | | | | | | |

Tabell 7.1: Estimerte fremtidige kontantstrømmer

De fremtidige kontantstrømmene diskonteres med en WACC på 7,04%.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{FCF \cdot (1+g)}{WACC - g}$$

| | |
|------|-------|
| WACC | 7,04% |
|------|-------|

| | |
|--------------------------|--------------------|
| EV | NOK 8 730 379 599 |
| Netto rentebærende gjeld | NOK -2 844 000 000 |
| Verdi av egenkapital | NOK 5 886 379 599 |
| Antall aksjer | 252 436 658 |
| Estimert aksjepris | NOK 23,32 |
| Aksjekurs 31.12.2020 | NOK 19,31 |

8 Markedsbasert verdsettelse

Markedsbasert verdsettelse går ut på å verdsette selskapet ved å se på hvordan lignende selskaper verdsettes i markedet (Kaldestad & Møller, 2011). Verdsettelsen gjøres ved å analysere nøkkeltall blant ulike bedrifter i samme bransje. Kvaliteten på den markedsbaserte verdsettelsen avhenger i stor grad av hvor like de komparative bedriftene er i forhold til bedriften som verdsettes.

8.1 Valg av multiplikatorer og komparative selskaper

Verdien av XXL kan estimeres ved å beregne gjennomsnittet av konkurrentenes multipler som price-earnings ratio (P/E), price-sales ratio (P/S) og price-to-book ratio (P/B). XXL bør vurderes opp mot selskaper som opererer i samme markeder og er av lignende størrelse. Hovedkonkurrentene i Norge, Sport1 og Interpsort, er ikke børsnoterte og kan dermed ikke benyttes i den komparative verdsettelsen. Den markedsbaserte verdsettelsen gjennomføres ved å sammenligne XXL med Dick's Sporting Goods, Under Armour, Foot Locker, Inc. og Clas Ohlson AB, som er børsnoterte selskaper fra USA og Sverige.

Fordelen med å sammenligne XXL med utenlandske, børsnoterte selskaper er at det finnes tilgjengelig markedsdata og tidligere publiserer årsrapporter. Dette gjør det enkelt å sammenligne nøkkeltallene i multippelanalysen. En ulempe er at de er utenlandske selskaper som opererer i flere og større markeder enn XXL.

I likhet med XXL har Foot Locker og Clas Ohlson flere butikker i Norge. Amerikanske Foot Locker selger hovedsakelig sportsutstyr på nett, men også i sine fysiske butikker i Norge og resten av verden. Clas Ohlson selger også sportsutstyr til forbrukere, til tross for at det utgjør en liten del av den totale omsetningen. Dick's Sporting Goods er den største sportsforhandleren i USA, og har i likhet med XXL fokus på å tilby mange ulike produkter fra forskjellige kjente merkevarer. Under Armour er foruten å være en amerikansk sportsforhandler også et kjent varemerke. I motsetning til XXL, selger de kun sitt eget merke.

De komparative selskapene tilbyr flere av de samme produktene som XXL. De tre amerikanske sportsforhandlerne er mye større enn XXL og Clas Ohlson, likevel er de alle detaljhandelsbedrifter i sportsbransjen. Dette betyr at de er sammenlignbare med XXL til tross for flere ulikheter.

8.2 Multiplerverdier

Tabell 8.1 er basert på selskapenes Q4-rapporter for regnskapsåret 2020. Aksjekursene er hentet fra Nordnet og Yahoo Finance den 18. mars. Markedsverdi, egenkapital, total omsetning og årsresultat er oppgitt i tusen kroner. Valutaomregninger fra SEK til NOK og USD til NOK er basert på DNB Markets valutakurser per 18.03.2021 klokken 09:00.

| | Markedsverdi | Bokført egenkapital | Total omsetning | Årsresultat | P/E | P/S | P/B | Antall aksjer | Kurs |
|-----------------------|--------------|---------------------|-----------------|-------------|-------|------|------|---------------|--------|
| Foot Locker | 35 562 402 | 21 005 662 | 67 994 470 | 4 170 554 | 8,53 | 0,52 | 1,69 | 103 280 000 | 344,33 |
| Clas Ohlson | 4 521 391 | 1 771 286 | 8 799 163 | 377 767 | 11,97 | 0,51 | 2,55 | 57 590 000 | 78,51 |
| Dick's Sporting Goods | 31 372 886 | 14 708 193 | 74 328 811 | 2 526 642 | 12,42 | 0,42 | 2,13 | 65 550 000 | 478,61 |
| Under Armour | 29 391 866 | 14 235 885 | 38 007 821 | -4 664 709 | N/A | 0,77 | 2,06 | 231 980 000 | 126,70 |
| Gjennomsnitt | 25 212 136 | 12 930 257 | 47 282 566 | 602 564 | 17,88 | 0,54 | 1,92 | 114 600 000 | 257,04 |
| XXL | 4 862 720 | 4 185 000 | 10 423 000 | 126 000 | 38,59 | 0,47 | 1,16 | 247 466 658 | 19,65 |

Tabell 8.1: Nøkkeltall i 1000 NOK (XXL ASA, 2020; Nordnet, 2021; Yahoo Finance, 2021)

Tabell 8.1 viser markedsverdi, bokført egenkapital, omsetning og årsresultat til XXL og de komparative bedriftene. Disse verdiene er brukt til å kalkulere P/E som viser forholdet mellom selskapets aksjekurs og årsresultat, P/S som viser forholdet mellom aksjekurs og omsetning, og P/B som viser forholdet mellom aksjekurs og egenkapital. Den komparative analysen vil benytte disse kalkulasjonene til å estimere XXL sin aksjepris.

8.2.1 P/E-multiplikator

XXL og de komparative selskapene har en gjennomsnittlig P/E på 17,88. Denne P/E-multiplikator gir XXL en estimert aksjeverdi på:

$$\text{Estimert aksjeverdi} = \frac{\left(\frac{P}{E} \times \text{Årsresultat}\right)}{\text{Antall aksjer}}$$

$$\text{Estimert aksjeverdi} = (17,88 \times 126\,000\,000) / 247\,466\,658 = 9,10$$

8.2.2 P/S-multiplikator

XXL og de komparative selskapene har en gjennomsnittlig P/S på 0,56. P/S-multiplikatoren gir en estimert verdi etter følgende formel:

$$\text{Estimert aksjeverdi} = \frac{\left(\frac{P}{S} \times \text{Total omsetning}\right)}{\text{Antall aksjer}}$$

$$\text{Estimert aksjeverdi} = (0,54 \times 10\,423\,000\,000) / 247\,466\,658 = 22,74$$

8.2.3 P/B-multiplikator

XXL og de komparative selskapene har en gjennomsnittlig P/B på 2,11 som gir en estimert verdi etter følgende formel:

$$\text{Estimert aksjeverdi} = \frac{\left(\frac{P}{B} \times \text{Balansført egenkapital}\right)}{\text{Antall aksjer}}$$

$$\text{Estimert aksjeverdi} = (1,92 \times 4\,185\,000\,000) / 247\,466\,658 = 32,47$$

8.3 Sammensetning markedsbasert analyse

Beregning av aksjeverdien baseres på et snitt av P/E-, P/S- og P/B-multiplikatorene. XXL har langt over gjennomsnittlig høy P/E-verdi. For de resterende multiplikatorene har XXL lavere verdier enn gjennomsnittet.

De estimerte multiplverdiene på P/E og P/B skiller seg vesentlig fra aksjekursen på 19,65 NOK den 18. mars 2021. Derimot er P/S-verdien svært nær den faktiske aksjekursen. Dersom de tre estimatene vektet likt vil den estimerte aksjeverdien bli:

$$\text{Estimert aksjeverdi} = (9,10 \text{ NOK} + 22,74 \text{ NOK} + 32,47 \text{ NOK}) / 3 = 21,44 \text{ NOK}$$

Den estimerte aksjeverdien er litt høyere enn reelle aksjekursen per 18. mars 2021. I løpet av 2021 har XXLs aksjepris beveget seg mellom 18 og 24 NOK, og den markedsbaserte verdsettelsen gir en svært lik aksjepris som XXLs virkelige aksjekurs. Den markedsbaserte verdsettelsen støtter også opp under den fundamentale verdsettelsen på 23,32 NOK.

9 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalyse har som hensikt å vise hvor følsom aksjeverdien er for små endringer i de estimerte variablene. Jo større usikkerhetsmoment i kontantstrømanalysen, desto mer usikkerhet knyttet til kursestimatet. Sensitivitetsanalysen vil fokusere på effekten av endringer i WACC, EBITDA og beta.

9.1 Sensitivitetsanalyse WACC

Tabell 9.1 viser at aksjeverdien er følsom for mindre endringer i WACC. Endringen i pris utgjør på det meste over 6 kr for en økning i WACC på 0,5%. Forskjellen mellom aksjeprisene er ca. 12-17%. Det hersker derfor relativt stor usikkerhet rundt beregnet aksjepris siden aksjeprisen er svært sensitiv for endringer i WACC.

| WACC | Aksjepris i NOK |
|--------------|-----------------|
| 7,04% | 23,32 |
| 5% | 41,99 |
| 5,50% | 35,84 |
| 6% | 30,92 |
| 6,50% | 26,9 |
| 7% | 23,56 |
| 7,50% | 20,74 |
| 8% | 18,32 |
| 8,50% | 16,23 |
| 9% | 14,4 |
| 9,50% | 12,79 |
| 10% | 11,36 |

Tabell 9.1: Endringer i aksjepris ved 0,5% endring i WACC

9.2 Sensitivitetsanalyse EBITDA

Tabell 9.2 viser hvor følsom aksjeprisen til XXL er ved endringer på 5% i EBITDA.

Endringen i EBITDA medfører en endring i aksjepris på ca. 2-3 kr. XXLs aksjepris er derfor mindre sensitiv ovenfor endring i EBITDA fremfor avkastningskrav.

| Sensitivitet EBITDA | Aksjepris |
|---------------------|-----------|
| -10% | 19,39 |
| -5% | 21,36 |
| +5% | 25,28 |
| +10% | 27,24 |

Tabell 9.2: Endringer i aksjepris ved 5% endring i EBITDA

9.3 Sensitivitetsanalyse beta

Tabell 9.3 viser hvor følsom aksjeprisen er ved en endring på 5% i betaverdi. Ved kalkulering av opprinnelig aksjepris er det brukt en beta på 1,64. Det fremgår av tabellen at aksjekursen ikke er særlig sensitiv for endring i betaverdi. Endringen utgjør ca. 2 kr for en endring i beta på 5%.

| Endring Beta | Ny Beta | Aksjepris |
|--------------|---------|-----------|
| -15% | 1,39 | 28,66 |
| -10% | 1,48 | 26,76 |
| -5% | 1,56 | 24,96 |
| 5% | 1,72 | 21,87 |
| 10% | 1,8 | 20,48 |
| 15% | 1,89 | 19,19 |

Tabell 9.3: Endringer i aksjepris ved 5% endring i beta

9.4 Scenarioanalyse

For å forstå usikkerhet i prognosene for den eksplisitte perioden vil det være gunstig å gjennomføre en scenarioanalyse. For å tydeliggjøre usikkerheten knyttet til ulike parametere kan man gjennomføre ulike simuleringer, som for eksempel en Monte Carlo-simulering. Usikkerheten i XXLs fremtidige kontantstrømmer skal vises gjennom ulike scenarioer. Den allerede simulerte prognosen og aksjeprisen er basert på det mest sannsynlige scenarioet, nemlig et base case scenario. Det vil videre simuleres to alternative utfall. Det første er et bear case scenario og det andre er et bull case scenario. De tenkte scenarioene forutsetter endringer i driftsinntekter og -kostnader hovedsakelig, som igjen vil påvirke investeringer, arbeidskapital og avskrivninger. Avkastningskravet holdes konstant for de ulike scenarioene.

Bear market scenario

I dette scenarioet antas det at inntektsveksten vil avta samtidig som driftsmarginene vil være tøffe. Grunnet økende konkurranse fra nettaktører og butikker med bredt vareutvalg vil XXL miste markedsandeler, som vil gi utslag i lav inntektsvekst. For å kompensere for reduserte markedsandel vil XXL selge varer for en lavere pris. I et forsøk på å bedre likviditeten og nedbetale gjeld reduseres kapitalbindingen, og investeringsnivået senkes betraktelig. Med en svekket drift av forretningen vil XXLs posisjon overfor leverandører reduseres, slik at innkjøpsprisene blir høyere. Resultatet av lavere inntektsvekst og høyere innkjøpspriser vil naturlig nok føre til svakere kontantstrømmer og et mer dystert fremtidsbilde. Tabell 9.4 viser prognosene for fremtidige kontantstrømmer i et bear market scenario. I tillegg til den eksplisitte perioden justeres vekstfaktoren (g) ned til 0,5%.

| tall i hele tusen | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | Terminalverdi |
|--------------------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| Driftsinntekter | 10 423 000 | 10 000 000 | 10 300 000 | 10 506 000 | 10 768 650 | 10 984 023 | |
| Driftskostnader | | 9 357 909 | 9 795 720 | 10 124 971 | 10 331 630 | 10 517 015 | |
| EBITDA | 1 117 000 | 642 091 | 504 280 | 381 029 | 437 020 | 467 008 | |
| Avskrivninger | 753 000 | 780 000 | 834 600 | 893 022 | 955 534 | 1 022 421 | |
| EBITA | 364 000 | -137 909 | -330 320 | -511 993 | -518 513 | -555 412 | |
| Skatt 22% | 80 080 | -30 340 | -72 670 | -112 638 | -114 073 | -122 191 | |
| NOPLAT | 283 920 | -107 569 | -257 649 | -399 355 | -404 440 | -433 222 | |
| Avskrivninger | 753 000 | 780 000 | 834 600 | 893 022 | 955 534 | 1 022 421 | |
| Investeringer | | -200 000 | -220 000 | -250 000 | -200 000 | -210 000 | |
| Økning arbeidskapital | 537 000 | 40 000 | 27 000 | -86 520 | 21 012 | 17 230 | |
| FCF | 499 920 | 432 431 | 329 951 | 330 187 | 330 081 | 361 969 | 5 562 373 |
| Terminalverdi diskontert | 3 958 490 | | | | | | |

Tabell 9.4: Prognose for bear market scenario

Bull market scenario

I et bull case scenario legges det til grunn en fortsettelse av veksten XXL har sett under koronapandemien. Spesielt XXLs vekst innenfor netthandel vil fortsette å øke på bekostning av konkurrerende nettaktører. XXL vil fortsette å kapre markedsandeler og utnytte sine

stordriftsfordeler, hvilket igjen bidrar til sunnere drift og forbedrede innkjøpsavtaler. Omløpshastigheten på varene er høy og varelageret reduseres, som fører til en lavere kapitalbinding. Naturligvis øker XXLs driftsresultat og mer midler er tilgjengelig for investeringer og ekspansjon utenfor Norge. Inntekstveksten og driftsoverskuddet gir utslag i høyere kontantstrømmer og følgelig en høyere selskapsverdi enn i base case scenarioet. Tabell 9.5 viser prognosene for fremtidige kontantstrømmer i et bull market scenario. Vekstfaktoren (g) utover den eksplisitte perioden oppjusteres til 1,5%.

| tall i hele tusen | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | Terminalverdi |
|--------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------|
| Driftsinntekter | 10 423 000 | 10 500 000 | 10 815 000 | 11 193 525 | 11 529 331 | 11 817 564 | |
| Driftskostnader | | 9 268 899 | 9 670 957 | 9 995 218 | 10 301 338 | 10 626 955 | |
| EBITDA | 1 117 000 | 1 231 101 | 1 144 043 | 1 198 307 | 1 227 992 | 1 190 609 | |
| Avskrivninger | 753 000 | 850 000 | 977 500 | 1 104 575 | 1 237 124 | 1 360 836 | |
| EBITA | 364 000 | 381 101 | 166 543 | 93 732 | -9 132 | -170 228 | |
| Skatt 22% | 80 080 | 83 842 | 36 639 | 20 621 | -2 009 | -37 450 | |
| NOPLAT | 283 920 | 297 258 | 129 903 | 73 111 | -7 123 | -132 778 | |
| Avskrivninger | 753 000 | 850 000 | 977 500 | 1 104 575 | 1 237 124 | 1 360 836 | |
| Investeringer | | -320 000 | -340 000 | -370 000 | -320 000 | -330 000 | |
| Økning arbeidskapital | 537 000 | 190 000 | 247 800 | 381 229 | -295 509 | 152 764 | |
| FCF | 499 920 | 637 258 | 519 603 | 426 457 | 1 205 510 | 745 295 | 13 654 774 |
| Terminalverdi diskontert | 9 717 488 | | | | | | |

Tabell 9.5: Prognose for bull market scenario

I tabell 9.6 oppsummeres de ulike utfallene i scenarioanalysen og de tilhørende aksjeprisene. Aksjeprisen er i sin helhet særdeles sensitiv for de ulike scenarioene som potensielt kan utspille seg.

| | Bear | Base | Bull |
|--------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| EV | 5 428 724 121 | 8 730 379 599 | 12 562 759 875 |
| Netto rentebærende gjeld | (2 844 000 000) | (2 844 000 000) | (2 844 000 000) |
| Verdi av egenkapital | 2 584 724 121 | 5 886 379 599 | 9 718 759 875 |
| Antall aksjer | 252 436 658 | 252 436 658 | 252 436 658 |
| Aksjepris | 10,24 | 23,32 | 38,50 |

Tabell 9.6: Oppsummering av scenarioanalysen

10 Konklusjon

Formålet med oppgaven har vært å gjennomføre en fundamental verdsettelse av XXL. Basert på problemstillingen «hva er den fundamentale aksjeverdien til XXL ASA den 31.12.2020?» har vi kommet frem til en fundamental aksjeverdi på 23,32 NOK. I tillegg til å gjennomføre en fundamental verdsettelse har det også blitt utført en markedsbasert verdsettelse. Den markedsbaserte verdsettelsen gir en aksjepris på 21,44 NOK og støtter opp under den fundamentale verdsettelsen av XXL.

Den strategiske analyse viser til at XXL har en solid posisjon som en markedsledende sportskjede i Norden. Sportsbransjen er preget av høy konkurranse og økende trusler fra både nettaktører og butikker med bredt varesortiment. Det er verdt å bemerke seg at til tross for koronapandemiens påvirkning på økonomien har aldri sportsbransjen hatt høyere omsetning enn i 2020. Det hersker likevel tvil om denne veksten kan vedvare i årene fremover.

Den faktiske aksjekursen ved årsslutt 2020 er 19,31 NOK. Sammenlignet med den fundamentale aksjeverdien vi har kommet frem til på 23,32 NOK, tyder det på at XXL er svakt underpriset etter våre beregninger.

11 Avgrensninger ved oppgaven

Semesteroppgaven i finansiell styring utgjør 7,5 studiepoeng, altså $\frac{1}{4}$ av alle studiepoengene i løpet av et semester. Siden den ikke utgjør mer av en studieplan medføres det en begrensning i hvor mye vi går i dybden på selskapet. Det kunne eksempelvis vært mer fokus på varehusene i utlandet og deres utvikling.

Oppgaven er skrevet over en tidsperiode på fire måneder, noe som kan ha endret deler av forutsetningen for oppgaven. Siden oppgavestart har XXL gitt ut Q4 for 2020, som vi valgte å se bort i fra tidlig, men senere inkluderte i oppgaven. Koronapandemien fortsetter å prege samfunnet, og det hersker derfor ekstra stor usikkerhet rundt fremtiden.

Den komparative verdsettelsen kan være litt manglende da flere av konkurrentene til XXL ikke er børsnoterte. Til tross for manglende sammenligningsgrunnlag gir den komparative verdsettelsen en realistisk pekepinn på aksjeverdien til XXL.

Videre forskning bør inneholde ytterligere fokus på markedene utenfor Norge og gjerne ha et mer konkret utgangspunkt for verdensøkonomien etter pandemien.

12 Kilder

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill/Irwin

Dahl, M. (2017a). Konkurrenter hardner til i Østerrike. Hentet fra:

<https://sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/konkurransen-hardner-til-i-osterrike>

Dahl, M. (2017b). XXL vokser mest i Sverige. Hentet fra:

<https://sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/xxl-vokser-mest-i-sverige>

Dalen, H. B. (2019, 30. oktober). Styrketrening stadig mer populært. Hentet fra:

<https://www.ssb.no/kultur-og-fritid/artikler-og-publikasjoner/styrketrening-stadig-mer-populaert>

Handelshøyskolen BI. (2020). Norsk Kundebarometer. Hentet fra:

<https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/bransjeresultater-2020/>

Hatlo, M. (2019, 9. juni). Ingen vil si hvor mye de betaler tekstilarbeiderne. *Dagbladet*.

Hentet fra: <https://www.dagbladet.no/nyheter/ingen-vil-si-hvor-mye-de-betaler-tekstilarbeiderne/71156381>

Hegnar, T. (2014, 25. oktober). XXL vokser mest i verden. *Finansavisen*. Hentet fra:

<https://finansavisen.no/nyheter/boers-finans/2014/10/xxl-vokser-mest-i-verden>

Johnson, G., Whittington, R. & Scholes, K. (2008). *Explorating Strategy* (8. utg). Essex: Pearson Education

Johnson, G., Whittington, R. & Scholes, K. (2011). *Explorating Strategy* (9. utg). Essex: Pearson Education

Jordheim, H. M. (2020, 23. februar). XXL må rydde opp etter tilsyn: – Bruddene er å anse som alvorlige. *E24*. Hentet fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/kJzdd9/xxl-maa-rydde-opp-etter-tilsyn-bruddene-er-aa-anse-som-alvorlige>

Kaldestad, Y., & Møller, B. (2011). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Fagbokforlaget

Kristoffersen, T. (2016). *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring* (5. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.

Krokfjord, T. P. & Oksnes, B. J. (2019, 17. november). Babyer dør. Menn får pupper.

Dagbladet. Hentet fra: <https://www.dagbladet.no/sport/babyer-dor-menn-far-pupper/71809211>

Michalsen, G. L. (2019, 28. juni). XXL-kulturen trenger en ekstrem oppussing. *E24*. Hentet

fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/70x4VK/xxl-kulturen-trenger-en-ekstrem-oppussing>

Morningstar. (2021). XXL ASA. Hentet fra:

[http://lt.morningstar.com/gj8uge2g9k/stockprofile/default.aspx?SecurityToken=0P00014DMD311JE0EXG\\$XSTO_3110&externalidexchange=EX\\$\\$\\$\\$XSTO&LanguageId=en-GB&CurrencyId=BAS&ClearXrayPortfolioManagerApiInputData=true&xid=NO0010716863](http://lt.morningstar.com/gj8uge2g9k/stockprofile/default.aspx?SecurityToken=0P00014DMD311JE0EXG$XSTO_3110&externalidexchange=EX$$$$XSTO&LanguageId=en-GB&CurrencyId=BAS&ClearXrayPortfolioManagerApiInputData=true&xid=NO0010716863)

Newth, M. & Solem, L. K. (2020, 4. mars). Forbrukertilsynet ut mot XXLs lagertømming-kampanje: – Lovstridig. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra:

<https://www.dn.no/handel/xxl/forbrukertilsynet/forbrukertilsynet-ut-mot-xxls-lagertomming-kampanje-lovstridig/2-1-767205>

Newth, M. (2021, 26. februar). Kraftig vekst for sportskjedene i 2020: – Det er så mye folk der ute at det er helt enormt. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra: <https://www.dn.no/handel/norsk-sportsbransjeforening/sport-holding/sportsbutikker/kraftig-vekst-for-sportskjedene-i-2020-det-er-sa-mye-folk-der-ute-at-det-er-helt-enormt/2-1-970725>

Nissen-Meyer, J. (2014, 3. oktober). XXL-gründeren til IE24: - Du må ikke være for glad i pengene dine. *E24*. Hentet fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/oRoblm/xxl-grunderen-til-e24-du-maa-ikke-vaere-for-glad-i-pengene-dine>

Nordnet. (2021, 18. mars). Clas Ohlson. Hentet den 18. mars 2021 fra:

<https://www.nordnet.no/market/stocks/16100367-clas-ohlson-b>

Nordnet. (2021, 18. mars). Dick's Sporting Goods. Hentet den 18. mars 2021 fra:

<https://www.nordnet.no/market/stocks/16121033-dicks-sporting-goods>

Nordnet. (2021, 18. mars). Foot Locker. Hentet den 18. mars 2021 fra:

<https://www.nordnet.no/market/stocks/16121303-foot-locker>

Nordnet. (2021, 18. mars). Under Armour. Hentet den 18. mars 2021 fra:

<https://www.nordnet.no/market/stocks/16123233-under-armour>

Nordnet. (2021, 18. mars). XXL. Hentet den 18. mars 2021 fra:

<https://www.nordnet.no/market/stocks/16325339-xxl>

Norges Bank. (2020). Valutakurser. Hentet fra: [https://www.norges-](https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=EUR)

[bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=EUR](https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=EUR)

Norges Bank. (2021a) Styringsrenten. Hentet fra: [https://www.norges-](https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/)

[bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/](https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/)

Norges Bank. (2021b). Statsobligasjoner daglige noteringer. Hentet fra: [https://www.norges-](https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/)

[bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/](https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/)

Norsk Sportsbransjeforening (2020, 24. februar). Variert salg blant sportskjedene og

butikkene i 2019. Hentet fra: [https://sportsbransjen.no/nyhetsarkiv/varierte-salg-blant-](https://sportsbransjen.no/nyhetsarkiv/varierte-salg-blant-sportkjedene-og-butikkene-i-2019)

[sportkjedene-og-butikkene-i-2019](https://sportsbransjen.no/nyhetsarkiv/varierte-salg-blant-sportkjedene-og-butikkene-i-2019)

Norsk Sportsbransjeforening (2021a, 26. februar). Kraftig vekst for sportskjedene i 2020.

Hentet fra: <https://sportsbransjen.no/nyhetsarkiv/kraftig-vekst-for-sportskjedene-i-2020>

Norsk Sportsbransjeforening. (2021b, 15. mars). Nær dobbelt salg av sport- og fritidsutstyr på

nett. Hentet fra: [https://sportsbransjen.no/nyhetsarkiv/naer-dobbel-salg-av-sport-og-](https://sportsbransjen.no/nyhetsarkiv/naer-dobbel-salg-av-sport-og-fritidsutstyr-pa-nett)

[fritidsutstyr-pa-nett](https://sportsbransjen.no/nyhetsarkiv/naer-dobbel-salg-av-sport-og-fritidsutstyr-pa-nett)

Næringslivets Hovedorganisasjon. (2019, 25. mars). 2 av 3 forbrukere har blitt mer

miljøbevisste. Hentet fra: [https://www.nhosh.no/bransjer/handel2/nyheter/2019/2-av-3-](https://www.nhosh.no/bransjer/handel2/nyheter/2019/2-av-3-forbrukere-er-blitt-mer-miljobevisste/)

[forbrukere-er-blitt-mer-miljobevisste/](https://www.nhosh.no/bransjer/handel2/nyheter/2019/2-av-3-forbrukere-er-blitt-mer-miljobevisste/)

Næringslivets Hovedorganisasjon. (2020, 27. mai). Tall og trender 2020: Handel. Hentet fra:

[https://www.nhosh.no/tall-og-fakta/tall-og-trender/tall-og-trender-2020/handel-tall-og-](https://www.nhosh.no/tall-og-fakta/tall-og-trender/tall-og-trender-2020/handel-tall-og-trender-2020/#part6)

[trender-2020/#part6](https://www.nhosh.no/tall-og-fakta/tall-og-trender/tall-og-trender-2020/handel-tall-og-trender-2020/#part6)

Oyier, B. (2020, 25. november). Innenlandsreiser økte kraftig i 3. kvartal. Hentet fra:

[https://www.ssb.no/transport-og-reiseliv/artikler-og-publikasjoner/innenlandsreiser-okte-](https://www.ssb.no/transport-og-reiseliv/artikler-og-publikasjoner/innenlandsreiser-okte-kraftig-i-3.kvartal)

[kraftig-i-3.kvartal](https://www.ssb.no/transport-og-reiseliv/artikler-og-publikasjoner/innenlandsreiser-okte-kraftig-i-3.kvartal)

PWC. (2020). Risikopremien i det norske markedet. Hentet fra:

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2020.pdf>

Proff.no. (2021). XXL ASA. Hentet fra: [https://proff.no/selskap/xxl-](https://proff.no/selskap/xxl-asa/oslo/hovedkontortjenester/IGGKV5A10NZ/)

[asa/oslo/hovedkontortjenester/IGGKV5A10NZ/](https://proff.no/selskap/xxl-asa/oslo/hovedkontortjenester/IGGKV5A10NZ/)

Regjeringen. (2021). Skatter og avgifter. Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2021/id2767458/>

Riaz, W. (2016, 12. juni). Netthandel vil gi enda mer impulsjøp. *Aftenposten*. Hentet fra:

<https://www.aftenposten.no/okonomi/i/g6k5/netthandel-vil-gi-enda-mer-impulskjoep>

Ripegutu, H. (2020, 7. februar). XXL med ny strategi: Kaster ut leverandører. *Nettavisen*.

Hentet fra: <https://www.nettavisen.no/okonomi/xxl-med-ny-strategi-kaster-ut-leverandorer/s/12-95-3423920917>

Rydne, N., Solem, L. K., Solgård, J. & Christensen, J. (2020, 20. februar).

Sportsutstyrskjeden Gresvig er konkurs: – Dagens kostnadsnivå er rett og slett ikke tilpasset markedsf forholdene. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra:

<https://www.dn.no/handel/sportsutstyrskjeden-gresvig-er-konkurs-dagens-kostnadsniva-er-rett-og-slett-ikke-tilpasset-markedsforholdene/2-1-748917>

Rydning, H. & Haider, S. (2017, 11. juli). Avkastningskrav i lavrentetider. Hentet fra:

<https://www.bdo.no/nb-no/bloggen/avkastningskrav-i-lavrentetider>

Senneset, I. (2019, 1. juni). Klesindustrien står for større utslipp enn fly og skip. Og vi nordmenn kaster tonnevis av ubrukte klær. *Aftenposten*. Hentet fra:

<https://www.aftenposten.no/norge/i/9vrE8d/fn-rapport-klesindustrien-staar-for-stoerre-utslipp-enn-fly-og-skip>

Skirstad, O. H. (2021). Sport1 Gruppen. Hentet fra: <https://sport1.no/om-oss/om-sport-1-gruppen/>

Skjerven, B. (2019, 9. september). Bråstopp for nettbutikker. Hentet fra:

<https://sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/brastopp-for-nettbutikker>

Solberg, E., Solem, L. K. & Kaspersen, L. (2019, 20. februar). Knallhard kamp om kundene i sportsbransjen:- Det er en vill krig der ute. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra:

<https://www.dn.no/handel/xxl/nike/sportamore/knallhard-kamp-om-kundene-i-sportsbransjen-det-er-en-vill-krig-der-ute/2-1-547956>

Statistisk sentralbyrå. (2020). Månedlig volumendring i BNP. Hentet fra:

<https://www.ssb.no/nasjonaltregnskap-og-konjunkturer/faktaside/norsk-okonomi>

Statistisk sentralbyrå. (2021, 21 april). Omsetning varehandel. Hentet fra:

<https://www.ssb.no/varehandel-og-tjenesteyting/statistikker/vroms>

Statistisk sentralbyrå. (2019, 5. desember). Sykefravær 3. kvartal. Hentet fra:

<https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/statistikker/sykefratot/kvartal/2019-12-05>

TV2. (2016). Stor pristest mellom XXL og G-Sport/G-MAX. Hentet fra:

<https://www.tv2.no/v/1032110/>

USCIB. (2021). Value added tax rates by country. Hentet fra: <https://www.uscib.org/value-added-tax-rates-vat-by-country/>

xxlasa.com. (2021a). Our Business. Hentet fra: <http://www.xxlasa.com/corporate/about/our-business/>

xxlasa.com. (2021b). History. Hentet fra: <http://www.xxlasa.com/corporate/history/>

XXL ASA. (2020). XXL Annual report 2019. Hentet fra: <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2020/04/XXL-ASA-Annual-Report-2019.pdf>

XXL ASA. (2021). XXL Interim report Q4 2020. Hentet fra: <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2021/02/XXL-ASA-Interim-report-Q4-2020.pdf>

XXL. (2021a). XXLs kundefordeler – for din trygghet. Hentet fra:

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

XXL. (2021b). Velkommen til XXL sport og villmark. Hentet fra:

<https://www.xxl.no/tips/om-xxl/dette-er-xxl>

Yahoo Finance. (2021, 18. mars). Foot Locker, Inc. Hentet den 18. mars 2021 fra:

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

Yahoo Finance. (2021, 18. mars). Clas Ohlson AB. Hentet den 18. mars 2021 fra:

<https://finance.yahoo.com/quote/CLAS-B.ST/key-statistics?p=CLAS-B.ST>

Yahoo Finance. (2021, 18. mars). DICK'S Sporting Goods, Inc. Hentet den 18. mars 2021

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

Yahoo Finance. (2021, 18. mars). Under Armour, Inc. Hentet den 18. mars 2021 fra:

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

Yahoo Finance. (2021, 18. mars). XXL ASA. Hentet den 18. mars 2021 fra:

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

