

Jonas Lie Kringstad
Hallstein Bondhus Often

Verdsettelse av XXL ASA

Valuation of XXL ASA

Bacheloroppgave i Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon
Veileder: Emil Gustafsson
April 2023

Jonas Lie Kringstad
Hallstein Bondhus Often

Verdsettelse av XXL ASA

Valuation of XXL ASA

Bacheloroppgave i Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon
Veileder: Emil Gustafsson
April 2023

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen

Forord

Denne semesteroppgaven markerer vår avsluttende del av bachelorstudiet i Økonomi og Administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen. Vi har valgt å fordype oss i finansiell styring fordi dette virket interessant og nærliggende for oss. I denne retningen skal man utføre en verdsettelse av et børsnotert selskap på Oslo Børs. Vi vurderte mange ulike kandidater, men valget falt til slutt på XXL ASA. Dette skyldes at vi ønsket et nærmere innblikk i sport- og friluftsbansjen. XXL har i tillegg vært mye omtalt i mediene grunnet noen turbulente år.

I oppgaven benytter vi oss av kunnskap om strategi, regnskap og finans. Dette er kunnskap vi har tilegnet oss gjennom 3 år på bachelorstudiet. Denne semesteroppgaven har stilt krav til ulike egenskaper som samarbeid, planlegging og gjennomførelse. Vi har lært mye om XXL og dens bransje, samt hvordan man verdsetter et selskap.

Vi vil tilslutt takke vår veileder Emil Gustafsson for konstruktive tilbakemeldinger og god oppfølging.

NTNU Handelshøyskolen, Trondheim, april 2023.

Sammendrag

Vi har utført en verdsettelse av XXL ASA som vår semesteroppgave på bachelorstudiet økonomi og administrasjon. Vi valgte problemstillingen: *“Hva er aksjekursen til XXL ASA verdt den 31.12.2022?”*. Vi har forsøkt finne ut om XXL ASA er underpriset, korrekt priset eller overpriset ved bruk av tilegnet kunnskap gjennom 3 år på bachelorstudiet. For å kunne løse oppgaven har vi analysert data fra XXL og bransjen.

I den strategiske analysen har vi brukt VRIO-, PESTEL- og Porters femkraftsmodell, med en oppsummering i form av en SWOT-analyse. Vi observerte at XXL er markedsleder marginalt foran Sport 1, der XXL har tapt markedsandeler de siste årene. Bransjen preges av sterk konkurranse og derfor må XXL benytte seg av sine konkurransefortrinn om de skal kunne klare å ta tilbake markedsandeler.

For å kalkulere den fundamentale verdien til XXLs aksjepris har vi estimert fremtidige kontantstrømmer basert på regnskapsanalysen og en subjektiv vurdering. Disse kontantstrømmene har vi diskontert i en nåverdimodell for å beregne aksjekursen til selskapet 31.12.2022. Aksjeprisen vi fant var på 8,07 kr per aksje. Dette er nesten det dobbelte av den reelle aksjeprisen på 3,82 kr per aksje. Våre analyser tyder derfor på at XXL er underpriset.

Vi utførte også en markedsbasert verdsettelse ved å sammenligne XXL med andre utenlandske selskaper som opererer i samme bransje. Vi valgte å sammenligne XXL med Under Armour, Foot Locker og Frasers Group. Denne analysen verdsatte XXLs aksjepris til 11,93 kroner. Dette er omtrent det trippelte av den reelle aksjeprisen og indikerer derfor at XXL er underpriset. Det er imidlertid vesentlig å understreke at verdsettelseanalysene har knyttet stor usikkerhet til seg.

Til slutt gjennomførte vi en sensitivitetsanalyse som går ut på å finne ut hvilke endringer i ulike verdier som påvirker aksjekursen mest. Vi fant ut at endringer EBITDA var det som påvirket aksjekursen i størst grad. Derfor bør hovedfokus til XXL ligge på å øke driftsinntekter og redusere kostnader, dersom de ønsker en økning i aksjekursen.

Abstract

We have executed a valuation of XXL ASA as our semester project in the bachelor's degree program in economics and administration. We wanted to find out the value of the stock price of XXL ASA was worth on 31.12.2022. We have tried to determine whether XXL ASA is underpriced, reasonably priced, or overpriced using the knowledge gained through 3 years in the bachelor's program. We have analyzed data from XXL and the industry to solve the task.

In the strategic analysis, we used the VRIO, PESTEL, and Porter's Five Forces model, with a summary in the form of a SWOT analysis. We have observed that XXL is the market leader, marginally ahead of Sport 1, where XXL has lost market share in recent years. The industry is characterized by intense competition, and therefore XXL must use its competitive edges to regain market shares.

We have estimated future cash flows based on the financial statement analysis and a subjective assessment to calculate the fundamental value of XXL's stock price. We discounted these cash flows in a net present value model to determine the company's stock price on 31.12.2022. The stock price we discovered was 8.07 NOK per share. This is nearly double the actual stock price of 3.82 NOK per share. Our analyses, therefore, suggest that XXL is underpriced.

We also performed a market-based valuation by comparing XXL to other foreign companies operating in the same industry. We compared XXL with Under Armour, Foot Locker, and Frasers Group. This analysis valued XXL's stock price at 11.93 NOK. This is roughly triple the actual stock price and indicates that XXL is underpriced. However, it is critical to emphasize that there is considerable uncertainty associated with the valuation analyses.

Finally, we conducted a sensitivity analysis to determine which value changes significantly impact the stock price. We found that changes in EBITDA had the most significant effect on the stock price. Therefore, XXL's primary focus should be on increasing operating revenues and reducing costs if they desire to see an increase in their stock price.

Innholdsfortegnelse

Forord	1
Sammendrag	2
Abstract	3
1. Innledning	6
2. XXL og Sportsbransjen	7
2.1 Om XXL	7
2.2 Historie	7
2.3 Konkurrenter og bransjen	8
3. Strategisk Analyse	9
3.1 Valg av analyse	9
3.2 VRIO	9
3.2.1 Varehus	10
3.2.2 Logistikk	11
3.2.3 Omdømme	12
3.2.4 Organisasjonskultur, ansatte og ledelse:	13
3.2.5 Oppsummering VRIO	15
3.3 PESTEL	16
3.3.1 Politiske faktorer:	16
3.3.2 Økonomiske faktorer:	16
3.3.3 Sosiokulturelle faktorer:	17
3.3.4 Teknologiske faktorer:	17
3.3.5 Miljømessige faktorer:	18
3.3.6 Lovmessige faktorer:	18
3.4 Porters femfaktormodell:	19
3.4.1 Trussel fra nyetableringer:	19
3.4.2 Kundenenes forhandlingsstyrke:	19
3.4.3 Leverandørenes forhandlingsstyrke:	20
3.4.4 Trussel fra substitutter:	21
3.4.5 Rivalisering i bransjen	21
3.4.6 Oppsummering Porters femfaktormodell:	22
3.5 SWOT:	22
4. Regnskapsanalyse	24
4.1 Resultatregnskap	24
4.2 Balanseregnskapet	25
4.3 Likviditet	25
4.4 Finansiering	26
4.5 Soliditet	27
4.6 Lønnsomhet	28
5. Fremtidig Kontantstrøm	29
5.1 Driftsinntektene	29

5.2 Driftskostnadene	30
5.3 Avskrivninger	32
5.4 Arbeidskapital	32
5.5 Anleggsmidler	33
6. Avkastningskrav	34
6.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)	34
6.2 Risikofri rente	34
6.3 Egenkapitalbeta	35
6.4 Markedets risikopremie	35
6.5 WACC	36
7. Diskontering av Kontantstrømmer	37
8. Markedsbasert Verdsettelse	39
8.1 Valg av komparative selskaper og multiplikatorer	39
8.2 Multipelverdier	39
8.3 P/E-multiplikator	40
8.4 P/S-multiplikator	40
8.5 P/B-multiplikator	40
8.6 Oppsummering markedsbasert verdsettelse	41
9. Sensitivitetsanalyse	42
9.1 Sensitivitetsanalyse EBITDA	42
9.2 Sensitivitetsanalyse WACC	43
9.3 Sensitivitetsanalyse beta	43
9.4 Oppsummering Sensitivitetsanalyse	44
10. Konklusjon	45
11. Tabell- og figurliste	47
12. Kildeliste	48

1. Innledning

I det norske forbrukermarkedet besitter XXL en ledende posisjon innen fritidsartikler og sportsutstyr. Men til tross for dette har XXLs omdømme lidd av negative nyhetsoppslag, og aksjekursen til virksomheten har vært inne i en negativ trend over flere år. Selskapet opplevde en opptur under covid-19 pandemien, grunnet denne økte friluftsjnteresser i landet. XXL leverte dermed bra resultater i 2020 og 2021, men i 2022 leverte selskapet et av sine dårligste resultater på mange år. Uten hjelp av covid-19 pandemien ser det ut til at XXL fortsetter den negative trenden den hadde før pandemien. Vi ønsker å analysere XXL og finne ut om selskapet er i stand til å snu denne negative trenden.

Vi har valgt følgende problemstilling: *Hva er aksjekursen til XXL ASA verdt den 31.12.2022?*

I denne besvarelsen vil vi benytte oss av offentlig tilgjengelig informasjon om XXL ASA og selskapets bransje. Analysen vil primært basere seg på årsrapporter og kvartalsrapporter fra XXL fra 2017 til 2022. Analysene vil hovedsakelig fokusere på det norske markedet. Innledningsvis vil oppgaven kort presentere XXL og sportsbransjen for å sette rammene for verdsettelsen. I kapittel 3 gjennomfører vi en strategisk analyse av selskapet for å finne XXLs konkurransefortrinn og posisjon i markedet.

I kapittel 4 utfører vi en regnskapsanalyse for å forstå XXL sin økonomiske situasjon. Basert på regnskapsanalysen gjennomfører vi en prognose for fremtidige kontantstrømmer i kapittel 5. Denne vil primært basere seg på historiske data, men vi har også gjort noen subjektive vurderinger. I kapittel 6 kalkulerer vi avkastningskravet som skal benyttes for å diskontere de fremtidige kontantstrømmene. Dette kravet vil bli benyttet i kapittel 7, der vi neddiskonterer de fremtidige kontantstrømmene for å finne XXLs nåverdi og aksjeverdi. I kapittel 8 gjennomfører vi en markedsbasert verdsettelse, der vi setter XXL opp imot andre selskaper i sportsbransjen for å få en bedre forståelse rundt selskapets verdi. I kapittel 9 vil vi tilslutt utføre en sensitivitetsanalyse for å se hvilke endringer og ulike forutsetninger i nøkkelvariabler vil påvirke vår vurdering av XXLs verdi.

2. XXL og Sportsbransjen

2.1 Om XXL

XXL er en sportsforhandler grunnlagt i 2000 med varehus i Norge, Sverige og Finland. Selskapet opererer også i Danmark, men her utelukkende via nettbaserte bestillingløsninger. Selskapet har tidligere også hatt butikker i Østerrike. XXL er Nordens største sportsforhandler på nett. XXLs visjon er å bli den foretrukne destinasjonen for sport og friluftsliv i Europa (XXL, 2019). XXL satser på store varehus med et bredt vareutvalg til konkurransedyktige priser.

2.2 Historie

XXL ble grunnlagt i 2000 av Øivind Tidemandsen og broren Tore. Året etter åpnet de sin første butikk i Oslo sentrum. Tidemandsen er en suksessfull gründer og har vært med på å etablere både Elkjøp og møbelkjeden Living (Sørheim og Lorentzen, 2014). Butikken ble en stor suksess, og det tok ikke lang tid før det ble ytterligere ekspansjon. Allerede i 2007 nådde XXL en markedsandel på 10% med sine nå åtte butikker. I 2010 var det duket for åpning av første butikk i Sverige. Etter dette har det gått slag i slag med milepæler. I 2011 ble det første sentrallageret etablert ved Gardermoen. I 2013 ble XXL markedsledende i Norge med en markedsandel på 24%, samtidig som sentrallager for distribusjon i EU ble etablert i Sverige. I 2014 ble selskapet notert på Oslo Børs samtidig som de åpnet sin første butikk i Finland. Året etterpå var XXL også størst i Norden. I 2017 bikket XXL en markedsandel på 30% i Norge og åpnet sin første butikk i Østerrike, noe som skulle vise seg å ikke bli en suksess. I 2019 gjorde XXL sitt første oppkjøp, da West System Norge AS, en nisjeaktør innenfor vannsport, ble kjøpt opp. I 2020 passerte omsetningen for første gang 10 milliarder norske kroner. I 2021 ble også det første sentrallageret etablert i Østerrike, kun ett år før beslutningen om å trekke seg ut av Østerrike ble fattet. Ved utgangen av 2021 hadde selskapet 5789 ansatte (XXL, 2022).

2.3 Konkurrenter og bransjen

Selv om XXL opererer over hele Norden, vil vi i all hovedsak konsentrere oss om det norske markedet når vi snakker om sportsbransjen generelt, markedsandeler og konkurransesituasjonen som helhet. I dette avsnittet vil vi presentere en kort oversikt over konkurransesituasjonen i markedet og fremtidsutsiktene for bransjen. Vil vi gå nærmere inn på dette i den strategiske analysen.

De nyeste tallene for 2022 viser at XXL fortsatt er Norges største aktør med en markedsandel på 32,0%. Dette er riktignok kun marginalt større enn hovedkonkurrenten Sport 1 med sine 31,4%. Trenden de seneste årene er at Sport 1 stadig knapper ytterligere markedsandeler og kommer stadig nærmere XXL. Videre finner vi Intersport med 17,0% og Stadion med 12,2% som de to nærmeste aktørene på lista (Bjergaard, 2023). Det er verdt å merke seg at Sport 1 og Intersport begge er eid av Sport Holding AS og sånn sett kan ansees å være markedsledende med en samlet markedsandel på 48,4%.

Når det gjelder markedet som helhet, er tendensen en nedgang. Totalomsetningen i markedet ble redusert med hele 9,4% i 2022. Dette skyldes i stor grad en inntreden av en rekke selskaper som utelukkende driver over internett. Det er også mulig å spekulere i om denne nedgangen er en naturlig justering etter pandemien. Det er ingen hemmelighet at sportsbransjen leverte rekordsterke tall gjennom pandemien, både gjennom friluftsutstyr til Norgesferie og utstyr til trening i hjemmet (Hopland, 2021).

3. Strategisk Analyse

3.1 Valg av analyse

For å kunne forstå XXL sin posisjon i markedet på best mulig måte, er det flere ulike analyseverktøy man kan benytte seg av. Vi deler vår analysedel i to, en intern analyse og en ekstern analyse. I den interne analysedelen benytter vi oss av en VRIO-analyse, som ser nærmere på om selskapets viktigste ressurser danner noen form for konkurransefortrinn. I den eksterne analysen benytter vi oss av en PESTEL-analyse, som går nærmere inn på hvordan eksterne faktorer i samfunnet påvirker selskapet. Videre har vi Porters femfaktormodell som vurderer blant annet hvor sterk konkurransen er og i hvilken grad faktorer som kunder, leverandører og substitutter skaper en trussel mot selskapet. Til slutt oppsummeres det hele i en SWOT-analyse. XXL opererer i hele Norden, men vi vil i denne analysen legge vekt på det norske markedet.

3.2 VRIO

Et av de mest kjente analyseverktøyene innenfor intern analyse, er den såkalte VRIO-analysen. VRIO-analysen brukes for å identifisere hvilke konkurransefortrinn selskapet har, og hvordan man får disse til å bli varige konkurransefortrinn. Det er fire punkter de enkelte nøkkelressursene til selskapene skal under lupen på (Erichsen et al., 2018, s 276):

1. Hvor verdifull er ressursen for kunden?
2. Hvor sjelden er ressursen?
3. Hvor enkelt/vanskelig er det for konkurrenter å kopiere ressursen?
4. Hvordan er selskapet organisert for å videreforedle ressursen?

I denne analysen vil vi se nærmere på det vi anser å være XXL sine viktigste ressurser. Vi vil se på hvor og hvordan varehusene er lokalisert og organisert, XXL sin innkjøpspolitikk og logistikk, XXL sitt omdømme og til slutt organisasjonskultur og

de ansattes og ledelsens kompetanse. Ved å se nærmere på disse ressursene gjennom en VRIO-analyse, er målet å danne seg et bedre bilde av om noen av disse gir XXL et konkurransefortrinn og hvorvidt det kan sies å være varig.

3.2.1 Varehus

Felles for varehusene til XXL er hvordan de er organisert på. Varehusene krever et større areal sammenlignet med andre butikker, så du finner de i all hovedsak lokalisert i næringsparker og store kjøpesentre, kontra midt i typiske bysentrum og torg. Likevel ligger varehusene lett tilgjengelig i tett befolkede områder. Dette er helt sentralt for å kunne tiltrekke seg et tilfredsstillende antall kunder. Grunnen til at varehusene krever såpass store areal er måten de er organisert på. Varehusene er organisert etter «big-box» konseptet, hvor hvert varehus er delt inn i syv avdelinger (XXL, 2020):

1. Idrett, helsekost og fitness
2. Sko
3. Treningsklær
4. Friluftsliv
5. Jakt- og fiske
6. Ski og sykkel (varierer etter sesong)
7. «Sportstech» (pulsmålere, treningsklokker osv.)

Tanken bak er at hver avdeling skal føles som en egen butikk. Dette muliggjør også det å ha ansatte som har en avdeling som sitt fagfelt, noe som igjen leder til ansatte med en ekstra spisskompetanse innenfor sitt område. De store butikkene og de mange avdelingene gjør at XXL kan tilby et bredt spekter av varer innenfor mange forskjellige kategorier. Varesortimentet kan derfor sies å være både bredt og dypt. Det å ha færre, store varehus gjør også distribusjon enklere. Dette gjør at varehusene kan ta inn større vareparti om gangen, noe som igjen kan lede til en lavere grensekostnad per vare. Dette kan igjen sies å være en stordriftsfordel. Dette er igjen verdifullt for kunden i form av lavere priser.

XXL er forholdsvis alene på markedet med «big-box» løsning. Hovedkonkurrenten Sport 1 har flere, mindre butikker og passer nok bedre inn i det bildet av

«tradisjonelle» sportsbutikker. Riktignok er den svenske kjeden Stadium i ferd med å etablere seg i Norge med et lignende konsept, men enn så lenge teller kjeden kun tre butikker i Norge (Stadium, 2023). Intersport faller litt mellom to stoler, med flere mindre butikker, men også et par større varehus etter «big-box» modellen. Dette er hovedsakelig butikkene som tidligere het G-Max, G-Sport sine store varehus. I 2019 ble hele G-sport en del av Intersport (Hopland, 2019). XXL er dermed den eneste store aktøren i bransjen som har rendyrket dette konseptet. Dermed kan ressursen sies å være sjelden.

Videre kan det diskuteres hvorvidt ressursen er ikke-imiterbar. Rent teoretisk er det ikke noe problem å kopiere konseptet, da det ikke akkurat er noen hemmelighet hvordan XXL har organisert varehusene sine. Det er verken noen hemmelig teknologi eller patenter i spill her. Riktignok må det påpekes at det er svært høye inngangskostnader ved å organisere seg på denne måten. Alt i alt lander vi på at ressursen ikke kan sies å være ikke-imiterbar.

Basert på de sviktende resultatene etter pandemien, er ikke XXL per dags dato organisert slik at de er i stand til å utnytte ressursen på en optimal måte.

3.2.2 Logistikk

XXL sitt viktigste konkurransemiddel er pris. XXL er svært opptatt av å kunne tilby konkurransedyktige priser, noe deres «prismatch» ordning er et bevis på. For å kunne tilby lave priser er XXL avhengig av så lave innkjøpspriser som mulig. XXL opererer med to sentrallagre. Ett i Norge ved Gardermoen og ett i Sverige i byen Örebro, som ligger mellom Sveriges to største byer, Stockholm og Göteborg. Begge lagrene ligger i umiddelbar nærhet til motorveier, jernbaner og flyplasser. Disse to sentrallagrene dekker alle varehusene i Norden. Dermed sier det seg selv at det er brukbar størrelse på disse lagrene. Dette gjør det mulig for XXL å bestille enorme kvantum av diverse varer. Det at XXL eier og styrer grossistledet selv, bidrar til effektiv og kostnadsreducerende varebestillinger fra varehusene. Dette er med på å skape verdi for kundene i form av lavere priser.

XXL har også tatt i bruk kunstig intelligens for å automatisere bestilling av varer når det er i ferd med å gå tomt. Dette er både effektiviserende og kostnadsbesparende.

XXL ønsker så høy omløpshastighet som mulig så fort varene har nådd et varehus. Dermed blir alt mye mer effektivt når både salgsrapportering, bestillinger og planlagt vareflyt blir automatisert. Det å ha full kontroll på verdikjeden er XXL ganske alene om i markedet. Dermed er ressursen sjelden.

På samme måte som hvordan varehusene er organisert, er ikke logistikken til XXL vanskelig å kopiere. Selve konseptet med egne sentrallagere som mottar varene fra produsent og distribuerer videre direkte ut til butikkene er ikke unikt i seg selv. Dette finner man igjen i flere andre bransjer, som f.eks. dagligvarebransjen. Igjen er det viktig å påpeke at det i praksis er hakket vanskeligere grunnet de skyhøye etableringskostnadene ved å eie sin egen verdikjede. Ressursen er med andre ord ikke-imiterbar.

Når det kommer til organiseringen, har den noen svakheter. XXL har ikke vært flink nok til å tilpasse seg den reduserte etterspørselen i markedet i sine innkjøp. Dette har redusert i et varelager som ifølge ledelsen er 600 millioner for høyt (Kværnes, 2022).

3.2.3 Omdømme

Noe av det viktigste for XXL er å sørge for at kundene er tilfredse. I årsrapporten for 2021, kan vi lese at XXL har som mål å sørge for tilfredse kunder gjennom følgende verdiforslag: «Great brands. Great prices. Great selection. Great expertise. Great accessibility.» (XXL, 2022). XXL tilbyr en rekke kundefordeler til sine kunder. Som nevnt tidligere tilbyr XXL prismatch, noe som gjør at de tilbyr tilsvarende pris dersom en kunde finner et produkt billigere hos en konkurrent. I tillegg til dette har de også en fornøydgaranti, og de tilbyr 100 dagers åpent kjøp. Dette er tiltak som skal sørge for økt kundetilfredshet, som igjen skal være omdømmebyggende.

XXL har ved flere anledninger vært de siste årene vært i hardt vær i media. I all hovedsak gjelder det saker rundt brudd på arbeidsmiljøloven og kritikk rundt overvåking av egne ansatte. I en artikkel i Dagens Næringsliv kommer det fram at tidsmålinger rundt ansattes toalettbesøk og tilsnakk for å hente kaffepåfyll skal ha

vært en normal del av hverdagen til flere ansatte (Wig, 2022). Dette er utvilsomt skadelig for omdømme.

På tross av dette ser vi gjennom Norsk Kundebarometer for 2022 at XXL scorer forholdsvis bra. Her blir kjedene rangert på en score mellom 0-100 på parameterne kundetilfredshet og kundelojalitet. Av tallene kan vi lese at det er meget jevnt mellom de to største aktørene på markedet, Sport 1 og XXL. Sport 1 scorer 1,1 poeng bedre på kundetilfredshet, mens XXL scorer 1,6 poeng bedre på kundelojalitet. Begge ligger et hestehode foran Intersport.

Omdømmet til XXL er uten tvil verdifullt, noe en kundelojalitet på 84,8 beviser. Kundene er stort sett fornøyd nok til å komme tilbake ved en senere anledning. Sjelden kan det riktignok ikke sies å være da vi ser Sport 1 på nesten identiske tall. På generelt grunnlag er omdømme noe som er vanskelig å kopiere. Et godt omdømme er i stor grad ikke noe man kan konstruere selv, men noe man må gjøre seg fortjent til over tid. Selvfølgelig spiller omdømmebygging en sentral rolle, men dersom man til syvende og sist ikke leverer en god kundeopplevelse vil det bli svært vanskelig å bygge noe særlig omdømme. Gjennom kundefordeler og en høy kundelojalitet, argumenterer vi for at XXL er organisert på en måte som utnytter det gode omdømmet sitt.

SPORT				
PLASS	SELSKAP	STJERNER	TILFREDSHET	LOJALITET
1	Sport1	★ ★ ★ ★ ★	73,6	83,2
2	XXL	★ ★ ★ ★ ★	72,5	84,8
3	Intersport	★ ★ ★ ★ ★	68,5	79,6

Figur 3.2.3: Kundetilfredshet i sportsbransjen. Kilde: Norsk Kundebarometer 2022.

3.2.4 Organisasjonskultur, ansatte og ledelse:

De ansatte ute i varehusene spiller en viktig rolle for kundeopplevelsen hos XXL. XXL ønsker å innprente følgende verdier hos sine ansatte: «Customer first, knowledgeable, passionate, caring». (XXL, 2022). XXL har 2205 både heltids- og

deltidsansatte i Norge (proff.no, 2023). Som nevnt tidligere muliggjør «big-box» konseptet det å spisse kompetansen til de ansatte. Hver enkelt ansatt kan få en avdeling som sitt hovedområde og motta ekstra opplæring og kompetanse her. Med ansatte med spisskompetanse på hver avdeling, blir det generelle kompetansenivået blant de ansatte høyt som et resultat. Dette er en sentral faktor i å kunne tilby best mulig service. Tanken er at dette vil lede til fornøyde kunder, som igjen fører til lojale kunder. Dette gjenspeiler seg i kundelojaliteten fra Norsk Kundebarometer. XXL ønsker også ansatte som er lidenskapelig interessert i sport og friluft. Dette er også med på å danne et positivt inntrykk ut til kunden av ansatte som liker det de holder på med og som kan sitt fag.

Organisasjonskulturen i XXL har de seneste årene vært i fokus gjennom en rekke medieoppslag. XXL selv har vært opptatt av å skape en vinnerkultur internt, noe som i utgangspunktet er noe positivt. Ting kan riktignok tyde på at dette kan ha bikket over i en fryktkultur. Ansatte beskriver en fryktkultur med overvåking, fysisk straff og overdrevent kritiske ledere. Blant annet ble det avslørt at ansatte har blitt tvunget til å gjennomføre armhevinger som straff dersom de skulle komme til skade for å omtale kunder som nettopp “kunde” og ikke “gjest” (Wig og Hopland, 2019). Flere skal ha varslet om at dette opplevdes som svært ydmykende. Tidligere sjefredaktør i E24, Gard Michalsen, har omtalt kulturen som “en pill råttten og misforstått vinnerkultur” (Michalsen, 2019). På tross av dette ser det ikke ut til at de negative omtalene i media har hatt så stor innvirkning på omdømmet som man kanskje skulle trodd, noe som vises i Norsk Kundebarometer. XXL på sin side sier de i etterkant av avsløringene har gjort nøye granskinger, og kommet fram til at dette dreier seg om enkelttilfeller og ikke en ukultur internt i selskapet. Kulturen ble av ledelsen beskrevet som en “fantastisk bedriftskultur”, noe som gjenspeiles i trivselsundersøkelser og lavt sykefravær (Jordheim og Wig, 2019).

Når det kommer til ledelsen, har den akkurat vært gjennom endringer. Tidligere konsernsjef Pål Wibe gikk av i juli 2022 etter en periode med uenighet med styret om hvordan XXL skulle utvikles videre. Uenighet rundt strategiplanen ble nevnt som hovedårsaken til at XXL og Wibe valgte å skille lag. Finansdirektør Stein Eriksen tok over rollen som konsernsjef midlertidig, en rolle han fortsatt besitter (Lorvik, 2022). Ellers i ledelsen har det også vært hyppige skifter de seneste årene. Tidligere

toppsjef og medgrunnlegger Robert Iversen mener de sviktende resultatene den seneste tiden i stor grad kan legges på ledelsens manglende evne til å tilpasse seg de stadige endringene i bransjen (Bøe, 2022).

Vi vurderer kompetansen i XXL til å være verdifull. Spesielt det faktum at de ansatte har spisskompetanse innenfor sine områder, er gull verdt for kundene. Vi vurderer også denne til å være sjelden. Det er ikke tvil om at det finnes kompetente ansatte i de andre aktørene i sportsbransjen, men her er nok de fleste mer “allroundere” grunnet måten butikkene er strukturert på. Det er vanskelig å kopiere ting man ikke kan se, og derfor vil det være vanskelig for andre aktører å kopiere kulturen til XXL. En organisasjonskultur er noe som må dyrkes fram over tid. Selv om ledelsen den siste tiden har vært under kritikk i takt med sviktende resultater, er det lett å se på den enorme veksten XXL tross alt har hatt de siste 5-10 årene at man også finner kompetente hoder. Vi mener XXL er organisert på en måte som gjør at kultur og kompetanse blir utnyttet godt.

3.2.5 Oppsummering VRIO

Funnene fra VRIO-analysen oppsummeres i tabellen under:

Ressurs	Verdi	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert
Varehus	JA	JA	NEI	NEI
Logistikk	JA	JA	NEI	NEI
Omdømme	JA	NEI	JA	JA
Organisasjons kultur, ansatte og ledelse	JA	JA	JA	JA

Tabell 3.2.5: Oppsummering av VRIO-analyse.

Basert på analysen kan vi konkludere med at man finner XXL sine største interne konkurransefortrinn innenfor de immaterielle kategoriene omdømme og organisasjonskultur, ansatte og ledelse.

3.3 PESTEL

En sentral modell for analyse av eksterne forhold som påvirker XXL er en PESTEL-analyse. En slik analyse går nærmere inn på hvilke konsekvenser ulike politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og lovmessige forhold har på driften.

3.3.1 Politiske faktorer:

Som vi skal se nærmere på etter hvert, var XXL et selskap som profiterte på regjeringens politikk under covid-årene 2020 og 2021. Stengte treningscenter og tvungen norgesferie sendte etterspørselen etter treningsutstyr til hjemmet og tur- og friluftsutstyr til himmels. Nå som restriksjoner rundt pandemien endelig ser ut til å være historie, tyder alt på at etterspørselen vil reduseres. Dette er kanskje det mest tydelige eksempelet på hvordan politiske faktorer direkte kan være med på å påvirke driftsresultatet.

Videre er også arbeidsmiljøloven sentral for en bedrift med 2205 ansatte. XXL har ved flere anledninger vært kritisert for brudd på arbeidsmiljøloven. I 2020 avdekket Arbeidstilsynet flere alvorlige brudd på arbeidsmiljøloven hos XXL (NTB, 2020). Ikke bare er dette svært negativt for omdømme og merkevare, men det kan også medføre økonomiske konsekvenser i form av bøter og andre vedlegg.

3.3.2 Økonomiske faktorer:

Som en bedrift som i hovedsak retter seg mot forbrukermarkedet, vil befolkningens generelle betalingsevne og kjøpekraft være sentrale faktorer for omsetningen. Rekordhøye priser på strøm, drivstoff og matvarer har preget mediebildet en god stund allerede. Den 22.mars besluttet Norges Bank å heve styringsrenten med ytterligere 0,25 prosentpoeng til 3%. Dette er også forventet å øke til 3,5% i løpet av sommeren (Norges Bank, 2023). Den generelle prisøkningen i samfunnet gjenspeiles også i konsumprisindeksen, som har økt hele 7% fra januar 2022 til januar 2023 (SSB, 2023). Lønnsveksten i 2022 var ikke nok til å matche prisveksten, noe som gjorde at de fleste nordmenn opplevde en reallønnsnedgang. Spådommen blant næringslivstoppene er at det samme blir tilfellet i 2023 (Haugan, 2023). For å

gjøre vondt verre er også kronekursen på det laveste den har vært på flere år. Dette gjør det dyrere for XXL å importere varer fra utenlandske aktører (Ghaderi, 2023).

Det er med andre ord stor usikkerhet rundt privatøkonomien til innbyggerne i Norge. Forventningene er at de økonomiske faktorene vil påvirke XXL negativt i tiden framover.

3.3.3 Sosiokulturelle faktorer:

Ifølge en undersøkelse gjennomført av SSB i 2021 oppgir 58% av befolkningen at de trener og mosjonerer regelmessig (SSB, 2021). Dette er en økning sammenlignet med tidligere år. Dette samsvarer med inntrykket om at det for flere nordmenn er viktig å framstå som aktiv, noe man ser igjen på sosiale medier som f.eks. Instagram. I følge årsrapporten for 2021 ser XXL en tydelig trend i at folk generelt tar trening mer seriøst i form av økt salg av teknologisk utstyr som GPS, pulsmålere og smartklokker (XXL, 2022).

En trend som er fremtredende spesielt blant ungdom og unge voksne, er at den fysiske aktiviteten flyttes fra organisert idrett gjennom eksempelvis idrettslag og inn på treningssenter (Ertesvåg, 2023). Det blir spennende å se hvordan dette videreutvikler seg i framtiden, da det ikke er utenkelig at etterspørselen etter utstyr til ulike idretter vil reduseres i årene som kommer.

3.3.4 Teknologiske faktorer:

Tendensen i handelsnæringen har over flere år pekt i retning av en nedgang i handel i fysiske butikker og en økning i netthandel. Dette er en utvikling XXL er nødt til å henge med på for å kunne være konkurransedyktig. Ifølge årsrapporten for 2021 er XXL ledende i sportsbransjen på netthandel i Norden. Netthandel er også det området innad i XXL som vokser raskest. (XXL, 2022). XXL vil også være avhengig av å holde tritt i den teknologiske utviklingen innenfor informasjonssystemer som bidrar til å effektivisere og forenkle logistikk og distribusjon ytterligere.

3.3.5 Miljømessige faktorer:

Det har aldri vært viktigere for bedrifter å levere på miljø og bærekraft som nå. Ikke bare har bedrifter et stort ansvar med tanke på klimaendringer og global oppvarming, men det har også blitt sentralt i omdømmebygging. Mange bedrifter bruker også bærekraft aktivt i markedsføringen sin.

XXL er tydelig på at dette er noe de tar på alvor. Blant annet kan man lese i årsrapporten at de jobber mot at hele verdikjeden skal være mest mulig bærekraftig. Det vil si at det stilles krav til leverandører. Både når det kommer til bærekraft, men også til arbeidsforhold og arbeidsmiljø hos utenlandske produsenter som ofte opererer under andre regler enn i Norden.

Av konkrete tiltak som XXL har gjennomført de seneste årene finner vi blant annet solcellepaneler på flere varehus, en utfasing av fluor og andre giftstoffer i en rekke produkter, redusert emballasje og en rekke tiltak for mest mulig effektiv varetransport og reduksjon av reiser (XXL, 2019).

3.3.6 Lovmessige faktorer:

Som så vidt nevnt under miljømessige faktorer, importerer XXL produkter fra en rekke forskjellige land. I disse landene vil det være ulike praksiser og regler for produksjon og arbeidsvilkår. I følge årsrapporter kan vi lese at XXLs egne merkevarer hovedsakelig blir produsert i Kina og Taiwan. Her er det naturlig nok andre regelverk man må forholde seg til, kontra Norge og Norden. XXL er opptatt i sin bærekraftsrapport at alt av produksjon skal være bærekraftig, både når det kommer til miljø, men også at arbeiderne skal behandles på en ordentlig måte (XXL, 2022).

Med sine 2205 ansatte i Norge er arbeidsmiljøloven blant de viktigste regelverkene XXL må ta hensyn til. Dette har tidligere blitt avdekket at de ikke alltid har gjort. Blant annet kunne vi i 2020 lese at NAV frøs sitt samarbeid med XXL i kjølvannet av rapporter om brudd på arbeidsmiljøloven, blant annet gjennom ulønnet arbeid og disiplinære straffereaksjoner (Wig, 2020).

3.4 Porters femfaktormodell:

3.4.1 Trussel fra nyetableringer:

Det er store variasjoner fra bransje til bransje hvorvidt trusselen fra nyetableringer er til stede og hvor sterk denne trusselen er. Dagligvarebransjen, for eksempel, er en bransje hvor det så å si er umulig å etablere seg på markedet gitt dagens konkurransesituasjon. Dynamikken i sport- og friluftsbansjen er ganske annerledes. Sportsbransjen er en bransje med et bredt spekter av større og mindre segmenter. XXL opplever ikke bare konkurranse fra andre store kjeder, men også mindre detaljister som spesialiserer seg innenfor enkelte segmenter som for eksempel friluftsutstyr, sykler og toppturski. I 2022 var XXL fortsatt største aktør med en markedsandel på 32%, men Sport 1 har de siste årene tatt kraftig innpå og landet i 2022 på 31,4%. I tillegg er det en tendens i markedet at de store kjedene taper andeler av totalmarkedet til andre salgskanaler med netthandel som den soleklare eneren. Ifølge tall fra Norsk Sportsbransjeforening har kjedene gått fra å stå for 90% av omsetningen i totalmarkedet til kun 57% på under ti år (Solberg, 2023).

Det er hovedsakelig trusselen fra nyetableringer i form av nettbutikker vi ser på som den største trusselen for XXL. Vi ser på det som usannsynlig at det vil dukke opp nye kjeder med fysiske butikker og varehus som tar store markedsandeler gitt utviklingen i bransjen som helhet. Som også denne utviklingen viser er de nye aktørene innenfor netthandelen allerede i full gang med å kapre store andeler av totalmarkedet. Derfor anser vi trusselen fra nyetableringer som høy.

3.4.2 Kundenenes forhandlingsstyrke:

Det er flere faktorer som er sentrale for å forklare hvorvidt kundenenes forhandlingsstyrke er markant eller ikke. Et viktig punkt er hvordan kundemassen til XXL ser ut. Er det få aktører som står for store deler av omsetningen, eller finner vi mange mindre kunder som hver for seg utgjør en liten del av omsetningen? Et annet spørsmål man burde stille seg er hvorvidt det er enkelt for en kunde å skifte leverandør. Her vil produktenes tilgjengelighet spille en nøkkelrolle. Finner kundene lignende produkter hos konkurrenter eller er produktene unike for XXL? I tillegg til

dette vil kundenes forhandlingsmakt gjenspeiles i hvilken grad de presser XXL på pris.

Når det gjelder kundemassen til XXL, består den i all hovedsak av mange mindre kunder som ikke omsetter for spesielt mye hver for seg. Derfor vil ikke XXL i nevneverdig merke det hvis en enkeltkunde velger en konkurrent foran dem. I så måte har ikke kundene spesielt stor makt. Videre vil ikke kundene ha nevneverdige problemer med å bytte ut XXL til fordel for en konkurrent. Produktsortimentet til XXL er så å si tilsvarende som man finner på eksempelvis Sport 1 når det kommer til praktisk funksjonalitet, men med variasjon i hvilke merker som tilbys. Produktene er med andre ord ikke differensierte. Dermed opplever kundene en større grad av makt på dette området. Det er utvilsomt at kundene har enorm makt når det kommer til pris. XXL opererer med en prismatch som tilsier at dersom en kunde finner en lavere pris hos et annet norsk varehus, er XXL pliktig til å matche denne prisen (XXL, 2023).

Basert på alle disse faktorene lander vi på at kundenes forhandlingsstyrke settes til moderat.

3.4.3 Leverandørenes forhandlingsstyrke:

En viktig del av strategien til XXL er å kunne tilby et så stort og variert utvalg som mulig. Som et resultat av dette handler og importerer XXL varer fra en rekke produsenter. Dette gjør at XXL har mange mindre leverandører. Siden XXL benytter seg av mange forskjellige, vil det ikke være verdens undergang om samarbeidet skulle rakne med enkeltleverandører.

I stedet vil XXL oppnå en motsatt effekt gjennom sin struktur. XXL oppnår stordriftsfordelen gjennom sine enorme sentrallagre og kvantumsbaserte innkjøpspolitikk. Dette gir XXL stor makt overfor leverandører, da XXL kan stå for store deler av leverandørens omsetning. Maktforholdet svinger klart i forhold XXL. Derfor anser vi leverandørenes forhandlingsstyrke som svak.

3.4.4 Trussel fra substitutter:

I tillegg til konkurranse fra andre aktører, opplever også XXL en trussel fra aktører som i utgangspunktet opererer i andre bransjer. Et substitutt er definert som et produkt som dekker samme behov og gir samme verdi, men som er et annet produkt (Johnson et al., 2011). Et eksempel på en aktør som også til en viss grad opererer i sportsbransjen er Coop OBS. Coop OBS tilbyr blant annet ski, treningsklær og utstyr til en rekke idretter. Den seneste tiden er utviklingen at en rekke produsenter av mer tradisjonelle klær også har kastet seg på treningsbølgen. Enorme aktører i klesbransjen som H&M og Zalando tilbyr en rekke kolleksjoner og varianter innenfor treningsklær til både barn, kvinner og menn, H&M har til og med lansert sin egen "sport" kolleksjon (hm.com, 2023). I tillegg til dette har også aktører som har hatt kosttilskudd og utstyr til styrketrening som sin nisje, herunder Gymgrossisten og Proteinfabrikken, lansert egne kolleksjoner med treningstøy. Vi finner også nisjebutikker som spesialiserer seg på segmenter som XXL også tilbyr, som eksempel Bikeshop.no som spesialiserer seg på sykkel, og Vertical Playground (vpg.no) som har ulike typer ski som toppturski og frikjøringski som sin nisje. Disse substituttene utgjør en viss trussel for XXL. Det kan være en av forklaringsfaktorene bak omsetningsreduksjonen XXL har opplevd de siste to årene, men bildet er nok langt mer komplekst enn som så. Når lavpriskjeder som H&M kaster seg inn på sportstøy-markedet, blir de plutselig en av få aktører som kan matche XXL på pris. Det kan tenkes at nisjebutikkene konkurrerer om en del av de samme kundene som XXL, men her er omsetningen så lav at det i det store bildet ikke utgjør den helt store forskjellen. Vi anser derfor trusselen fra substitutter til å være moderat.

3.4.5 Rivalisering i bransjen

De to viktigste momentene for å kartlegge rivaliseringen i bransjen er hvor mange aktører som er til stede, og hvor fremtredende disse er. I Norge i dag er det to aktører som troner nokså alene på toppen i XXL og Sport 1. I 2022 var det rekordjevnt mellom disse, hvor XXL hadde en markedsandel på 32,0%, mens Sport 1 måtte nøye seg med 31,4%. Etter disse følger Intersport og Stadion med henholdsvis 17,0% og 12,2%. Overraskende nok er det verdt å merke seg at Coop

Obs var Norges 5.største aktør med 5,6%. Tendensen fra 2021 til 2022 er at samtlige aktører opplevde redusert omsetning (Bjergaard, 2023) Det blir spennende å se om denne trenden er vedvarende eller om det skyldes kunstig høye omsetningstall gjennom pandemien.

Det faktum at to aktører til sammen står for over 60% av markedsandelene i et marked som tilsynelatende er på hell, gjør det vanskelig å se for seg at noen av de mindre aktørene skal få kvantesprang med det aller første. Det vil være svært vanskelig med ekspansjon når lønnsomheten fra driften er lav. Vi spår dermed at rivaliseringen de nærmeste årene vil fortsette å stå mellom hvem som er størst av XXL og Sport 1. Vi anser derfor rivaliseringen i bransjen til å være moderat.

3.4.6 Oppsummering Porters femfaktormodell:

Under finner vi en oppsummering av Porters femfaktormodell:

Trussel	Lav	Moderat	Høy
Trussel fra nyetableringer			
Kundenes forhandlingsmakt			
Leverandørenes forhandlingsmakt			
Trussel fra substitutter			
Rivalisering i bransjen			

Tabell 3.4.6: Oppsummering Porters femfaktormodell.

Som vi ser ut fra tabellen, ansees trusselen fra nyetableringer til å være den største trusselen for XXL i tiden framover. XXL sitt største fortrinn er den lave forhandlingsmakten leverandørene har.

3.5 SWOT:

Tabell 3.5: SWOT

<p>Styrker:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Markedsledende i Norge og Norden - Oppnår stordriftsfordeler gjennom logistikk og innkjøpspolitikk - Høyt kompetansenivå blant de ansatte - Scorer bra på kundelojalitet 	<p>Svakheter:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Ledelsen har vist mangel på evne til å omstille seg til vanskeligere tider - Flere uheldige saker i media preger omdømmet negativt
<p>Muligheter:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Ytterligere teknologisk utvikling - Øke satsingen på netthandel - Økt interesse for helse og trening i befolkningen 	<p>Trusler:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Økt trussel fra nyetableringer, spesielt innenfor netthandel - Stadig flere og flere aktører satser på trening og kosthold - Markedet som helhet viser tegn til resesjon - Redusert kjøpekraft i befolkningen

4. Regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen har som formål å belyse XXL sin økonomiske situasjon. Vi vil bruke ulike nøkkeltall til å vurdere selskapets utvikling basert på XXL sine årsrapporter fra 2017 til 2021, samt fjerde kvartalsrapport fra 2022.

4.1 Resultatregnskap

Resultatregnskap	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Driftsinntekter	8 426	9 597	10 423	8 993	9 475	8 709
Varekostnad	5 705	5 649	6 519	5 887	5 938	5 265
Lønnskostnader	1 665	1 787	1 863	1 652	1 615	1 416
Avskrivinger og nedskrivinger	703	771	753	691	189	159
Andre driftskostnader	820	788	924	916	1 380	1 201
Driftsresultat	- 467	602	364	- 153	352	668
Finansinntekter	-	-	5	6	1	12
Finanskostnader	64	136	177	189	58	54
Netto finansposter	- 64	- 136	- 172	- 183	- 57	- 42
Resultat før skatt	- 531	466	192	- 336	295	626
Skattekostnad	- 120	25	66	- 47	58	114
Resultat fra videreført drift	- 411	440				
Resultat fra aviklet virksomhet	- 130	- 246				
Resultat etter skatt	- 541	194	126	- 290	237	512

Tabell 4.1: Resultatregnskap

Ovenfor kan du se at XXL hadde sitt beste resultatmessige år i 2017 med 512 millioner kroner i resultat etter skatt. Deretter har resultatet etter skatt gått gradvis nedover i 2018 og 2019 med henholdsvis 237 millioner i overskudd og 290 millioner i underskudd. XXL hadde en opptur under korona med et resultat på 126 millioner i 2020 og 194 millioner i 2021. I 2022 har selskapet sitt verste resultat med et underskudd på 541 millioner kroner. De årene med best resultat har vært preget av enten lave driftskostnader eller høye driftsinntekter. I 2022 har XXL lave driftsinntekter og i tillegg relativt høye driftskostnader.

4.2 Balanseregnskapet

Balanseregnskap	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Anleggsmidler	5 671	6 020	6 427	6 753	3 959	3 855
Varebeholdning	2 328	2 220	1 835	2 604	2 925	3 152
Omløpsmidler	3 140	2 994	2 949	3 297	3 473	3 840
Sum eiendeler holdt for salg	263					
Sum eiendeler	9 075	9 015	9 375	10 050	7 432	7 695
Egenkapital	3 067	3 753	4 185	3 635	3 480	3 846
Langsiktig gjeld	2 062	2 410	2 666	3 204	1 122	1 132
Kortsiktig gjeld	3 786	2 852	2 524	3 212	2 831	2 717
Sum gjeld	5 848	5 262	5 190	6 416	3 953	3 849
Sum eiendeler med gjeld holdt for salg	160					
Sum egenkapital og gjeld	9 075	9 015	9 375	10 050	7 432	7 695
Totalkapital	9 075	9 015	9 375	10 050	7 432	7 695
Gjennomsnittelig totalkapital	9 045	9 195	9 713	8 741	7 564	7 184
Gjennomsnittelig egenkapital	3 410	3 969	3 910	3 558	3 663	3 727

Tabell 4.2: Balanseregnskapet

Balanseregnskapet gir en oversikt over hva XXL har i egenkapital, gjeld, eiendeler og beholdning i perioden 2017-2022.

4.3 Likviditet

Likviditeten forteller noe om hvor god betalingsevne selskapet har. Hvis virksomheten har en god likviditet vil den ha få problemer med å overholde sine forpliktelser. De to nøkkeltallene som vil brukes for å bedømme likviditeten er likviditetsgrad 1 og 2.

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

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

År	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Likviditetsgrad 1	0,83	1,05	1,17	1,03	1,23	1,41
Likviditetsgrad 2	0,21	0,27	0,44	0,22	0,19	0,25

Tabell 4.3: Likviditetsgrad 1 og 2

Likviditetsgrad 1 er under 2 alle årene noe som ikke er tilfredsstillende. Det er også en negativ trend fra 2017 til 2022. En likviditetsgrad på 0,88 i 2022 er langt fra optimalt. Hvis vi ser på balansen skyldes dette en økning i den kortsiktige gjelden i perioden fra 2,7 milliarder til 3,8 milliarder. Omløpsmidler har sunket fra 3,8 milliarder til 3,1 milliarder, som også er med å bidra til en lav likviditetsgrad 1. Likviditetsgrad 2 måler kun de mest likvide omløpsmidlene. Denne burde være over 1, noe den ikke er en eneste gang i perioden. Unntatt året 2020 har likviditetsgraden holdt seg relativt stabil, med en marginal negativ utvikling fra 0,25 til 0,21 i perioden.

Likviditeten kunne vært bedre i XXL, og selskapet har hatt en negativ trend på begge nøkkeltallene. Dette kan føre til at virksomheten kan få likviditetsproblemer på sikt. (Kristoffersen, 2016)

4.4 Finansiering

Finansieringsanalyse består av vurdering av anvendelse og anskaffelse av kapital. Analysen fokuserer også på sammensetningen av selskapets langsiktige og kortsiktige eiendeler. Finansieringsgrad 1 er nøkkeltallet som vil bli brukt til å vurdere XXLs finansieringsevne.

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

År	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Finansieringsgrad 1	1,11	0,98	0,94	0,99	0,86	0,77

Tabell 4.4: Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 bør ligge under 1, da dette vil indikere at anleggsmidler er finansiert med langsiktig kapital. Her har XXL en relativt negativ utvikling i perioden fra 0,77 til 1,11. Dette skyldes økningen i anleggsmidler, kombinert med en reduksjon i langsiktig gjeld og egenkapital. I 2022 ligger finansieringsgraden over 1, som betyr at deler av anleggsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld.

4.5 Soliditet

Soliditet-analysen retter fokus mot virksomhetens egenkapital i forhold til total kapital, og den gir et bilde av selskapets evne til å tåle tap. Egenkapitalandel og gjeldsgrad er nøkkeltallene som vil bli brukt i denne analysen.

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

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

År	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Gjeldsgrad	1,91	1,40	1,24	1,77	1,14	1,00
Egenkapitalandel	37,6 %	44,0 %	41,7 %	35,4 %	49,3 %	48,4 %

Tabell 4.5: Gjeldsgrad og Egenkapitalandel

Gjeldsgraden sier noe om hvordan selskapets eiendeler er finansiert gjennom gjeld og egenkapital. XXL har hatt en økende gjeldsgrad i perioden fra 1 til 1,91. Dette vil si at selskapet har en økt gjeld i forhold til egenkapitalen. Egenkapitalandelen har vært synkende fra 2017 til 2022. Dette betyr at total kapitalen består mer av gjeld enn egenkapital.

4.6 Lønnsomhet

Lønnsomheten til et selskap forteller oss deres evne til å skape overskudd.

Egenkapitalrentabilitet, totalrentabilitet og driftsmargin er nøkkeltallene som vil bli brukt i denne analysen.

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

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

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

År	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Egenkapitalrentabilitet	-15,6 %	11,7 %	4,9 %	-9,4 %	8,1 %	16,8 %
Totalkapitalrentabilitet	-5,2 %	6,5 %	3,8 %	-1,7 %	4,7 %	9,5 %
Driftsmargin	-5,5 %	6,3 %	3,5 %	-1,7 %	3,7 %	7,7 %

Tabell 4.6: Lønnsomhet

Vi ser at alle tre nøkkeltallene har hatt en negativ utvikling fra 2017 til 2022. XXL hadde en bedre periode under korona i 2020 og 2021, men har gjort det betydelig dårligere i 2022. Dette indikerer at XXL ikke evner å skape avkastning av kapitalen i selskapet.

5. Fremtidig Kontantstrøm

Historiske tall samt en subjektiv vurdering vil danne grunnlaget for estimasjonen av hvordan XXL vil prestere i framtiden. Det vil være interessant å se om XXL vil være i stand til å snu den negative trenden selskapet er inne i. Estimasjonene vil bli beregnet 5 år frem i tid, og dette vil danne grunnlaget til senere når vi skal beregne en estimert aksjekurs.

5.1 Driftsinntektene

År	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Driftsinntekter	8 426	9 597	10 423	8 993	9 475	8 709
Endring i prosent	-12,20 %	-7,92 %	15,90 %	-5,09 %	8,80 %	
Endring i prosent gj.snitt	-0,10 %					
Endring i prosent fra 2019 til 2022	-6,30 %					
Gj.snitt endring uten 2020 og 2021	-0,87 %					

Tabell 5.1.1: Historiske driftsinntekter

De tidligere driftsinntektene har vært preget av relativt stor variasjon. Der vi ser en økning under korona i 2020 og 2021, men XXL har sin laveste inntjening på 5 år i 2022. Dette kan skyldes at folk bruker penger andre steder etter at korona-pandemien ikke preger samfunnet i stor grad lengre. Under korona var de fleste mye hjemme og det ble mer populært å dra mer på tur ut i naturen, noe som var svært gunstig for XXL. I snitt har virksomheten tilnærmet ingen endring i driftsinntektene over 5 år.

År	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsinntekter	8 426	8 353	8 281	8 209	8 138	8 068
Endring i prosent		-0,87 %	-0,87 %	-0,87 %	-0,87 %	-0,87 %

Tabell 5.1.2: Fremtidige driftsinntekter

De fremtidige driftsinntektene er estimert på grunnlag av den gjennomsnittlige endringen historisk med unntak av korona-årene 2020 og 2021. Vi har utelukket

2020 og 2021 fordi disse årene kan kategoriseres som ekstraordinære år, og ikke er representative for XXL sin fremtidig inntjenning. Derfor velger vi å bruke -0,87% som endring i inntjenning i de kommende årene. Vi mener at dette kan være forsvarlig siden XXL sliter med inntjenningen og taper stadig markedsandeler til konkurrentene.

5.2 Driftskostnadene

XXL sine kostnader består av varekostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader. For å beregne framtidige kostnader vil det historiske forholdet mellom inntekt og kostnad bli brukt som utgangspunkt. Nedenfor kan man se de historiske kostnadene 5 år tilbake i tid.

	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Varekostnad	5 705	5 649	6 519	5 887	5 938	5 265
% av driftsinntekt	67,7 %	58,9 %	62,5 %	65,5 %	62,7 %	60,5 %
Vekst varekostnad	0,99 %	-13,35 %	10,74 %	-0,86 %	12,78 %	
Lønnskostnader	1 665	1 787	1 863	1 652	1 615	1 416
% av driftsinntekt	19,8 %	18,6 %	17,9 %	18,4 %	17,0 %	16,3 %
Vekst lønn	-6,83 %	-4,08 %	12,77 %	2,29 %	14,05 %	
Andre driftskostnader	820	788	924	916	1 380	1 201
% av driftsinntekt	9,7 %	8,2 %	8,9 %	10,2 %	14,6 %	13,8 %
Vekst andre driftskostnader	4,06 %	-14,72 %	0,87 %	-33,62 %	14,90 %	
Sum driftskostnader	8 190	8 224	9 306	8 455	8 933	7 882
EBITDA	236	1 373	1 117	538	542	827
Margin	2,80 %	14,31 %	10,72 %	5,98 %	5,72 %	9,50 %
Varekostnad % gj.snitt endring	2,06 %					
Lønnskostnad % gj.snitt endring	3,64 %					
ADK % gj.snitt endring	-5,70 %					

Tabell 5.2.1: Historiske driftskostnader

Varekostnaden står for mesteparten av de totale kostnadene, og er relativt korrelerende til driftsinntektene. Dette er logisk med tanke på at XXL tar på seg

kostnader når de selger et produkt. Lønnskostnadene korrelerer ikke i like stor grad, men er relativt synkront med driftsinntektene. Hvis bedriften omsetter for mer kan det føre til nyansettelser eller overtid som følgelig vil øke lønnskostnadene. Man kan se at varekostnaden og lønnskostnaden var høy under korona-epidemien, noe driftsinntektene også var. Den svake EBITDA-marginen i 2022 er bekymringsverdig for selskapet. Hvis vi ser bort fra 2020 og 2021 er XXL sin EBITDA inne i en negativ trend. Den svake EBITDA-marginen skyldes høye kostnader kombinert med lave inntekter.

XXL har som ambisjon å trekke seg ut av Østerrike, der de allerede har bestemt seg for å stenge 3 av 8 butikker og sentrallageret. Selskapet ønsker å satse mer på nettbutikken og ønsker å åpne 2-3 butikker hvert år. XXL har allerede skrevet under på 2 nye leieavtaler for nye butikkåpninger, der den ene er i Norge og den andre i Sverige. På grunnlag av dette tror vi at lønnskostnadene og driftskostnadene vil synke noe mer enn varekostnaden, siden selskapet skal trekke seg helt ut av Østerrike.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Varekostnad	5 705	5 655	5 606	5 557	5 509	5 461
% av driftsinntekt	67,7 %	67,7 %	67,7 %	67,7 %	67,7 %	67,7 %
Vekst varekostnad		-0,87 %	-0,87 %	-0,87 %	-0,87 %	-0,87 %
Lønnskostnader	1 665	1 648	1 629	1 614	1 598	1 580
% av driftsinntekt	19,8 %	19,7 %	19,7 %	19,7 %	19,6 %	19,6 %
Vekst lønn		-1,00 %	-1,20 %	-0,90 %	-1,00 %	-1,10 %
Andre driftskostnader	820	804	785	771	756	739
% av driftsinntekt	9,7 %	9,6 %	9,5 %	9,4 %	9,3 %	9,2 %
Vekst andre driftskostnader		-2,00 %	-2,30 %	-1,80 %	-2,00 %	-2,20 %
Sum driftskostnader	8 190	8 107	8 020	7 942	7 862	7 780
EBITDA	236	246	261	267	276	287
Margin	2,80 %	2,94 %	3,15 %	3,25 %	3,39 %	3,56 %

Tabell 5.2.2: Fremtidige driftskostnader

5.3 Avskrivninger

Avskrivningene til XXL er knyttet til anleggsmidler som selskapet eier, som i hovedsak er varehusene.

	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Avskrivninger	703	771	753	691	189	159
Vekst Avskrivning	-9 %	2 %	9 %	266 %	19 %	
Gj.snitt endring avskrivning	4,28 %					

Tabell 5.3.1: Historiske avskrivninger

I tabellen ovenfor kan man se de historiske avskrivningene til selskapet de siste seks årene. Den drastiske økningen i 2019 skyldes primært nye regnskapsprinsipper i IFRS 16 som gjorde at leasingavtaler fikk en ny verdsettelse. Dette forårsaket nesten en dobling i anleggsmidler for XXL.

Når vi skal estimere fremtidige avskrivninger tar vi høyde for XXL sine uttalelser i siste kvartalsrapport i 2022 som nevnt ovenfor. Siden selskapet skal trekke seg ut av Østerrike antar vi en reduksjon i avskrivninger på kort sikt, men selskapet har fortsatt ambisjoner om å åpne 2-3 nye butikker hvert år, derfor tror vi XXL vil ha en økning i avskrivninger på lang sikt.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Avskrivninger	703	689	668	678	692	704
Vekst Avskrivning		-2,00 %	-3,00 %	1,50 %	2,00 %	1,80 %

Tabell 5.3.2: Fremtidige avskrivninger

5.4 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen beregnes ved å kalkulere forskjellen mellom omløpsmidlene og kortsiktig gjeld. Dersom arbeidskapitalen er negativ indikerer det ofte at anleggsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld. Hvis arbeidskapitalen er positiv

betyr det at selskapets anleggsmidler er finansiert gjennom langsiktig kapital og gjeld. En positiv arbeidskapital er definitivt mest gunstig.

	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Driftsinntekter	8 426	9 597	10 423	8 993	9 475	8 709
Arbeidskapital	- 646	142	425	85	642	1 123
% av driftsinntekter		1,48 %	4,08 %	0,95 %	6,78 %	12,89 %

Tabell 5.4.1: Historisk arbeidskapital

XXL er inne i en bekymringsverdig negativ trend når det gjelder arbeidskapital. En negativ arbeidskapital i 2022 på 646 millioner kroner er langt fra optimalt. Selskapet bør ha som ambisjon om å snu denne negative trenden, siden en positiv arbeidskapital vil sørge for færre problemer under dårligere tider i markedet. I tabellen under har vi estimert XXL sin fremtidige arbeidskapital.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsinntekter	8 426	8 353	8 281	8 209	8 138	8 068
Arbeidskapital	- 646	- 388	- 233	- 140	50	117

Tabell 5.4.2: Fremtidig arbeidskapital

5.5 Anleggsmidler

XXL åpner årlig nye butikker i landene de opererer i. Nå skal selskapet trekke seg ut av Østerrike, men de har fortsatt ambisjoner om å investere i Norge, Sverige og Finland. Ifølge siste kvartalsrapport i 2022 forventer selskapet å investere 150-200 millioner kroner årlig, der de har ambisjoner om å åpne 2-3 nye butikker hvert år. I tabellen nedenfor kan man se en estimering av investeringer fremover.

	2027	2026	2025	2024	2023
Investeringer i AM	- 180	- 160	- 175	- 150	- 175

Tabell 5.5: Fremtidige investeringer

6. Avkastningskrav

For å kunne diskontere de fremtidige kontantstrømmene til XXL så må vi ha et avkastningskrav. Weighted average cost of capital (WACC) er et avkastningskrav som representerer gjennomsnittlig egenkapital- og gjeldskostnad, og vil bli brukt som diskonteringsfaktor.

6.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)

For å beregne WACC må vi først beregne avkastningskravet til egenkapitalen. CAPM-modellen brukes til å kalkulere hva en investor kan forvente å få i avkastning ved å investere i en aksje. Kapitalverdimodellen viser at forventet avkastning er lik risikofri rente pluss en risikopremie som avhenger av markedsrisikopremien og betaen til selskapet. (Allen, Brealey & Meyers, 2020)

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

$$E(R_i) = 3,18\% + 2,02 \cdot (5,8\% - 3,18\%)$$

$$E(R_i) = 8,43\%$$

6.2 Risikofri rente

Den risikofrie renten forteller oss hvilken avkastning en investor kan få ved å plassere kapitalen i en risikofri investering. Vi benytter oss av den 10-årige nasjonale statsobligasjonsrenten som risikofri rente. 30.12.2022 er datoen som vil bli brukt, siden dette var årets siste notering for 2022. Her var den risikofrie renten på 3,18%, der dette tallet er hentet fra Norges Bank sine sider.

(Norges Bank, 2023)

6.3 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen måler selskapets aksje svingninger i forhold til markedet. Altså hvor volatil aksjen er relativt sett opp i mot markedet. Markedets betaverdi er lik 1, og hvis aksjens beta-verdi er høyere enn 1, vil det si at aksjen vil svinge mer enn markedet relativt sett. Hvis betaverdien er mindre enn 1 vil den svinge mindre enn markedet relativt sett. Er betaen lik null er det ingen samvariasjon med markedet, og hvis betaen er negativ vil aksjen og markedet bevege seg i motsatte retninger.

Formelen for å beregne betaen er som følger:

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

For å beregne XXL sin beta brukte vi hovedindeksen ved Oslo Børs (OSEBX) som referanseindeks. Deretter sammenlignet vi den daglige avkastningen til OSEBX med XXLs daglige avkastning over de siste 5 historiske årene i Excel. Vi beregnet videre variansen til OSEBX og kovariansen mellom XXL og OSEBX, og vi fikk tilslutt en betaverdi på 1,13.

Det kunne vært interessant å sammenligne betaverdien med andre lignende selskaper, men siden XXL er det eneste selskapet på Oslo Børs som opererer i sport- og friluftsbansjen, velger vi å se bort i fra dette.

I henhold til Yahoo Finance er XXL sin betaverdi på 2,02. Den er beregnet på grunnlag av månedlige beregninger 5 år tilbake i tid (Yahoo Finance, 2023). Dette vil si at hvis markedet stiger med 1% vil XXLs aksjekurs stige med 2,02%. Vi velger å benytte oss av Yahoo sin betaverdien videre i oppgaven.

6.4 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie sier noe om den gjennomsnittlige meravkastningen en investor kan kreve å oppnå ved investering i selskapets aksje i forhold til en risikofri investering. PWC har gjennomført en undersøkelse der målet var å finne

risikopremien i det norske markedet, der de fant ut at denne var på 5% i 2022. (PWC, 2022). I årsrapporten for 2021 har XXL beregnet markedets risikopremie til å være 5,8%. Vi vil bruke 5,8% i risikopremie i beregningene fremover.

6.5 WACC

XXL er finansiert gjennom både gjeld og egenkapital, derfor må vi benytte denne vektete kapitalkostnaden til beregne et avkastningskravet basert på selskapets kapitalstruktur. I årsrapporten 2021 kommer det fram at XXL betaler i gjennomsnitt 3,41% i rente på sine lån. Kommende beregninger vil ta utgangspunkt i denne renten. Tidligere regnskapstall vil bli brukt for å beregne egenkapitalandelen og gjeldsandelen. CAPM-verdien vi har regnet ut vil bli brukt som avkastningskrav på egenkapitalen. Skattesatsen vil bli satt til 22%.

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

EK/TK: Egenkapitalandel

R_E: Avkastningskrav på egenkapitalen

G/TK: Gjeldsandel

R_G: Rente på gjeld

T_c: Skattesats

$$WACC = 37,7\% * 8,47\% + 62,3\% * 3,41\% * (1 - 0,22) = \underline{4,85\%}$$

Avkastningskravet til total kapitalen er lavere enn avkastningskravet til egenkapitalen. Dette skyldes at gjeldskostnaden er lavere enn avkastningskravet på egenkapitalen, og i tillegg er det et skattefradrag på gjelden. WACC-verdien på 4,85% vil bli brukt for å diskontere de fremtidige kontantstrømmene.

7. Diskontering av Kontantstrømmer

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Terminalverdi
Driftsinntekter	8 426	8 353	8 281	8 209	8 138	8 068	
Driftskostnader	8 190	8 107	8 020	7 942	7 862	7 780	
EBITDA	236	246	261	267	276	287	
Avskrivninger	703	689	668	678	692	704	
EBITA	- 467	- 443	- 407	- 411	- 416	- 417	
Skatt 22%	- 103	- 98	- 90	- 91	- 92	- 92	
NOPLAT	- 364	- 346	- 318	- 321	- 325	- 325	
Avskrivninger	703	689	668	678	692	704	
Investeringer		- 175	- 150	- 175	- 160	- 180	
Økning arbeidskapital	- 646	- 388	- 233	- 140	50	117	
Free cash flow	985	556	433	322	157	82	2 146
Terminalverdi diskontert	1 693						

Tabell 7.1: Estimert fremtidig kontantstrøm

Ovenfor i tabellen kan man se hva de fremtidige kontantstrømmene blir for XXL basert på tidligere estimeringer. Skattesatsen er fortsatt på 22%. For å estimere terminalverdien har Gordons formel blitt benyttet. I denne beregningen forutsettes det at fremtidig vekst (g) vil være 1%, fordi bransjen preges av lave marginer og høy konkurranse.

Vi anser den fremtidige kontantstrømmen til XXL til å bli synkende de kommende årene. Selskapet er inne i en negativ trend, og vi tror denne trenden vil fortsette. Selskapet taper stadig markedsandeler og hadde sitt dårligste resultatmessig år i 2022 på mange år. Vi har prøvd å estimere en aksjekurs for XXL per 31.12.2022 basert på de estimerte framtidige kontantstrømmene.

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

Nåverdi FCF prognoseperiode		1 398
+ Nåverdi terminal verdi		1 693
= Verdi Totalkapital		3 091
- Netto rentebærende gjeld	-	1 054
= Verdi egenkapital		2 037
Antall Aksjer		252 437 000
Estimert Aksjepris	kr	8,07
Aksjekurs 31.12.2022	kr	3,82

Rentebærende gjeld er det opplyst om i XXL's 4.kvartalsrapport i 2022. Vi kan se at vi har en estimert aksjekurs som er noe høyere enn den reelle aksjekursen.

Estimasjonene våre har vært relativt pessimistiske i henhold til XXL fremtidige utsikter, likevel er aksjekursen betydelig lavere enn vår estimasjon. Dette kan kanskje tolkes som at XXL sin aksje er undervurdert, og det finnes verdi i aksjen.

8. Markedsbasert Verdsettelse

Markedsbasert verdsettelse er å verdsette et selskap ved å sammenligne virksomheten med andre lignende selskaper i samme bransje eller marked. Denne verdsettelsen gjennomføres ved å se på ulike nøkkeltall blant forskjellige virksomheter på samme marked. XXL er dessverre den eneste børsnoterte sport- og friluftsvirksomheten som er på Oslo Børs. Av denne grunn har vi valgt å sammenligne XXL med tre utenlandske selskaper som opererer i samme bransje som XXL. Tallene er hentet fra Yahoo Finance den 16. mars.

8.1 Valg av komparative selskaper og multiplikatorer

Vi har valgt å sammenligne XXL opp i mot selskapene Under Armour, Foot Locker og Frasers Group. Under Armour og Foot Locker opererer den amerikanske børsen, mens Frasers Group opererer på Londons børs. Disse utenlandske markedene har sine forskjeller fra det norske markedet, og dette vil gjøre at multiplene ikke blir helt presise. Multiplene (P/E), P(S) og P(B) vil bli brukt som metoder for å sammenligne verdiene selskapene har.

Footlocker har flere butikker i Norden i likhet med XXL, men hovedfokus er deres primært på netthandel. Frasers Group er Storbritannias største sportsforhandler og opererer hovedsakelig med lave marginer. Under Armour holder til i USA og er et relativt kjent varemerke, men de selger kun sitt eget varemerke i butikke

8.2 Multippelverdier

	P/E	P/S	P/B
Under Armour	17,49	0,7	2,06
Foot locker	9,02	0,48	1,24
Frasers Group	11,7	0,71	2,76
XXL	28,88	0,1	0,26
Gj.snitt inkl XXL	16,77	0,50	1,58

Tabell 8.1: Multippelverdier

Verdiene ovenfor i tabellen er hentet fra Yahoo Finance og E24 børs. P/E er kalkulert ved å dele markedsverdien per aksje på resultat per aksje. P/S verdien er beregnet ved å dele selskapets totale markedsverdi på omsetning. For å finne P/B verdien må man dele selskapets totale markedsverdi på total egenkapital. Hvis P/E, P/S eller P/B verdien er lav indikerer det ofte at aksjen er undervurdert, og hvis verdiene er høye betyr det ofte at aksjen er overvurdert.

8.3 P/E-multiplikator

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

De sammenlignbare selskapene har en gjennomsnittlig P/E på 16,77, men siden XXL har et negativt årsresultat er det ikke mulig å beregne XXL sine estimerte aksjeverdi.

8.4 P/S-multiplikator

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

De sammenlignbare selskapene har en gjennomsnittlig P/S på 0,5.

$$\text{Estimert aksjeverdi} = (0,5 * 8\,426\,000\,000) / 252\,437\,000 = \underline{16.61}$$

8.5 P/B-multiplikator

De komparative virksomhetene har en gjennomsnittlig P/B på 1,58.

$$\text{Estimert aksjeverdi} = (1,58 * 3\,067\,000\,000) / 252\,437\,000 = \underline{19.20}$$

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

8.6 Oppsummering markedsbasert verdsettelse

XXL har en P/E som er betydelig høyere enn gjennomsnittet, mens P/S verdien og P/B verdien er lavere enn gjennomsnittet. Den estimerte aksjeverdien på 16,61 og 19,20 er betydelig høyere enn den virkelige aksjeprisen til XXL ved årsskiftet. Den estimerte aksjeprisen basert på P/E er det dessverre ikke mulig å kalkulere siden årsresultatet er negativt, men vi kan forutsette at denne er lik 0 når vi skal summere alle de tre aksjeprisene og ta et gjennomsnitt. Dette er det rimelig å anta fordi hvis resultatet hadde vært null så hadde den estimerte aksjeprisen vært lik null.

$$\text{Estimert aksjeverdi} = (19,20 + 16,61 + 0)/3 = 11,93$$

Denne estimasjonen er nærmere det som er den faktiske aksjeprisen på 3,82, men er fortsatt relativt høyere. Basert på denne markedsbaserte verdsettelsen kan XXL anses å være undervurdert. Dette støtter opp under den estimerte aksjeprisen på 8,07 under den fundamentale verdsettelsen.

9. Sensitivitetsanalyse

Formålet med en sensitivitetsanalyse er å måle hvor sensitiv en aksje endring er hvis man gjør små endringer i variabler. Hvis det er knyttet en usikkerhet til

kontantstrømanalysen, vil dette gjøre aksjekurs desto mer usikker.

Sensitivitetsanalysen vil sette søkelys på effekten av endringer i EBITDA, WACC og beta.

9.1 Sensitivitetsanalyse EBITDA

Endring EBITDA	Aksjepris	% endring Aksjepris
-10 %	kr 5,87	-15,8 %
-5 %	kr 6,97	-13,6 %
0 %	kr 8,07	0 %
5 %	kr 9,17	13,6 %
10 %	kr 10,27	12,0 %

Tabell 9.1: Endring i aksjekurs ved endring i EBITDA

Fra tabellen ovenfor kan vi se at aksjeprisen er relativt sensitiv i forhold til endringer i EBITDA. En 5% økning i EBITDA fører til en 13,6% økning i aksjepris.

9.2 Sensitivitetsanalyse WACC

Endring WACC	Ny WACC	Aksjepris	% endring Aksjepris
-25 %	3,64 %	kr 11,88	9,3 %
-20 %	3,88 %	kr 10,87	8,6 %
-15 %	4,12 %	kr 10,01	8,0 %
-10 %	4,37 %	kr 9,27	7,4 %
-5 %	4,61 %	kr 8,63	6,9 %
0 %	4,85 %	kr 8,07	0,0 %
5 %	5,09 %	kr 7,57	-6,2 %
10 %	5,34 %	kr 7,13	-5,8 %
15 %	5,58 %	kr 6,73	-5,6 %
20 %	5,82 %	kr 6,37	-5,3 %
25 %	6,06 %	kr 6,04	-5,2 %

Tabell 9.2: Endring i aksjekurs ved endring i WACC

En endring i WACC har en mindre påvirkning på aksjekursen enn en endring i EBITDA. Hvis WACC reduseres med 5% vil aksjekursen steget med 6,9%.

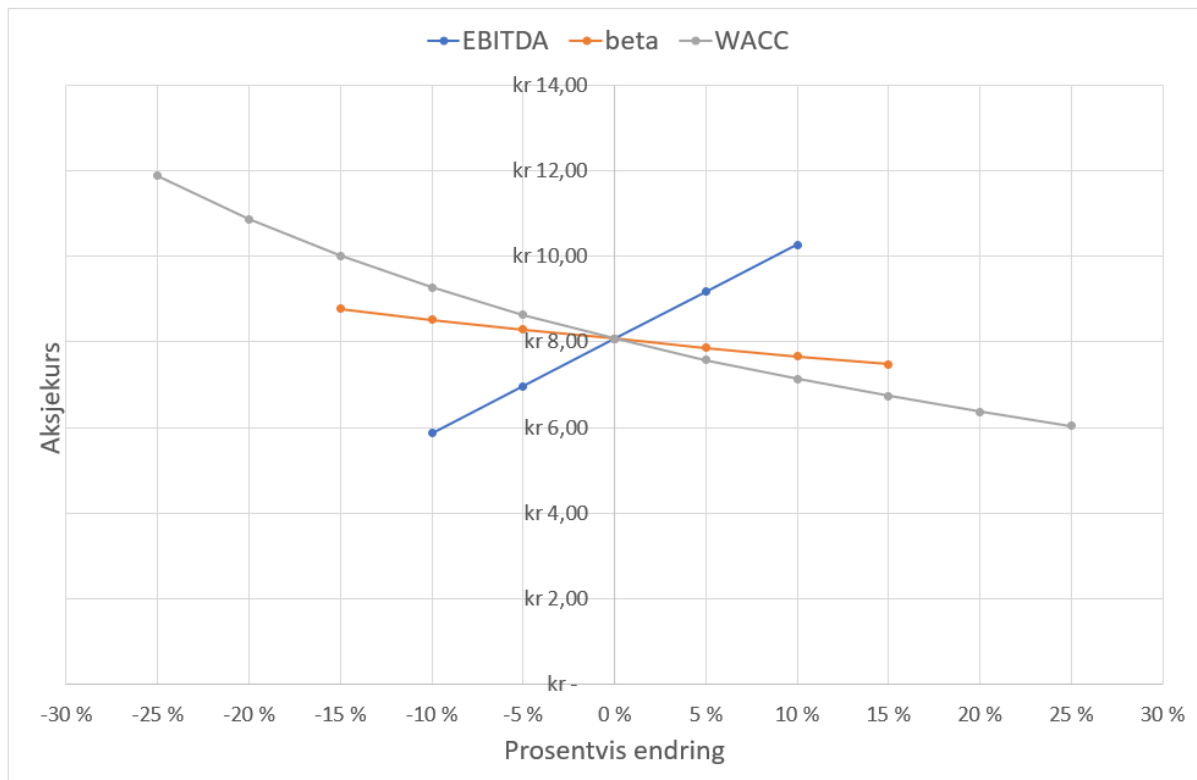
9.3 Sensitivitetsanalyse beta

Endring Beta	Ny Beta	Aksjepris	% endring Aksjepris
-15 %	1,72	kr 8,77	2,9 %
-10 %	1,82	kr 8,52	2,8 %
-5 %	1,92	kr 8,29	2,7 %
0 %	2,02	kr 8,07	0,0 %
5 %	2,12	kr 7,86	-2,6 %
10 %	2,22	kr 7,66	-2,5 %
15 %	2,32	kr 7,47	-2,5 %

Tabell 9.3: Endring i aksjekurs ved endring i beta

Endring i beta har relativt sett mindre påvirkning enn endringer i både EBITDA og WACC. En reduksjon på 5% i beta fører til en 2,7% økning i aksjepris.

9.4 Oppsummering Sensitivitetsanalyse



Figur 9.4: Oppsummering Sensitivitetsanalyse

Ovenfor kan man se en grafisk illusjon av sensitivitetsanalysen. Her ser man at EBITDA har den bratteste kurven, noe som betyr at XXL burde fokusere på å forbedre driftsinntekter og driftskostnader, siden dette har størst påvirkning på aksjekursen relativt sett. WACC har nest størst påvirkning og betaen har minst påvirkning av de tre.

10. Konklusjon

De siste årene har vært relativt turbulente for XXL. Til tross for store markedsandeler har selskapet møtt store utfordringer. I 2020 og 2021 opplevde selskapet en opptur med høy omsetning som et resultat av korona-pandemien. Nå som pandemien er over, har XXL i 2022 levert et av sine dårligste økonomiske år på mange år.

Kundene har nå vendt fokuset mot tjenester fremfor sportsutstyr, som er dårlig nytt for XXL. I tillegg er Oslo Børs inne i en turbulent tid, der uforutsigbarheten er stor og styringsrenten øker. Dette har gått hardt utover XXLs aksjepris, siden investorer foretrekker sikre og stabile selskaper fremfor et vekstselskap som XXL i slike tider. Dette gjør at XXL må tilpasse seg for å snu denne negative trenden.

I denne strategiske analysedelen har vi identifisert XXLs svakheter og styrker gjennom forskjellige analyser. Dette ga oss innsikt i at selskapet står relativt godt rustet for kommende tider, men de må være observante på potensielle trusler fra nyetableringer.

Basert på XXLs historiske regnskapstall fra 2017 til 2022 og en subjektiv vurdering estimerte vi fremtidige kontantstrømmer. Disse estimasjonene la grunnlaget for vår verddivurdering av XXLs aksjepris. Resultatet av denne verdsettelsen ga oss en aksjeverdi på 8,07 kr, som er omtrent det dobbelte av den faktiske aksjeverdien den 31.12.2022, der aksjeverdien var på 3,82. Dette indikerer at XXL er underpriset basert på våre analyser. Det er imidlertid viktig å merke seg at det er stor usikkerhet knyttet til de forutsetningene vi har tatt i henhold til analysen.

Vi har også gjennomført en verdsettelse av XXL ved å sammenligne lignende selskaper på den britiske og amerikanske børsen. Denne analysen ga oss en aksjepris på 11,93 kr. Denne analysen indikerer også at XXL er underpriset. Det er derimot viktig å påpeke at det kan være krevende å sammenligne virksomheter som opererer med høyere omsetning og i større markeder. Likevel kan dette tolkes som at sportsbutikker er lønnsomme, derfor har XXL potensialet til å snu den negative trenden.

Sensitivitetsanalysen viser oss hvordan aksjekursen til selskapet påvirkes av endringer i ulike verdier. Våre resultater viser at endringer i EBITDA har størst innvirkning på aksjekursen. Dette understreker at XXL må sørge for øke inntjeningen og redusere kostnader dersom de ønsker å øke XXLs aksjekurs mest mulig.

11. Tabell- og figurliste

- Figur 3.2.3: Kundetilfredshet i sportsbransjen. Kilde: Norsk Kundebarometer 2022.
- Tabell 3.2.5: Oppsummering av VRIO-analyse.
- Tabell 3.4.6: Oppsummering Porters femfaktormodell.
- Tabell 3.5: SWOT
- Tabell 4.1: Resultatregnskap
- Tabell 4.2: Balanseregnskapet
- Tabell 4.3: Likviditetsgrad 1 og 2
- Tabell 4.4: Finansierungsgrad 1
- Tabell 4.5: Gjeldsgrad og Egenkapitalandel
- Tabell 4.6: Lønnsomhet
- Tabell 5.1.1: Historiske driftsinntekter
- Tabell 5.1.2: Fremtidige driftsinntekter
- Tabell 5.2.1: Historiske driftskostnader
- Tabell 5.2.2: Fremtidige driftskostnader
- Tabell 5.3.1: Historiske avskrivninger
- Tabell 5.3.2: Fremtidige avskrivninger
- Tabell 5.4.1: Historisk arbeidskapital
- Tabell 5.4.2: Fremtidig arbeidskapital
- Tabell 5.5: Fremtidige investeringer
- Tabell 7.1: Estimert fremtidig kontantstrøm
- Tabell 8.1: Multippelverdier
- Tabell 9.1: Endring i aksjekurs ved endring i EBITDA
- Tabell 9.2: Endring i aksjekurs ved endring i WACC
- Tabell 9.3: Endring i aksjekurs ved endring i beta
- Figur 9.4: Oppsummering Sensitivitetsanalyse

12. Kildeliste

BI. (2022). *Norsk Kundebarometer*.

<https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/resultater-2022/>

Bjergaard, A.P. (2023, 16.februar). Bjørn Rune Gjelsten puster XXL i nakken.

Finansavisen.

<https://www.finansavisen.no/handel/2023/02/16/7986487/sport-1-puster-xxl-i-nakken>

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

Bøe, E. (2022, 27.oktober). Tordner mot XXL-ledelsen: – Retail er ikke så forbanna vanskelig. *E24*.

<https://e24.no/boers-og-finans/i/nQQ5Oo/tordner-mot-xxl-ledelsen-retail-er-ikke-saa-forbanna-vanskelig>

E24 Børs. (2023, 16. mars). XXL ASA. Hentet den 16. mars 2023 fra:

<https://e24.no/bors/instrument/XXL.OSE>

Erichsen, M., Solberg, F. & Stiklestad, T. (2018) *Ledelse i små- og mellomstore bedrifter* (2.utgave). Fagbokforlaget.

Ertesvåg, F. (2023, 20.mars). Mange unge flytter treningen fra idrettslag til treningssenter. *VG*.

<https://www.vg.no/nyheter/innenriks/i/5BrBGK/mange-unge-flytter-treningen-fra-idrett-slag-til-treningssenter>

Ghaderi, H. (2023, 6.februar). Svakeste krone på to år: – Alt blir dyrere. *Nettavisen*.

<https://www.nettavisen.no/okonomi/svakeste-krone-pa-to-ar-alt-blir-dyrere/s/5-95-900532>

Haugan, B., Johnsen, A.B. & Røsvik, E. (2023, 6.januar). Næringslivstoppene: Tror ikke du får reallønnsvekst i år. *VG*.

[https://www.vg.no/nyheter/innenriks/i/Kn6Jb7/naeringslivstoppene-tror-ikke-du-faar-r
ealloennsvekst-i-aar](https://www.vg.no/nyheter/innenriks/i/Kn6Jb7/naeringslivstoppene-tror-ikke-du-faar-r
ealloennsvekst-i-aar)

Hopland, S. (2019, 16.august). G-sport legges ned - Gresvig satser på Intersport E24.

<https://e24.no/naeringsliv/i/op83q7/g-sport-legges-ned-gresvig-satser-paa-intersport>

Hopland, S. XXL solgte sportsutstyr for 10,4 milliarder i coronaåret 2020. (2021, 5.februar). E24.

[https://e24.no/boers-og-finans/i/x3OG78/xxl-solgte-sportsutstyr-for-104-milliarder-i-c
oronaaaret-2020](https://e24.no/boers-og-finans/i/x3OG78/xxl-solgte-sportsutstyr-for-104-milliarder-i-c
oronaaaret-2020)

H&M. (2023). *Sport*

https://www2.hm.com/no_no/sport.html

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

Jordheim, H.M. & Wig, K. (2019, 27.juni) XXL-ansatte i Norge beordret til armhevinger. E24.

<https://e24.no/naeringsliv/i/GG555B/xxl-ansatte-i-norge-beordret-til-armhevinger>

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

Kværnes. M. (2022, 27.oktober). Svakere salg enn ventet for XXL: – Vi må gjenoppfinne oss selv. *Dagens Næringsliv*.

[https://www.dn.no/handel/svakere-salg-enn-ventet-for-xxl-vi-ma-gjenoppfinne-oss-sel
v/2-1-1341521](https://www.dn.no/handel/svakere-salg-enn-ventet-for-xxl-vi-ma-gjenoppfinne-oss-sel
v/2-1-1341521)

Lorentzen, M. & Sørheim, T. XXL vil på børs. (2014, 26.mai). E24.

<https://e24.no/karriere-og-ledelse/i/e1pxMR/xxl-vil-paa-boers>

Lorvik, N. (2022, 15.juli). XXL-sjefen har hatt sin siste dag: – Ikke optimalt å slutte nå. *Nettavisen*.

<https://www.nettavisen.no/okonomi/xxl-sjefen-har-hatt-sin-siste-dag-ikke-optimalt-a-slutte-na/s/5-95-573605>

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

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

Norges Bank (2023, 25. mars) *Generiske statsrenter*

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/generiske-statsrenter/>

Norges Bank. (2023, 23.mars). *Rentebeslutning mars 2023*.

<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2023/mars-2023/>

NTB. (2020, 23.februar). Arbeidstilsynet: Alvorlige brudd på arbeidsmiljøloven i XXL. *Nettavisen*.

<https://www.nettavisen.no/nyheter/arbeidstilsynet-alvorlige-brudd-pa-arbeidsmiljoloven-i-xxl/s/12-95-3423927669>

Proff.no. (2023) *XXL Sport & Villmark AS*

<https://www.proff.no/selskap/xxl-sport-villmark-as/oslo/sports-og-fritidsutstyr/IEL2VP407RA/>

PWC (2023, 25. mars) *Risikopremien i det norske markedet*

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

Solberg, E. (2023, 16.februar). Bråstopp for sportsutstyr. *Dagens Næringsliv*.

<https://www.dn.no/handel/sportsbutikker/sportsbransjen/xxl/brastopp-for-sportsutstyr/2-1-1405212>

Stadium Outlet. (2023). *Butikker*.

<https://www.stadiumoutlet.no/butikker>

Statistisk sentralbyrå. (2023, 10.februar). *KPI opp 7,0 prosent siste tolv måneder*

<https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/konsumpriser/statistikk/konsumprisindeksen/artikler/kpi-opp-7-0-prosent-siste-tolv-maneder>

Statistisk sentralbyrå. (2021, 8. desember). *Idrett og friluftsliv, levekårsundersøkelsen*.

<https://www.ssb.no/kultur-og-fritid/idrett-og-friluftsliv/statistikk/idrett-og-friluftsliv-levekarsundersokelsen>

Wig, K. (2022, 2. februar). LO-sjefen om XXL-varsler: – Vi har dessverre sett en urovekkende økning av overvåkning i arbeidslivet over mange år. *Dagens Næringsliv*.

<https://www.dn.no/arbeidsliv/lo-sjefen-om-xxl-varsler-vi-har-dessverre-sett-en-urovekkende-okning-av-overvakning-i-arbeidslivet-over-mange-ar/2-1-1160721>

Wig, K. (2020, 28. januar). Nav fryser XXL-samarbeidet – krever arbeidsmiljø-tiltak. *E24*.

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

XXL. (2019, 21. oktober). *Visste du at...*

<https://www.xxl.no/tips/gc/om-xxl/annet/fakta-om-xxl-og-baerekraft>

XXL. (2019, 16. oktober). *Dette er XXL sport og villmark*.

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

XXL ASA (2018). *XXL ASA Annual Report 2017*.

<https://www.xlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/XXL-ASA-Annual-Report-2017.pdf> (Lastet ned: 21. februar. 2023)

XXL ASA (2019). *XXL ASA Annual Report 2018*.

<https://www.xlasa.com/wp-content/uploads/2019/04/XXL-ASA-Annual-Report-2018.pdf> (Lastet ned: 21. februar. 2023)

XXL ASA (2020). *XXL ASA Annual Report 2019*.

<https://www.xlasa.com/wp-content/uploads/2020/04/XXL-ASA-Annual-Report-2019.pdf> (Lastet ned: 21. februar. 2023)

XXL ASA (2021). *XXL ASA Annual Report 2020*.

<https://www.xlasa.com/wp-content/uploads/2021/04/XXL-ASA-Annual-Report-2020.pdf> (Lastet ned: 21. februar. 2023)

XXL ASA (2022). *XXL ASA Annual Report 2021*.

<https://www.xlasa.com/wp-content/uploads/2022/04/XXL-ASA-Annual-Report-2021.pdf> (Lastet ned: 21. februar. 2023)

XXL ASA (2023) *Interim report Q4 2022*.

<https://www.xlasa.com/wp-content/uploads/2023/02/XXL-ASA-Interim-report-Q4-2022.pdf> (Lastet ned: 21. februar 2023)

Yahoo Finance. (2023, 16.mars). Foot Locker, Inc. Hentet den 16. mars 2023 fra:

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

Yahoo Finance. (2023, 16. mars). Frasers Group, Inc. Hentet den 16. mars 2023 fra:

<https://finance.yahoo.com/quote/FRAS.L?p=FRAS.L&.tsrc=fin-srch>

Yahoo Finance. (2023, 16. mars). Under Armour, Inc. Hentet den 16. mars 2023 fra:

<https://finance.yahoo.com/quote/UA?p=UA&.tsrc=fin-srch>

Yahoo Finance. (2023, 16. mars). XXL ASA. Hentet den 16. mars 2023 fra:

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

