

Maria Isabelle Buset
Filip Iversby Hvideberg
Sivert Bjørnebo Langerud

Hva er XXL ASA verdt per 31.12.2023?

What is XXL ASA worth as of 31.12.2023?

Hovedoppgave i Økonomi og Administrasjon
Veileder: Are Oust
April 2024

Maria Isabelle Buset
Filip Iversby Hvideberg
Sivert Bjørnebo Langerud

Hva er XXL ASA verdt per 31.12.2023?

What is XXL ASA worth as of 31.12.2023?

Hovedoppgave i Økonomi og Administrasjon
Veileder: Are Oust
April 2024

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

Forord

Tre års studieløp ved Handelshøyskolen NTNU kulminerer med bachelorskriving som etter forfatternes mening har vært et interessant, og ikke minst lærerikt, prosjekt. Selve oppgaven har et omfang på 7.5 studiepoeng, og vil basere seg rundt tematikk knyttet til fordypningen *Finansiell styring*. Etter noe idemyldring og milde diskusjoner falt valget på å skrive en verdsettelse av et selskap notert på Oslo Børs da en slik besvarelse dekker store deler av pensum for de foregående årene.

Gruppen består av tre personer med nokså ulike bakgrunner og akademisk tilnærming, men ved valg av spesifikt selskap ble det raskt etablert at sport og fysisk aktivitet generelt var et interesseområde for samtlige. Med det var sportsbransjen en naturlig sektor, og selskapet som vakte mest interesse var til slutt XXL. Sportskjeden er i media i tide og utide, og med en utvikling på aksjekursen som har vært svært dystert synes forfatterne det virket spennende å gjøre en fundamental analyse av selskapet.

Gruppen vil rette en takk til veileder Are Oust for innspill, svar på spørsmål og generelt tilfredsstillende veiledning til arbeidet med besvarelsen.

Avslutningsvis ønskes det påpekt at oppgavens innhold står for forfatternes regning.

Sammendrag

Formålet med bacheloroppgaven er å gjennomføre en verdsettelse på XXL ASA ved å svare på vår problemstilling; Hva er XXL ASA verdt per 31.12.2023?

Innledningsvis i besvarelsen er det utarbeidet en selskaps- og bransjeanalyse som dannet informasjonsgrunnet for den videre strategiske analysen. Den strategiske analysen ble delt inn i en ekstern analyse der PESTEL og Porters femfaktormodell blir anvendt, før interne faktorer blir kartlagt gjennom ressurs- og VRIO-analyse. Hele analysen blir til slutt presentert i en SWOT-tabell. Av tabellen fremkommer det at XXL befinner seg i et konkurranseintensivt marked som følgelig danner en rekke trusler, men likevel er markedet stort nok til at det skal mulig å være lønnsomme. XXL har tidligere vist seg å kunne drive med overskudd, og selv om de siste årene har vært trøblete, skal det være mulig å ha en positiv bunnlinje igjen om det foretas gode valg og fornuftige strategier fremover.

Videre foretas det en regnskapsanalyse der vi presenterer og tar for oss selskapene Kid og Bike24 for å kunne sammenligne regnskapene mot forholdsvis like selskaper. Her fremkommer XXL sin smått utfordrende finansielle helse, men det er likevel nøkkeltall som kan ses på som tilfredsstillende.

Den strategiske analysen og regnskapsanalysen blir så lagt til grunn for vår prognostiserte kontantstrømsanalyse. Først estimerer vi en rekke nøkkeltall, før vi til slutt presenterer alt samlet gjennom den nevnte kontantstrømanalysen.

Avkastningskravet for total kapital (WACC) ble beregnet til 7.4%, og sammen med en vekstfaktor satt til 1% diskonterte vi kontantstrømmene og terminalverdien. Kursmålet vi kom frem til ble 0.675. I tillegg til den fundamentale analysen ble det foretatt en markedsbasert analyse der vi kom frem til et kursmål på 1.435.

Vi har valgt å vektlegge verdsettelsene 50/50 som resulterer i et kursmål på kr 1.055. Per 31.12.2023 var XXL sin aksjekurs kr 0.95. Med det er vi kommet frem til en oppside på 11%. I analysen er det tatt forutsetninger og det foreligger en rekke usikre faktorer, som gjør at vi hverken ønsker å fremme noen kjøps- eller salg anbefaling, og heller vil anbefale "Hold".

Abstract

The purpose of this bachelor thesis is to perform a valuation of XXL ASA by answering our problem question; What is XXL ASA worth as of 31.12.2023?

Initially we perform an analysis of XXL and the industry itself which forms the base of our further strategic analysis. The strategic analysis is further divided into an external part where we apply PESTEL and Porter's Five Forces, before internal factors are mapped through a resource- and VRIO-analysis. The entire analysis is then presented in a SWOT table. From the table it is visualized that XXL is in a highly competitive market which poses several threats, but nevertheless, the market should be large enough to be able to be profitable. XXL has previously shown itself capable of operating at a profit, and although the recent years have been troubled, it should be possible to have a positive bottom line again with good choices and sensible strategies going forward.

Furthermore, a financial analysis is conducted, where we present and examine the companies Kid and Bike24 in order to compare the financial statements against relatively similar companies. Here, XXL's somewhat challenging financial position is presented, but there are still key figures that can be considered satisfactory.

The strategic analysis and financial analysis are then used as the basis for our projected cash flow analysis. First do we estimate a range of key figures, before finally presenting everything through the mentioned cash flow analysis.

The weighted average cost of capital (WACC) was calculated to be 7.4%, and together with a growth factor set at 1%, we discounted the cash flows and terminal value. We arrived at a price of 0.675 in our fundamental analysis, and in the market-based analysis we arrived at a price target of 1.435.

We chose to emphasize the valuations 50/50, resulting in a price target of NOK 1.055. As of 31.12.2023, XXL's stock price was NOK 0.95. With this we arrive at an upside of 11%. The analysis itself is based on different assumptions and uncertain factors, which makes us not want to recommend either a "Buy" or "Sell" order, but rather the safer "Hold".

Innholdsfortegnelse

1 Innledning	1
1.1 Motivasjon	1
1.2 Problemstilling	1
1.3 Avgrensing	1
1.4 Oppbygging.....	2
2 Selskaps- og bransjeanalyse	3
2.1 Sportsbransjen.....	3
2.2 Om XXL	4
2.3 Konkurrenter	5
3 Strategisk analyse	6
3.1 Ekstern analyse	6
3.1.1 PESTEL	6
3.1.2 Porters femfaktormodell	10
3.2 Intern analyse	14
3.2.1 Ressurser	14
3.2.2 VRIO-analyse	15
3.2.3 SWOT-analyse.....	19
4 Regnskapsanalyse / analyse av risiko og lønnsomhet	20
4.1 Om regnskapsanalysen.....	20
4.1.1 Introduksjon KID	20
4.1.2 Introduksjon BIKE24.....	21
4.2 Resultatregnskap	22
4.3 Balanseregnskap	23
4.3.1 Anleggsmidler.....	24
4.4 Kontantstrøm.....	25
4.5 Lønnsomhet.....	26
4.5.1 Totalkapitalrentabilitet.....	26
4.5.2 Egenkapitalrentabilitet	28
4.5.3. Driftsmargin	30
4.6 Finansiering.....	31
4.6.1 Finansieringsgrad 1	31
4.6.2 Arbeidskapital	33
4.7 Soliditet.....	35
4.7.1 Gjeldsgrad	35
4.7.2 Egenkapitalandel.....	36

4.8 Likviditet.....	38
4.8.1 Likviditetsgrad 1	38
4.8.2 Likviditetsgrad 2	39
5 Prognose av fremtidige kontantstrømmer	41
5.1 Driftsinntekter	41
5.2 Driftskostnader.....	42
5.3 Avskrivninger og nedskrivninger	45
5.4 Arbeidskapital	46
5.5 Fri kontantstrøm.....	47
6 Avkastningskrav	51
6.1 Kapitalverdimodellen (CAPM):.....	51
6.1.1 Risikofri rente	51
6.1.2 Egenkapitalbeta.....	52
6.1.3 Markedets risikopremie	52
6.2 WACC.....	52
6.2.1 Utrekning WACC	53
7 Sammensetning fundamental verdsettelse.....	54
8 Sammensetning markedsbasert verdsettelse	55
8.1 Price/Earnings (P/E).....	55
8.2 Price/Book (P/B).....	56
8.3 Price/Sales (P/S).....	57
8.4 Enterprise Value/ Earnings Before Interest and Taxes (EV/EBIT).....	57
8.5 Enterprise Value/ Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EV/EBITDA).....	58
8.6 Oppsummering.....	59
9 Sensitivitetsanalyse og diskusjon	61
9.1 Sensitivitetsanalyse WACC	61
9.2 Sensitivitetsanalyse beta	62
10 Kritikk.....	63
11 Konklusjon.....	65
12 Kilder	66

Figurliste

Figur 1: Børsutvikling XXL (Euronext, n.d).....	4
Figur 2: NOK VS. Euro	8
Figur 3: Industry Rivalry (Wikipedia, 2023).....	10
Figur 4: Konkurrenter (Handelshøyskolen BI, 2023).....	18
Figur 5: Totalkapitalrentabilitet for XXL, KID og BIKE24 for perioden 2019 – 2023	27
Figur 6: Egenkapitalrentabilitet for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 – 2023.....	29
Figur 7: Driftsmargin for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023	30
Figur 8: Finansieringsgrad 1 for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023.....	32
Figur 9: Arbeidskapital for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023	34
Figur 10: Gjeldsgrad for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023	35
Figur 11: Egenkapitalandel for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 – 2023.....	37
Figur 12: Likviditetsgrad 1 for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023.....	38
Figur 13: Likviditetsgrad 2 for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023.....	40
Figur 14: Styringsrente i prosent.....	42

Tabelliste

Tabell 1: VRIO analyse.....	19
Tabell 2: SWOT analyse	19
Tabell 3: Resultatregnskap for XXL 2019 – 2023 (XXL ASA, n.d.).....	22
Tabell 4: Balanseregnskap for XXL 2019 – 2023 (Tall i millioner NOK)	23
Tabell 5: Anleggsmidler for XXL 2019 - 2023 (Tall i millioner NOK).....	24
Tabell 6: Kontantstrøm for XXL 2019 - 2023 (Tall i millioner NOK).....	25
Tabell 7: Totalkapitalrentabilitet for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023.....	27
Tabell 8: Egenkapitalrentabilitet for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023	28
Tabell 9: Driftsmargin for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023.....	30
Tabell 10: Finansieringsgrad 1 for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023.....	31
Tabell 11: Arbeidskapital for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023	33
Tabell 12: Gjeldsgrad for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023.....	35
Tabell 13: Egenkapitalandelen for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023.....	36
Tabell 14: Likviditetsgrad 1 for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023	38
Tabell 15: Likviditetsgrad 2 for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 – 2023	39
Tabell 16: Driftsinntekter for XXL i perioden 2019 - 2023	41
Tabell 17: Total og snitt av driftsinntekter	41
Tabell 18: Prognose av driftsinntekter for XXL i perioden 2024 - 2028	41
Tabell 19: EBITDA margin for XXL i perioden 2019 - 2023	43
Tabell 20: Prognose for EBITDA margin for XXL i perioden 2024 - 2028	44
Tabell 21: Avskrivninger og nedskrivninger for XXL i perioden 2019-2023.....	45
Tabell 22: Prognose for avskrivninger og nedskrivninger for XXL i perioden 2024-2028.....	45
Tabell 23: Arbeidskapital for XXL i perioden 2019 - 2023	46
Tabell 24: Prognose for arbeidskapital for XXL i perioden 2024 - 2028	46
Tabell 25: Kontantstrømanalyse for XXL i perioden 2019 - 2023.....	47
Tabell 26: Prognose av kontantstrømanalyse for XXL i perioden 2024 - 2028	48
Tabell 27: CAPM for XXL.....	51
Tabell 28: Fundamental verdsettelse av XXL	54
Tabell 29: Price/Earnings for XXL, KID og BIKE24	55
Tabell 30: Price/Book for XXL, KID og BIKE24	56
Tabell 31: Price/Sales for XXL, KID og BIKE24.....	57
Tabell 32: EV/EBIT for XXL, KID og BIKE24	58
Tabell 33: EV/EBITDA for XXL, KID og BIKE24.....	58
Tabell 34: Beregnet kursmål for XXL ved ulike multipler	59
Tabell 35: Sensitivitetsanalyse WACC.....	61

Tabell 36: Sensitivitetsanalyse beta.....	62
---	----

1 Innledning

1.1 Motivasjon

Etter et strålende 2020 for hele sportsbransjen har det de senere årene blitt noe mer, og særlig for XXL som har hatt omsetningsnedgang åtte påfølgende kvartal (Norsk Sportsbransjeforening, 2024). Bransjen er preget av knallhard konkurranse og det er et marked som konstant er i endring. Det som er ekstra spennende med XXL er at det er en kjede de aller fleste har et forhold til, da de når ut til de ivrigste entusiastene, i tillegg til de som skal ha det aller enkleste. En slik kombinasjon kan ses på som utfordrende da det krever nøye overveide varelager, markedsføring og ansatte som håndterer ulike kunder.

Fra slutten av 2020 har aksjekursen til XXL falt med mer enn 90%, og idet årsrapporten ble lagt frem 08.02 falt kursen to-sifret på dagen (Euronext, n.d.). Aksjen fremstår volatil, og det virker som investorer ikke helt evner å sette en eksakt verdsettelse på selskapet. Med det blir det helt klart en utfordring for oss forfatterne å treffe på verdsettingen, men vi tror det blir interessant og ikke minst veldig lærerikt.

1.2 Problemstilling

For besvarelsen er følgende problemstilling valgt; *“Hva er XXL ASA verdt per 31.12.2023?”*. For å gi et best og mest nøyaktig svar på problemstillingen vil det utarbeides ulike analyser. Innledningsvis vil eksterne og interne faktorer undersøkes, før det utføres fundamentale- og markedsmessige analyser som har rot i fremlagte regnskap og annen tilgjengelig informasjon.

1.3 Avgrensing

For å skrive en presis og velartikulert oppgave ser forfatterne det nødvendig å avgrense besvarelsen på noen områder. XXL har vært børsnotert siden høsten 2014, men her vil det kun tas utgangspunkt i tall fra de siste fem årene - det vil si fra og med 2019 til 31.12.2023. Om en leser regnskapene og analyser fra meglerhus er det svært nærliggende å tenke seg til at en emisjon vil være nødvendig innen ikke altfor lang tid. En slik finansieringsrunde kan komme når som helst, i tillegg annen kurssensitiv informasjon, og for at fundamentale

grunnlag for analyser ikke skal endres betraktelig føles det også naturlig ikke å innhente informasjon etter 31.12.

Sportsbransjen, herunder de store sportskjedene, omsetter totalt for 13.1 milliarder kroner i året, fordelt på en rekke aktører (Norsk Sportsbransjeforening, 2024). Størrelsen og markedsandelene til de ulike kjedene er svært ulike, og i besvarelsen vil det fokuseres på de største. Følgende selskaper vil det tas stilling til i første del av oppgaven: *XXL, Sport 1, Intersport, Stadion, Sport Outlet*. De fire sistnevnte vil vi se opp mot XXL ved markeds- og nøkkeltallsanalyser for best å kunne regne hjem en god verdsettelse på XXL. I andre del av besvarelsen, der en tar for seg regnskapstall og regner hjem verdsettelse mv. vil XXL imidlertid bli sett opp mot andre selskaper. For å ha et tilstrekkelig tallgrunnlag for selskapene det skal sammenlignes med er det en fordel å være børsnotert, og med det er det *Kid* og *Bike24* vi vil sammenligne med avslutningsvis.

1.4 Oppbygging

Innledningsvis vil besvarelsen under sports- og bransjeanalysen fremme XXL som selskap, herunder deres verdier, forretningsstrategi mv, før også sportsbransjen som helhet blir diskutert. Videre foretas det en strategisk analyse der en grundig tar for seg både eksterne og interne faktorer som potensielt kan påvirke XXL. 08.02 ble årsrapporten for selskapet lagt frem, og oppgaven vil ta for seg regnskapene for de siste fem år, frem til og med nevnte 08.02.

Besvarelsen vil videre regne hjem en prognose av fremtidige kontantstrømmer, og det vil i tillegg bli utarbeidet et estimert avkastningskrav. Oppgaven vil kulminere i en fullstendig verdsettelse der en både ser det fra et markedsbasert perspektiv, men også fra et fundamentalt perspektiv. Avslutningsvis vil det presenteres en sensitivitetsanalyse og helt til slutt en konklusjon på hva forfatterne faktisk mener XXL er verdt.

2 Selskaps- og bransjeanalyse

En selskaps- og bransjeanalyse kan ses på som formålstjenlig for å fremlegge bakgrunnsinformasjon en tar med seg videre i de mer omfattende analysene. Her vil innledningsvis sportsbransjen under ett bli kort redegjort for, før XXL som selskap samt deres konkurrenter kort blir presentert.

2.1 Sportsbransjen

Sportsbransjen opplevde generelt svært gode år i 2020 og 2021, men etter det har pilene pekt nedover, sett bransjen over ett. I 2022 opplevde bransjen et omsetningsfall på 9.3 prosent mot 2021, mens omsetningen falt videre til 2.9 prosent i 2022 (Norsk Sportsbransjeforening, 2023). Nedgangen kan likevel tenkes å ha en nærliggende forklaring; under pandemien økte nemlig omsetningen med 21 prosent, og etter en slik oppgang er det plausibelt med en liten korreksjon.

Selve bransjen for salg av sports- og friluftsutstyr kan argumenteres for å være i stadig endring - både for konsumentene og aktørene. For åtte-ni år siden stod de store sportskjedene for 90 prosent av omsetningen for sportsbransjen, mens Norsk Sportsbransjeforening nå har regnet hjem at det totale markedet er på 25.5 milliarder kroner og de store sportskjedene står for 13.1 milliarder av dem, eller 53 prosent. Aktører i andre bransjer tar markedsandeler gjennom å utvide sitt sortiment i tillegg til at netthandel har slått seg virkelig stort opp i Norge. Med økt konkurranse og fallende omsetning kan det med det argumenteres for at sportsbransjen går en krevende tid i møte - XXL inkludert.

2.2 Om XXL

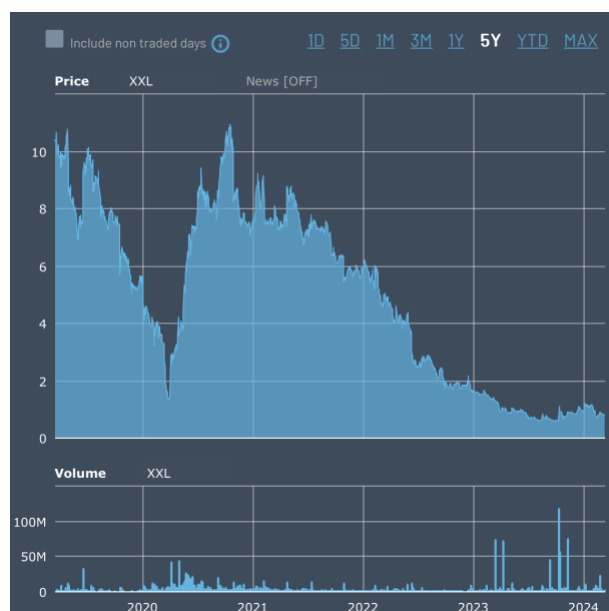
XXL entret sportsbransjen i 2001 med det som den gang var et helt nytt konsept - nemlig et stort lager som salgsløse. Selskapet har vokst jevnt og trutt, og samtidig ekspandert virksomheten til flere land, deriblant Sverige, Finland og Østerrike, samt netthandel i Danmark (XXL, 2020). Per 08.02 har de imidlertid valgt å avslutte satsingen i de to sistnevnte landene. Omsetningsmessig solgte XXL for 7.961 milliarder kroner i regnskapsåret 2023, som er betydelig lavere enn toppåret 2020 der omsetningen endte på 10.4 milliarder kroner. Børsutviklingen til selskapet har ei heller vært positiv i senere tid, og det tyder på at

aksjonærene ikke er blitt særlig imponert over driften til selskapet. Fra en aksjekurs som vaket rundt 10 kroner for fem år siden til 0.95 den 31.12 er det en nedgang på 90.5 prosent (Euronext, n.d.). Ved et børsnotert selskap vil det kontinuerlig være analytikere og personer som regner på verdien til et selskap, og i teorien vil med det kursen reflektere verdien på selskapet. Kursen blir i så måte et godt anslag på hvor godt selskapet leverer, og troen på markedet. XXL har med det en utfordring ikke bare med å bli lønnsomme, men også med å få tilbake troen fra aksjonærene.

Selskapets motto er “All sports united. Sports unite all”, og gjennom sitt varelager gir de uttrykk for å treffe flest mulig potensielle kunder.

Deres utstyrskategorier strekker seg blant annet fra jakt og friluft til rene idrettsprodukter til diverse elektronikk. Selve forretningsmodellen opplyses om at omhandler effektivitet og det å være prisledende i bransjen. I bunn for det dreier det seg om en integrert verdikjede, storskala salgssteder, god logistikk og et integrert IT-system som resulterer i relativt små operasjonelle kostnader (XXL, 2020). Ellers er det verdt å nevne at XXL selv eier samtlige butikker, i motsetning modeller som Franchise eller joint venture / fellesforetak.

Visjonen til selskapet er å være den foretrukne butikken for sports- og friluftsentusiaster. Kundene skal være både entusiaster og nybegynnere, og XXL ønsker å tilby alt kundene



Figur 1: Børsutvikling XXL (Euronext, n.d.).

skulle trenge til sitt forbruk. Selskapet fremmer fem punkter for å skape mest mulig verdi for kunden; Gode merker, gode priser, god ekspertise, god tilgjengelighet og et godt utvalg. Til slutt påpekes det at de har en bredde på utvalget som ikke matches av andre sportskjeder i landet (XXL, 2020).

2.3 Konkurrenter

Konkurrentene som vil bli kartlagt i besvarelsen er kort nevnt tidligere, og vil bli diskutert i stor grad under den strategiske analysen. De fire konkurrentene som blir tatt stilling til er *Sport 1*, *Intersport*, *Stadion* og *Sport Outlet*. Innledningsvis ønskes det påpekt at de to førstnevnte har samme eier, Sport Holding, men de opererer under ulike merkevarer, og med noe ulike tilnærminger. Strategiene til de ulike selskapene er temmelig varierte, og der noen har møtt mye motstand de senere årene har andre kommet godt ut av det.

3 Strategisk analyse

Formålet med vår strategiske analyse er å kartlegge og skaffe en grundigere forståelse av XXL sin nåværende posisjon i markedet og hvorvidt det foreligger konkurransefortrinn. Analysen deles inn i en ekstern og en intern, der førstnevnte tar for seg makroøkonomiske faktorer og generelt faktorer en ikke nødvendigvis kan påvirke i stor grad selv. Videre følger den interne analysen der besvarelsen vil redegjøre for XXL sine ressurser og diskutere verdien av disse. Til slutt vil de eksterne og de interne faktorene sees i sammenheng gjennom en SWOT-figur.

3.1 Ekstern analyse

Innledningsvis i den strategiske analysen ønskes det å utforske eksternt for å kartlegge eventuelle bransje fordeler og belyse utfordringer og muligheter utenfor selve selskapet. Analysen vil bli utarbeidet ved hjelp av to modeller; PESTEL og Porters femfaktormodell. Førstnevnte presenterer faktorer som i prinsippet er utenfor selskapets kontroll, men det er likevel hensyn en bør ivareta. Porters femfaktormodell på en annen side utforsker selve konkurransen i markedet - hvor kompetitiv er bransjen. Videre vil det bli foretatt en intern analyse der en utforsker hvorvidt XXL besitter ressurser som potensielt kan skape en konkurransefordel. Selve analysen vil bli diskutert ved å se på XXL sine ressurser gjennom en VRIO-analyse og drøfte hvorvidt det foreligger konkurransefordeler.

3.1.1 PESTEL

En bedrifts strategiske muligheter kan bli påvirket av aktører og institusjoner både i Norge og utlandet, samt av utvikling i samfunnet og teknologi. På kort og lang sikt er det med det en rekke makroforhold som kan påvirke konkurransesituasjonen. Gjennom en PESTEL-analyse kan en ta en gjennomgang av faktorene, og skaffe seg en oversikt over de institusjonelle forholdene som påvirker bedriftens evne til å gjennomføre sin strategi (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 75-76).

3.1.1.1 Politiske faktorer

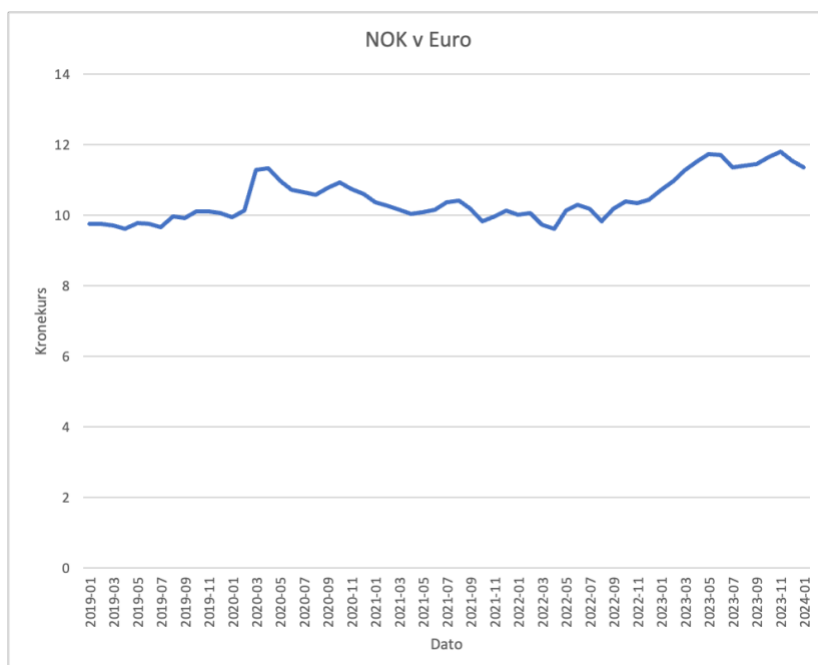
Innledningsvis i en PESTEL-analyse tar en for seg politiske faktorer i landet, herunder stabilitet, økonomisk politikk, pengepolitikk mv. (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s.101). Norge kan argumenteres for å være et land med et forholdsvis stabilt styresett, der politikken som

føres er forutsigbar og trygg. Den økonomiske politikken varierer fra statsbudsjett til statsbudsjett, samt regjeringsskifter, men i det store og det hele føres det generelt en stabil politikk, og XXL kan ikke tenkes å bli nevneverdig påvirket av den økonomiske politikken.

3.1.1.2 Økonomiske faktorer

Økonomiske faktorer dreier seg om alle personer og institusjoners økonomi, gjennom bla. rentenivå, inflasjon, kronekurs, arbeidsledighet og kapitalmarkedet. Førstnevnte er per 13.02 4.5% (Norges Bank, 2024), opp fra 0% som den var i siste halvdel av 2020 og inn i første halvdel av 2021. For norske husholdninger, der majoriteten har lån, vil økte rentekostnader på generell basis bety mindre å rutte med. Noen kostnader er forholdsvis faste, eller i alle fall nødvendige, som lån, mat, transport og forsikringer. Uavhengig av hvor skral privatøkonomien blir er det begrenset hvor mye en kan kutte ned der. Det er imidlertid mulig å redusere forbruket av goder som sport- og friluftsutstyr. Det er ikke like prekært å kjøpe seg en ny jakke som det er å betale rentekostnadene på lånet. Med det er økt rente en faktor som kan påvirke konsumentenes kjøpsvilje og videre XXL sitt salg.

Videre er kronekursen en vesentlig faktor for lønnsomheten til et selskap som XXL. Innkjøpte varer for videresalg handles både i NOK og Euro (og potensielt andre valutaer i tilfeller), mens alle innbetalinger blir gjort i NOK. Av figur 1 kan en se at kronekursen har økt med omtrent 15% fra 2022, som vil si at varene som blir innkjøpt blir betydelig dyrere. For varene som blir kjøpt i NOK blir det ikke nødvendigvis et like direkte utslag, men heller en og annen større prisøkning. Svært få produkter produseres fysisk i Norge, slik at importørene som XXL handler av betaler Euro til produksjonssteder eller utenlandske importører, og med det får dyrere innkjøp. For ikke å redusere marginene betraktelig er de nødt til å oppjustere prisene ved videresalg, eksempelvis til XXL.



Figur 2: NOK VS. Euro

Idet XXL får økte varekostnader, er de, på samme måte som leverandørene, nødt til å gjøre tiltak for å opprettholde marginene. Med det settes utsalgsprisene opp. Deres konkurrenter vil antakeligvis følge etter, og konsumentene vil få redusert kjøpekraft. Som det tidligere ble påpekt vil dårligere kjøpekraft føre til redusert konsumering av goder som sports- og friluftsutstyr, og kronekursen kan med det argumenteres for å være en vesentlig faktor når det kommer til inntjening og kostnader for sportsbransjen.

3.1.1.3 Sosiokulturelle faktorer

Sosiokulturelle eller samfunnsmessige faktorer omhandler konsumenters behov og vaner, samt sammensetningen av den norske befolkningen. Det kan for eksempel argumenteres for at Norge er et land med tradisjoner for utendørsaktivitet, god helse og sunne mennesker. Med det er det et klart behov for utstyr og bekledning til å bedrive diverse aktiviteter. Demografi, aldersstruktur og inntektsvariasjon er eksempler på andre momenter, men det føles ikke nødvendig å utdype nærmere da det tidligere i besvarelsen har kommet tydelig frem at samtlige aktører tilpasser sine butikker, varesortiment mv. basert på ovennevnte faktorer.

3.1.1.4 Teknologiske faktorer

I sportsbransjen er det i liten grad tekniske forskjeller mellom kjedene da de fleste har tilgang på de samme produktene, og teknologiske faktorer dreier seg i større grad om nettside og integrasjon med lagerstyring mv. Førstnevnte trenger å ha et tilfredsstillende

brukergrensesnitt og integrasjon for ulike betalingsløsninger osv., i tillegg til å få frem sine produkter og kampanjer. Ellers opererer sportskjedene med store varelagre, og god oversikt og kontroll er vesentlig. Produkter må kunne sendes til spesifikke butikker som har en kunde som ønsker nettopp det produktet, og det må generelt være flyt. XXL proklamerer på sin hjemmeside for at sistnevnte er et satsingsområde, og nettbutikken deres oppleves som behagelig å bruke.

3.1.1.5 Miljøfaktorer

Miljø og bærekraft er blitt blant de viktigste målene og fokusområdene de siste par årene, og for å nå klimamål mv. er det blant annet utarbeidet diverse regler og krav om bærekrafts rapportering fra og med regnskapsåret 2024 (Revisorforeningen, 2023). Noen selskaper har likevel hatt fokus på bærekrafts rapportering i flere år allerede, herunder XXL. Investorer og kunder virker til å ha et større og større fokus på bærekraft med selskapene de investerer og handler i, og med det kan det skapes en fordel om en har det grønne skiftet som et fokusområde.

XXL presenterer gjennom sin aksjonærside at de har fem strategiske fokusområder når det kommer til bærekraft; produkter og logistikk, sirkulær forretningsmodell, sosialt ansvar, klima og miljø, og eierstyring og ledelse. Deres bærekrafts rapportering har blitt publisert årlig helt siden deres første fulle år på børs, 2014, og de siste årene har de i tillegg lagt ved en egen rapport om utslipp. Konkurrentene i sportsbransjen publiserer så vidt forfatterne bekjent ingen rapporter e.l, og det blir med det utfordrende å sammenligne.

Ellers er det også verdt å merke seg hvordan klima påvirker behovet for sport- og friluftsutstyr. Snøfattige og varme vintre vil redusere salget av vinterprodukter som ski, truger og varme klær, mens kalde og våte somre kan tenkes å redusere konsumentenes ønske om sykler og friluftsutstyr. Hvordan klimaet blir fremover er utenfor XXL sin kontroll, foruten deres eget ansvar, men likevel kan det være verdt å ta med i betraktningen ved fastsettelse av strategi for varelager osv.

3.1.1.6 Juridiske faktorer

Legale forhold dreier seg om rettighetene interessentene har, og hvordan lovgivningen fungerer (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s.102). Sistnevnte er særlig aktuell gjennom Konkurransetilsynet og legaliteten til ulike oppkjøp, eksempelvis kjøp av konkursboet til

Gresvig i 2020 (Konkurransetilsynet, 2020). Utover ovennevnte sak er ansattes rettigheter en faktor, da gjennom potensielle tariffavtaler og generelle goder og ordninger. Her fremmer XXL gjennom sin aksjonærside å ha ulike Human Resources rettigheter, samt å ha en egen åpenhetsrapport.

3.1.1.7 Oppsummering

Gjennom PESTEL-analysen er makroøkonomiske forhold og forhold knyttet til konkurranse blitt drøftet, og i det store og det hele fremstår forholdene som forutsigbare. Faktorer som påvirker XXL påvirker også de andre aktørene i markedet, og forholdene ligger tilsynelatende til rette for sunn drift.

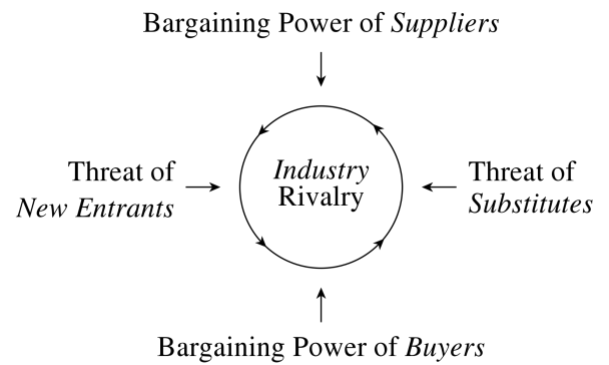
3.1.2 Porters femfaktormodell

Porters femfaktormodell er en analysemodell som tar for seg fem faktorer; konkurransen i markedet, kundens forhandlingsstyrke, leverandørers forhandlingsstyrke, fare for nyetableringer og fare for substitutter (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s.97).

3.1.2.1 Rivalisering mellom eksisterende aktører

For førstnevnte er det tidligere opplyst at besvarelsen vil forholde seg til fire hovedkonkurrenter: Sport 1, Intersport, Sport Outlet og Stadion. Sport 1 er Norges nest største sportskjede med over 200 butikker, som i motsetning til XXL i stor grad er franchisedrevet. Deres fire hovedområder ved vareutvalg er ski, løp, sykkel og friluft, men det skal nevnes at samtlige butikker har mulighet til å ta inn varer og merker de selv ønsker, gitt at det bevarer Sport 1-profilen. Størrelsesmessig er butikkene betydelig mindre enn XXL sine, men de reklamerer likevel for å ha et bredt vareutvalg som er lokalt tilpasset (Sport 1, n.d.). XXL har med det en betydelig mer kapitalkrevende forretningsmodell der de selv må finansiere alle butikkene. På en annen side sitter de igjen med hele overskuddet om driften går bra.

Intersport har i dag mer enn 100 butikker i Norge, og i likhet med Sport 1 er også de franchisedrevet. Som tidligere påpekt eies begge selskapene av morselskapet Sport Holding. Intersport satser på å være den prefererte ekspertbutikken i deres markeder, og



Figur 3: Industry Rivalry (Wikipedia, 2023)

satsingsområdene er sykkel, trening, friluft, langrenn, alpint og topptur. Hver enkeltstående butikk skal ha spisskompetanse innenfor minst to av satsingsområdene (Intersport, n.d.). Størrelsesmessig minner lokalene om Sport1 sine, og de opplyser om å ha konkurransedyktige priser. Sportskjeden er en av verdens største sportskjeder med butikker i 42 land (Intersport, 2023). Med det kan det argumenteres for at sportskjeden sett under ett har stordriftsfordeler da de har tilgang på de beste merkevarene til, antakeligvis, gunstige priser.

Sport Outlet differensierer seg fra de andre selskapene ved å være en rendyrket lavpriskjede. Her skal det tilbys varer til laveste pris i markedet, og ansatte er ikke forventet å ha noen spesialkompetanse innenfor spesifikke kategorier. Størrelsesmessig er butikkene forholdsvis små, med et vareutvalg uten de store merkevarene, men heller egne merker der en har bedre fortjeneste og en lavere utsalgspris.

Stadion proklamerer for å være en annerledes sportskjede, gjennom ulikhet og individualisme. Med det menes at deres butikker har ulike satsingsområder ut fra lokale forhold og egen fagkunnskap. Butikkene er ikke opprettet av Stadion, men de har heller blitt deltakere i gruppen for tilgang til kostnadseffektive fellesløsninger og gode innkjøpspriser (Stadion, n.d.).

3.1.2.2 Leverandørers forhandlingskraft

XXL har for regnskapsåret 2023 varekostnader på 5.452 milliarder kroner og opp mot 500 ulike leverandører (XXL ASA, 2023). Med det er det klart at de ulike leverandørene har ulike maktforhold til XXL. Mindre aktører kan godt tenkes å være avhengig av XXLs kjøp for å gå rundt, og XXL har med det stor innflytelse over leverandøren. Gunstige priser kan være oppnåelige, diverse skreddersydde løsninger, og generelt fordeler som gagnar XXL.

Andre leverandører, eksempelvis Brav, besitter nok mer makt over XXL enn vice versa. Om XXL reduserer sine kjøp vil det redusere Brav sin topplinje, men det kan tenkes å være mindre fordelaktig for XXL da de ikke lenger kan føre merker som Swix, Lundhags og Toko. Først- og sistnevnte er de største produsentene av skismurning, og Swix er i tillegg en vesentlig aktør innenfor bekledning. Ved potensielt frafall av ovennevnte merker, samt flere andre, kan det argumenteres for at et kundefrafall kunne oppstått. Begge parter er nok imidlertid godt kjent med det, og Brav ville gått glipp av betydelig fortjeneste om ikke XXL lenger var en kunde. Med det er nok forholdet tålig gjensidig, og ved store kvanta er det

nærliggende å tro at XXL påberoper seg noe rabatterte priser, men marginene vil likevel ikke ende på nivåer som egne merkevarer slik som XXLs Mackenzie.

3.1.2.3 Kunders forhandlingskraft

Sportsbransjen generelt omsetter for totalt x milliarder kroner og har kunder i alle typer segmenter. XXL har som tidligere etablert en strategi om å nå ut til flest mulig, og kunne tilby alt som trengs, noe som er en kontrast til sine konkurrenter som satser på mindre butikker og heller mer ekspertise. Varene som omsettes er gjerne homogene - det er de samme produktene til omtrent samme pris som selges. Med det er det andre faktorer som avgjør hvorvidt en kunde kommer til butikken og kjøper varen.

En faktor er pris. Om produktet er det samme i ulike butikker er det nærliggende å tro at konsumentene kjøper der prisen er lavest. Særlig gjennom netthandel er det først og fremst pris som er avgjørende faktor. Der har en som konsument all tid i verden, all informasjon og attpåtil søkemotorer som hjelper deg å finne ditt ønskede produkt til laveste pris. Utover nevnte konkurrenter vil en her også konkurrere mot rene nettbutikker, samt butikker som har noen av de samme produktene som XXL. Fysisk i butikk er pris fortsatt aktuelt og et viktig salgstriks, men ikke like avgjørende. Som kunde er det umulig å ha kontroll på hva samtlige varer koster hos andre, og med mindre en har ett spesifikt produkt en skal ha og har sjekket opp på forhånd, kan det tenkes å være tilstrekkelig at prisen er nokså lav - den er konkurransedyktig.

Videre påvirkes forhandlingskraften eksempelvis av antall kunder, om butikkene kan tilby noe utover bare produktene, og garantier mv. Om det eksempelvis er få kunder og homogene produkter, er deres forhandlingsstyrke betydelig. Sportsbransjen defineres derimot med *mange* kunder, og en kan argumentere for at forhandlingsstyrken med det er på et middels nivå. Garantier og liknende styrker i prinsippet kunders forhandlingsstyrke da de bedrer sine rettigheter, men på en annen side er slike ordninger gunstige for å skape gjensalg og lojale kunder. På generell basis kan det argumenteres for at sett sportsbransjen under ett, det vil si både netthandel og fysisk, er kundenes forhandlingsmakt på et middels nivå.

3.1.2.4 Trussel fra nyetableringer

Trussel fra nyetableringer dreier seg om hvorvidt nye aktører kan slå seg opp i bransjen og ta markedsandeler. Sport Outlet er et eksempel på en vellykket nyetablering da de ble stiftet i

2012 og har vokst organisk frem til i dag der de omsetter for x milliarder kroner. Med det vises det at det er mulig å etablere seg i en kompetitiv bransje, men det kreves gjennomføringsevne. XXL har i senere tid gått noe bort fra lavprissjiktet som de var fullt satsende på tidligere, og det kan virke til at det er nettopp det markedet Sport Outlet har siktet seg inn på. Det skal også nevnes at sportskjeden Gresvig gikk konkurs og ble kjøpt opp av Sport Holding, men likevel kan det tenkes at det med det ble noe bedre plass for en ny aktør til å etablere seg.

Tatt dagens markedssituasjon i betraktning kan det dog tenkes at nyetableringer i sportsbransjen kan få det tøft. Majoriteten av selskapene rapporterer om redusert salg, og XXL viser til et negativt driftsresultat på 1.41 milliarder kroner. Om en dog ser noe fremover er det nærliggende å tro at bransjen etter hvert vil få et løft igjen - folk kommer ikke til å slutte med å kjøpe sports- og friluftsutstyr. Om attpåtil noen aktører eller butikker er nødt til å legge ned kan det bane vei for nye aktører. Idet denne besvarelsen skrives kan det argumenteres for å være utfordrende å etablere seg, men noe frem i tid ser forfatterne på det som en bedre mulighet. Trusselen for nyetableringer kan med det anses som lav ved en kort til mellomlang tidshorison, og middels ved en lang tidshorison.

3.1.2.5 Trussel fra substitutter

Substitutter regnes her både som produkter og tjenester, og det dreier seg om noe som i stor grad kan erstatte produktet eller tjenesten som blir tilbudt. I XXL sitt tilfelle er eksempelvis aktører som opererer i flere bransjer en trussel. Det innebærer en stor andel av klesbutikker, skobutikker mv., da det oppstår en overlapp med, eksempelvis XXL sitt varesortiment. Særlig over nett er trusselen fra substitutter betraktelig, da et Google-søk for et spesifikt produkt eller varegruppe kan lede deg til et utall ulike aktører.

Særlig aktører som H&M og Coop Obs! kan tenkes å være selskaper som kan tilby substituttprodukter. Førstnevnte er en stor internasjonal kleskjede som har alt mulig slags tøy - inkludert plagg for trening og aktivitet. Merkene de tilbyr er andre enn XXL fører, men de dekker i prinsippet det samme behovet, og all den tid H&M er en lavpriskjede kan det tenkes at konsumenter føler de får dekket det samme behovet til en billigere penge. Coop Obs! opererer med store varehus der de skal tilby det aller, aller meste. Fra skøyter, til symaskin, til sko. Fordelen deres er at kunder gjerne kommer inn for å kjøpe en spesifikk vare, og mens de er der blir de eksponert for Coop Obs! sine andre produkter og ender opp med også å kjøpe

noe annet. De opererer som en lavpriskjede, og med billige produkter er terskelen relativt sett lav for en kunde til å plukke med seg noe ekstra i handlekurven som de potensielt kunne ha kjøpt hos eksempelvis XXL.

3.1.2.6 Oppsummering

Sportsbransjen sett under ett er en særskilt kompetitiv bransje som ikke er langt unna det en kan kalle et fullkomment marked. For XXL sin del er det i hovedsak fire store direkte konkurrenter, men gjennom netthandel og selskaper som er bransjeglidende er det i realiteten mange som kan ta markedsandeler fra sportsgiganten. Bransjen fører tålig homogene produkter, og mange fører de eksakt samme produktene, som vil si at leverandører, særlig de største, besitter en del makt. Med det blir marginene presset og vilkår gjerne være mindre gode, og en løsning flere aktører har gjort er å opprette og satse på egne merkevarer, noe XXL eksempelvis gjør gjennom friluftsmerket Mackenzie.

Med mange aktører og sterk konkurranse har i utgangspunktet kunder betydelig forhandlingskraft. Løsningen for aktørene er å differensiere seg på ulike områder for å forsøke å skape gjensalg og lojalitet blant kunder, men gitt dagens klima med blant annet stort salg på nett, er ikke det så enkelt som det høres ut som. Sportsbransjen er, omsetningsmessig, på en nedadgående kurve, og per nå ses det på som ugunstig å forsøke å etablere seg som en ny aktør i bransjen. Likevel vil ikke behovet for sports- og friluftsutstyr forsvinne, så sett med lange briller kan det argumenteres for at trusselen for nyetableringer er tilstede. Trussel for substituttprodukter kommer først og fremst fra aktører som er bransjeglidende, og XXL skal være påpasselige med ikke å tape markedsandeler til aktører som H&M og Coop Obs!

3.2 Intern analyse

3.2.1 Ressurser

Ved en intern analyse dreier det seg om å kartlegge selskapets ressurser - deres innsatsfaktorer i verdiskapningen. Ressursene er nødvendige for å utføre aktiviteter og posisjonere bedriftens produkter og tjenester i et marked, og det gjelder alle eiendeler, prosesser og rutiner, relasjoner og nettverk, informasjon, kunnskap og lignende som setter bedriften i stand til å utvikle og gjennomføre strategier (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 45).

Optimalt sett ønsker en bedrift å besitte ressurser som kan gi de konkurransefortrinn, noe en gjerne kan etablere gjennom en VRIO-analyse. Analysen diskuterer;

- Er ressursen verdifull? (V)
- Er ressursen sjelden? (R)
- Er ressursen vanskelig å kopiere? (I)
- Er bedriften godt organisert? (O)

For å skape varige konkurransefortrinn er samtlige punkter nødt til å oppfylles, mens ved oppfyllelse av visse punkter kan det skapes midlertidige konkurransefordeler. Besvarelsen vil ta utgangspunkt i rammeverket presentert av R. M. Grant i *Contemporary Strategy Analysis* (Grant, 2005). Analysens to første punkter vil anvendes, der en identifiserer og analyserer ressursen, og under sistnevnte vil forfatterne se de opp mot VRIO for å vurdere konkurransefortrinn. Til slutt vil resultatet av diskusjonen bli presentert i en oversiktlig tabell.

3.2.2 VRIO-analyse

3.2.2.1 Finansielle ressurser

Her diskuteres selskapets finansielle situasjon og initiativ, eierforhold og evne til å generere kapital. Som tidligere nevnt tapte XXL 1.628 milliarder kroner i regnskapsåret 2023 og likviditetsreserven til selskapet ble redusert til 760 millioner kroner. Ellers er selskapet notert på Oslo Børs, og på eiersiden finnes tre aktører med over ni prosent eierandel. PE-selskapet Ferd er tredje størst med sine, nettopp ni prosent. Videre følger sportsgiganten Fraser Group med omtrent 14% av aksjene, mens hovedaksjonæren med 46.5% av utestående aksjer er PE-aktøren Altor (XXL ASA, 2023).

Selve den finansielle situasjonen er, og blir senere, kommentert til å være negativ, og vil ikke utredes i stor grad her. Den finansielle fordelene til XXL kan tenkes å være deres tilgang på kapital, noe som blant annet blir underbygget av at forrige emisjon ble overtegnet med 40 prosent (E24, 2023). Av konkurrentene har også Sport Holding bemidlede eiere som kan skyte inn kapital ved behov, mens hos Stadion og Sport Outlet er det ikke store institusjonelle aktører på eiersiden. Finansielle muskler er verdifullt, men direkte sjeldent kan det neppe regnes som. Videre er det ei heller vanskelig å kopiere - dersom Stadion eller Sport Holding ønsker å hente penger i kapitalmarkedet er det ikke utenkelig at fond ønsker seg inn på

eiersiden. Organiseringen til XXL er under stadig forandring med hyppige endringer både av toppsjefer og andre lederroller. På organisasjonsnivå skjer det også forandring, samt ute i butikk. Med det er det utfordrende å bestemme hvorvidt XXL er tilstrekkelig organisert til å ha en konkurransefordel gjennom deres finansielle ressurser. Likevel veier det tungt at deres to største eiere er så ressurssterke og dyktige som de er, og det vil konkluderes med at de organisatorisk er skikket til å utnytte sine finansielle ressurser.

3.2.2.2 Fysiske ressurser

Ved de fysiske ressursene til XXL er det særlig varelager- og utvalg, samt lokasjon på butikker som er deres verdidrivere. Nærliggende er det også å kategorisere logistikken her, men ressursen vil bli gjennomgått under teknologiske ressurser. Lokasjonsmessig har XXL 39 butikker i Norge, og 86 totalt. De dekker de samme byene som konkurrentene, stort sett, men der de skiller seg ut er selve lokasjonen. Deres konkurrenter opererer gjerne med mindre lokaler og har med det mer sentrumsnære lokaler mens XXL satser på store flater og vil gjerne ha en beliggenhet noe utenfor sentrum. Dog skal det bemerkes at deres varehus befinner seg sammen med andre varehus, gjerne lokasjoner som blir et sted folk reiser for å handle, eksempelvis Tiller i Trondheim. Likevel skal det bemerkes at terskelen nok blir noe høyere for å ta turen dit kontra en butikk i sentrum.

Utvalget av varer er svært likt deres nærmeste konkurrenter, og differensieringen skjer hovedsakelig gjennom egne merkevarer, og et bredere utvalg for XXL sin del. Samlet sett kan ikke XXL sine fysiske ressurser i særlig grad anses som nevneverdig verdifulle, all den tid de ikke er særlig bedre enn konkurrentene. Ei heller er ressursene sjeldne eller ikke-imiterbare, og organiseringen til XXL den dag i dag gjør at det ikke nødvendigvis skapes maksimal verdi av ressursene.

3.2.2.3 Teknologiske ressurser

XXL sine teknologiske ressurser dreier seg i stor grad om deres logistikk og netthandel. Ressursene fremmes attpåtil på deres aksjonærside, og de kan være avgjørende faktorer både for kostnadsreduksjon og økt salg. Gjennom førstnevnte har XXL, i Norge, et hovedlager på Gardermoen som kan argumenteres for å være egnet for rask og effektiv distribusjon. Blant annet opereres det med "Klikk & hent" som i praksis betyr at dersom ikke den ønskede fysiske butikken har varen inne, kan den bli sendt dit, gjerne i løpet av 2-5 virkedager. Ellers er det også kontinuerlige sendinger av bestilte og nye varer mv.

I og med at XXL eier alle butikker selv har de mulighet til god kontroll over de ulike varelagrene og om eksempelvis vinteren er god på Østlandet, men ikke i Trøndelag, er det mulig å sende vintervarene sørover for å generere salg. I hvilken utstrekning det gjennomføres er for forfatterne ukjent, men det er, om ikke annet, en mulighet. Gjennom netthandel er logistikk og lagerstyring nødt til å være kvikt, og IT-systemene pålitelige - noe de fremstår som. De teknologiske ressursene kan anses som verdifulle. De er verdiskapende og gir XXL muligheter til å foreta strategiske valg. Konkurrentene som besvarelsen trekker frem foretar seg dog i stor grad det samme når det kommer til logistikk. Samtlige besitter sentrale hovedlager. Med det er ikke nødvendigvis de teknologiske ressursene særlig sjeldne. Ressursene er dog svært kostnadskrevenne å replikere, og aktører mindre enn de nevnt i besvarelsen har ikke nødvendigvis samme forutsetning når det kommer til logistikk. XXL fremstår til slutt som om de organisatorisk godt rustet for å utnytte deres kompetanse innenfor logistikk og netthandel, og de teknologiske ressursene er med det noe som kan skape en form for konkurransefortrinn.

3.2.2.4 Kompetansebaserte ressurser

For å skape verdi og levere tilfredsstillende stilles det krav til kunnskap og kompetanse både på leder- og butikknivå. Ledelsen er nødt til å foreta grundige analyser som gir grunnlag for verdiskapende strategier. For ansatte som arbeider fysisk i XXL-butikkene stilles det krav til fagkompetanse, eksempelvis tilstrekkelig kunnskap til å selge riktig sykkel til riktig kunde, samt det å kunne håndtere ulike kunder.

En fordel for XXL er at varehusene er oppdelt i ulike kategorier, eksempel "Friluft & villmark" som gjør at de ansatte ikke nødvendigvis trenger dybdekompetanse på samtlige varekategorier, men heller kan fokusere på spesifikke segmenter og varelinjer. Til sammenligning opererer deres konkurrenter, så vidt forfatterne bekjent, med at ansatte skal kunne håndtere store deler av deres varesortiment. Ordningen vil variere fra butikk til butikk, men likevel kan det tenkes at konsumenter kan oppleve å bli håndtert av ansatte som ikke har deres varebehov som sin ekspertise. Imidlertid er det naturlig å tenke at butikkene har ordninger der ansatte kan bytte kunder seg imellom for å yte best mulig service. Mulighetene er med andre ord der for at XXL skal kunne ha fagdyktige ansatte i sine avdelinger, og det kan argumenteres for å gjøre ressursen verdifull. De kompetansebaserte ressursene er

imidlertid hverken sjeldne eller ikke-imiterbare, men organisatorisk fremstår sportskjeden som godt taklet for å kunne yte god service.

3.2.2.5 Relasjonsbaserte ressurser

Til slutt ønskes det diskutert de relasjonsbaserte ressursene som herunder dreier seg om merkevarer, omdømme og lojalitet. Sistnevnte er vesentlig for å skape gjensalg - noe som for retailbransjen er et fokusområde. Å skaffe en ny kunde er nemlig ikke bare utfordrende, men også gjerne kapitalkrevende kontra det å ha kunder som handler igjen og igjen. XXL har satt i gang tiltak for ytterligere å skape lojalitet gjennom deres nylanserte app, men i og med at den ikke er fullstendig iverksatt vil ikke den vektlegges i besvarelsen. Gjennom Kundebarometeret kartlegger Handelshøyskolen BI kundetilfredshet og -lojalitet, og for året 2023 ble XXL rangert bak både Sport 1 og Intersport på tilfredshet, mens de var nummer to på lojalitet. En årsak til lojaliteten kan tenkes å være at de stort sett har alt, og de blir et naturlig stoppested om en trenger sports- eller friluftsklær. Relativt sett lav tilfredshet er mindre positivt, og her bør ledelsen i XXL kartlegge både hvorfor resultatet ble som det ble, i tillegg til hvordan resultatet kan bedres.

		Sport		
Plass	Selskap	Stjerner	Tilfredshet	Lojalitet
1	Sport 1	★★★★	75,6	85,7
2	Intersport	★★★	72,3	79,6
3	XXL	★★★	71,2	84,5

Figur 4: Konkurrenter (Handelshøyskolen BI, 2023)

Merkevarer er en annen faktor som anses som viktig for å bygge relasjoner med konsumenter. Besvarelsen har tidligere påpekt hvordan varesortimentet kan påvirke konsumentenes opplevelse av butikken, og det å ha de ettertraktede merkene anses som viktig. I tillegg er det viktig at deres eget merke, XXL, deres omdømme, er godt slik at konsumentene har et positivt inntrykk av kjeden. Merkevaren XXL står etter forfatterens syn fortsatt relativt sterkt, og det er en ressurs som kan anses som verdifull. I markedet er ressursen imidlertid hverken sjelden eller ikke-imiterbar, ref. Kundebarometeret, men XXL kan argumenteres for å være tilfredsstillende skikket til å utnytte deres merkevare og lojalitet.

3.2.2.6 Oppsummering

	Valuable	Rare	Inimitable	Organization
Finansielle ressurser	X	-	-	X
Fysiske ressurser	-	-	-	-
Teknologiske ressurser	X	-	X	X
Kompetansebaserte ressurser	X	-	-	X
Relasjonsbaserte ressurser	X	-	-	X

Tabell 1: VRIO analyse

Gjennom VRIO-analysen er fem kategorier av ressurser hos XXL blitt drøftet, og det er blitt tatt stilling til i hvilken grad de kan skape potensielle konkurransefortrinn. Ovenfor er resultatene samlet i en tabell, der en konstaterer at teknologiske ressurser er XXL sitt største konkurransefortrinn, mens de fysiske ressursene for eksempel ikke er særlig fremtredende. Gitt at konkurransen i sportsbransjen er blitt redegjort for å være tøff er det ingen overraskelse at ingen ressurser er sjeldne, og kun en er vanskelig å imitere. Med det virker det tilsynelatende til at XXL er nokså godt rigget for å kunne utnytte sine ressurser.

3.2.3 SWOT-analyse

En SWOT-analyse har som formål å illustrere selskapets sterke og svake sider, samt muligheter og trusler. Med andre ord interne og eksterne faktorer. Her anvendes SWOT-analysen først og fremst som en illustratør for poengene og funnene en har kommet frem til gjennom den eksterne og den interne analysen.

Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none"> • Finansielt robuste eiere • Bredere utvalg enn de nærmeste konkurrentene • Logistikk • Egne avdelinger i butikk der ansatte kan fremme fagkompetanse 	<ul style="list-style-type: none"> • Ulønnsom drift • Kostbar leie • Utvikling på aksjekursen • Stort varelager
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> • Lavprissjiktet • Egne merkevarer • Kundelojalitet 	<ul style="list-style-type: none"> • Likviditet • Makroøkonomiske forhold • Konkurransen • Konsumentenes etterspørsel • Økt kronekurs

Tabell 2: SWOT analyse

4 Regnskapsanalyse / analyse av risiko og lønnsomhet

4.1 Om regnskapsanalysen

Regnskapsanalysen er en essensiell del av en bedrifts økonomistyring. Analysen er en systematisk gjennomgang av bedriftens regnskapsopplysninger og har til formål å vise et helhetlig bilde av bedriftens økonomi. Analysen gjennomføres ved å se nærmere på forholdene lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet. Regnskapsanalysen kan være et nyttig hjelpemiddel for ledere og beslutningstakere innenfor organisasjonen, samt for utenforstående investorer som ønsker å få innsikt i og vurdere en bedrifts økonomiske situasjon.

Ved gjennomføring av regnskapsanalysen vil vi vurdere XXL sine nøkkeltall opp mot konkurrerende aktører for å få et bedre bilde av XXL sin økonomiske situasjon. Ved utforming av aktørene vi skulle se nærmere på støtte forfatterne på en utfordring; selskapene som tidligere i oppgaven er brukt til sammenligning er ikke på børs, og dermed er det vanskelig å finne gode og tilstrekkelige økonomiske rapporter for å gjennomføre regnskapsanalysen. Etter veiledning og diskusjon falt valget på å velge andre bedrifter, som er på børs, for gjennomføring av regnskapsanalysen samt for de neste delene av oppgaven. For å kunne danne et bredt grunnlag for vurdering og diskusjon av XXL sin økonomiske situasjon har forfatterne valgt en norsk bedrift i en annen handelssektor samt en konkurrerende utenlandsk bedrift – selskapene som er valgt er KID og BIKE24. Vi vil gi en introduksjon av de to selskapene før vi begynner med selve regnskapsanalysen.

Resultat- og balanseregnskapet i kapitlet er hentet fra selskapenes års- og kvartalsrapporter. Tallene er i millioner NOK.

4.1.1 Introduksjon KID

Kid er en norsk detaljhandelskjede som har spesialisert seg på hjemmeinnredning og interiørprodukter. Det ble grunnlagt i 1937 av Jul A. Gundersen, men fikk ikke navnet “Kid Interiør” før i 1990 (Heieren, 2004). I dag er de Nordens største tekstil- og interiørkonsern, og består av Kid Interiør og Hemtex (KID, n.d.). Kid Interiør har mer enn 150 butikker i Norge,

mens Hemtex har mer enn 130 butikker i Sverige, Finland og Estland (KID, n.d.). De har lave priser og har som strategi å tilby gode kvalitetsprodukter til gode priser. Videre tilbyr de et bredt utvalg av produkter, som inkluderer møbler, belysning, dekorasjoner, tekstiler og småvarer. De har et stort utvalg, noe som gjør at butikken passer fra de med moderne og minimalistisk smak, til de med en litt mer klassisk og tradisjonell smak.

Kid har både fysiske butikker, men også en nettbutikk, noe som gjør at kundene får mulighet til å kunne utforske produktene og finne inspirasjon først i nettbutikken, og deretter i en fysisk butikk. Med deres sterke fokus på kvalitet for en lav pris, er de en ledende aktør innenfor hjemmeinnredning sektoren i Norge.

4.1.2 Introduksjon BIKE24

BIKE24 har siden oppstarten i 2002 utviklet seg fra å være en spesialist innenfor nettsalg i xsykkelsektoren til en av de ledende e-handel plattformene i Europa med hovedfokus på premium segmentet (BIKE24, n.d.). Med forkjærlighet for sykkel og grønn transport kombinerte grunnlegger og CEO Andrés Martin-Birner hans lidenskap og gjorde det til hans yrke. BIKE24 omsatte i 2023 for 2,33 milliarder NOK, en nedgang fra 2,92 milliarder NOK i 2022. Tallene er justert fra EUR til NOK ved kurs 1 EUR lik 11,68 NOK (Norges Bank, 27.03.24). 69 prosent av salget foreligger i regionen Tyskland, Østerrike og Sveits, 23 prosent i resten av Europa og de resterende 8 prosentene kategoriseres som «resten av verden» (BIKE24, n.d).

I 2010 utvidet BIKE24 sitt varesegment fra deres spesialisering på sykler og alt tilbehør man trenger til sykkelen, til det man også trenger utenfor sykkelen – blant annet utstyr til løping, svømming, klatring og friluft. I 2014 åpnet BIKE24 sitt nye varehus i Dresden, som de senere i 2017 investerte €10M i et toppmoderne automatisert lagringssystem (BIKE24, n.d). I 2020 lanserte de egen nettbutikk i Spania, dette var starten på en utvidelsesprosess der BIKE24 har fortsatt å sette opp egne nettbutikker i de største markedene i Europa. Dette fortsatte i 2022 der nye nettbutikker ble lansert i Frankrike og Italia (BIKE24, n.d). Denne utvidelsesprosessen resulterte i at BIKE24 nå har lokale nettbutikker for markedene Tyskland, Spania, Frankrike og Italia – land der sykkelinteressen historisk sett har vært stor. Selskapet ble børsnotert i juni 2021 og aksjen omsettes på Frankfurtbørsen.

4.2 Resultatregnskap

Resultatregnskap	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter	8 992	10 423	10 006	8 426	7 961
Varekostnader	5 934	6 519	5 923	5 705	5 452
Lønnskostnader	1 652	1 863	1 886	1 665	1 657
Avskrivninger	692	753	810	703	754
Andre driftskostnader	916	924	860	819	932
Nedskrivning			136	1	576
Driftsresultat	-202	364	391	-467	-1 410
Netto finanspost	-183	-172	-146	-64	-157
Resultat før skatt	-385	192	245	-531	-1 567
Skattekostnad	-58	66	52	-120	63
Resultat etter skatt	-327	126	193	-411	-1 628
Totalkapital	10 242	9 375	9 015	9 032	7 542
Gjennomsnittlig TK	8 952	9 809	9 195	9 024	8 287

Tabell 3: Resultatregnskap for XXL 2019 – 2023 (XXL ASA, n.d.)

Tabell 3 gir oss et innblikk i XXLs økonomiske utvikling fra 2019 til 2023. Fra 2019 til 2021 har selskapet opplevd en jevn økning som følge av deres positive vekst og stabilitet i løpet av denne perioden. XXL opplevde noen sterke år under Corona-pandemien, hvor omsetningen deres økte med 20% fra året før i 2021 (Hopland, 2021). I 2022 opplevde XXL en endring i deres økonomiske situasjon, hvor selskapet hadde et betydelig tap som overstiger tidligere år og forverres ytterligere i 2023. Disse tallene peker på at XXL har hatt en utfordring når det gjelder lønnsomheten til selskapet over de to siste årene.

Til tross for et forbedret resultat etter skatt fra 2019 til 2021, har det deretter vært en betydelig nedgang i løpet av 2022 og 2023. I 2019 hadde selskapet et negativt resultat etter skatt, men forbedret dette over de to neste årene, før resultatet falt tilbake på et betydelig negativt tall i 2022, og deretter et enda større tap i 2023.

Totalkapitalen til selskapet har holdt seg relativt jevnt fra årene 2019 til 2022, men har sunket i 2023. Dette kan indikere at til tross for at de kanskje har klart å opprettholde sin totale kapitalbase i løpet av perioden 2019 - 2022, har det deretter vært en betydelig forverring i 2023. Disse resultatene kan være et tegn på økonomisk ustabilitet og vi kan konkludere med at XXL har opplevd økonomiske utfordringer over disse årene, hvor de har hatt store tap.

Resultatet til XXL for 2023 er signifikant forverret fra tidligere år, men det skal bemerkes at det foreligger ekstraordinære poster som svartmaler regnskapet noe mer enn det som kanskje er reelt. Andre driftskostnader kan en se har økt med snaue 100 millioner sammenlignet med de to foregående årene, men innunder posten ligger kostnader på omtrentlig 70 millioner kroner til et lojalitetsprogram, en applikasjon, samt snaue ti millioner kroner knyttet til restrukturering og juridisk bistand. Førstnevnte skal på sikt kunne øke marginene med to prosent, og det skal ikke tilfalle særlige kostnader knyttet til applikasjonen fremover.

Posten nedskrivninger er satt til 576 millioner kroner grunnet “teknisk goodwill” på 522 millioner kroner, samt ordinære nedskrivninger på 54 millioner kroner. Valget er tatt med hensyn til negativ utvikling i markedet og økt WACC. Kostnaden har ingen effekt på kontantstrømmen. Videre er det betalt 90 millioner kroner i skatt grunnet XXL-gruppens inntekter fra de utenlandske butikkene. Her er det uenighet mellom skattemyndighetene og XXL, og skattekravet er anket. Resultatet av anken er ikke avgjort da denne besvarelsen ble ferdigstilt.

4.3 Balanseregnskap

Balanseregnskap	2019	2020	2021	2022	2023
Egenkapital	3 826	4 185	3 753	3 065	2 339
Langsiktig gjeld	3 204	2 666	2 410	2 062	1 786
Kortsiktig gjeld	3 212	2 524	2 852	3 905	3 416
Sum gjeld	6 416	5 190	5 262	5 967	5 202
Sum egenkapital og gjeld	10 242	9 375	9 015	9 032	7 542
Omløpsmidler	3 535	2 949	2 994	3 403	2 503
Anleggsmidler	6 707	6 426	6 021	5 629	5 039
Sum eiendeler	10 242	9 375	9 015	9 032	7 542
Varebeholdning	2 843	1 835	2 220	2 328	1 776

Tabell 4: Balanseregnskap for XXL 2019 – 2023 (Tall i millioner NOK)

Tabell 4 gir oss et bilde av økonomien til selskapet og fremstiller hvor stabilt det er (Tripletex, 2024). I tabell 4 ser vi en fallende trend i egenkapital, gjeld og eiendeler.

4.3.1 Anleggsmidler

År	2019	2020	2021	2022	2023
Immatrielle eiendeler:					
Andre immaterielle eiendeler:					270
Varemerker	194	194	193	192	
Egentilvirket programvare	47	50	50	53	
Programvare	12	14	18	19	
Utsatt skattefordel	27	18	64	166	253
Goodwill	2 744	2 744	2 744	2 744	2 222
Totale immaterielle eiendeler	3 024	3 020	3 069	3 174	2 745
Eiendom, fabrikk og utstyr:					
Anleggsmidler					490
Pågående bygging	15	18	17	6	
Maskiner og utstyr	62	59	49	31	
Tomter og bygninger	23	22	21	19	
Transport og kjøretøy	1	1	0	0	
Inventar	755	739	738	556	
Eiendeler med rett til bruk	2 827	2 569	2 126	1 842	1 804
Sum eiendom, fabrikk og utstyr	3 683	3 408	2 951	2 454	2 294
Sum anleggsmidler	6 707	6 428	6 020	5 628	5 039

Tabell 5: Anleggsmidler for XXL 2019 - 2023 (Tall i millioner NOK)

Ut ifra tabell 5, ser vi en oversikt over det som inngår i anleggsmidlene til XXL. Det er delt inn i “immaterielle eiendeler” som er de ikke-fysiske eiendelene til selskapet, og “eiendom, fabrikk og utstyr” som er de fysiske eiendelene som blir brukt i virksomheten.

Ettersom det ikke er noen samlet årsrapport for 2023, får vi kun oppgitt “andre immaterielle eiendeler” som en samlet post. Denne posten er da en samlepost for varemerker, egentilvirket programvare og programvare. Dette gjelder også samleposten “anleggsmidler” under eiendom, fabrikk og utstyr. Ut ifra tabell 5, ser vi at den samlede verdien til andre immaterielle eiendeler har hatt en gradvis økning fra 253 til 270 i årene 2019 - 2023. Dette kan være en indikasjon på at XXL har investert i eller har utviklet nye immaterielle eiendeler i løpet av disse årene.

4.4 Kontantstrøm

Kontantstrøm	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsaktiviteter					
Inntekt før skatt	-336	191	466	-531	-1556
Skatt	-75	0	-16	-38	-
Avskrivninger og nedskrivninger	692	753	754	703	1330
Nedskrivningstest	-	0	13	1	-
Netto finanskostnader	183	172	137	64	138
Endringer i varelager	291	789	-323	-374	552
Endringer i kundefordringer	119	-19	-327	337	-44
Endringer i leverandørgjeld	111	-462	112	573	-340
Andre endringer	-47	229	-7	-96	100
Kontanter tilført (brukt) av driftsaktiviteter fra avviklet virksomhet	-	0	97	44	28
Kontanter tilført (brukt) av driftsaktiviteter	938	1653	906	683	198
Investeringsaktiviteter					
Investeringer i anleggsmidler	-163	-181	-219	-132	-129
Utbetalinger/inntekter fra oppkjøp/avhendig	-4	22	-43	-7	-
Kontanter tilført (brukt) av investeringsaktiviteter	-168	-159	-262	-139	-129
Finansieringsaktiviteter					
Kapitaløkning	-	-	-	-	1001
Transaksjonskostnader	-	-	-	-	-35
Salg (kjøp) av egne aksjer	477	-100	-77	-8	-
Inntekter fra aksjemisjon	-	500	-483	-145	-
Ekstraordinære dividender	-	0	-1006	-150	-
Utbetalinger på gjeld	-387	-2366	993	833	-774
Inntekter på gjeld	-	1546	-29	-61	342
Rentebetalinger	69	3	-79	-78	-95
Renter på leiekontrakter	-	-95	558	-560	-84
Totale leiebetalinger for leieforpliktelsen	-547	-582	-45	-45	-607
Kontanter tilført (brukt) av finansieringsaktiviteter fra avviklet virksomhet	-	-	-	-	-33
Kontanter tilført (brukt) av finansieringsaktiviteter	-526	-1094	-1284	-164	-285
Netto endring i kontanter og kontantekvivalenter	244	400	-640	379	-216
Kontanter og kontantekvivalenter - starten av året	194	433	830	173	575
Effekt av valutakursendringer på kontanter og kontantekvivalenter	-6	-3	-16	-	24
Kontanter og kontantekvivalenter - eiendeler holdt for salg - slutt på perioden	-	-	-	23	23
Kontanter og kontantekvivalenter totalt for gruppen - årsslutt	433	830	173	575	406

Tabell 6: Kontantstrøm for XXL 2019 - 2023 (Tall i millioner NOK)

Fra tabell 6 ser vi generelt gode tall ved tilførte kontanter fra driftsaktiviteter i 2019 og 2021, med et spesielt godt år i 2020 - sportsbransjen gikk, på et generelt grunnlag, veldig godt i 2020 på grunn av pandemien, stengte treningssentre førte blant annet til at salg av sportsutstyr for hjemme trening gikk i været. Fra 2021 til 2023 ser vi en negativ utvikling, som samsvarer med fallet i inntekt før skatt i samme periode. Vi ser videre at det i løpet av perioden er et fall i investeringer i anleggsmidler som kan oppsummeres ved at det blir brukt mindre kontanter på investeringsaktiviteter mot slutten i perioden. Dette kan tyde på at det er mindre penger til overs i bedriften, noe som fallet i kontanter tilført av driftsaktivitetene viser, samtidig som at det har blitt dyrere å låne penger og dermed også kanskje vanskeligere å få tilstrekkelige marginer på nye investeringsprosjekter.

Videre viser tabell 6 at forbruket på finansieringsaktiviteter var høyt de første tre årene i perioden, spesielt i 2020 og 2021. Dette skyldes solid tilførsel av kontanter fra driften, dette gjorde det mulig å nedbetale en stor andel gjeld og betale ut dividende til investorene i 2021. Vi ser et tydelig skifte de to siste årene i perioden og forbruket fra finansieringsaktiviteter faller. Av ekstraordinære poster ser vi en stor kapitaløkning fra investorene i 2023, dette underbygger den negative trenden i tilførsel av kontanter fra driften og at det har vært et tydelig behov for ny kapital i bedriften. Kontanter og kontantekvivalenter ved årsskiftet har holdt et ganske stabilt nivå gjennom perioden, med tydelige utliggere i 2020 og 2021.

I 2020 ser vi en stor tilførsel av kapital, mens 2021 viser “bunnpunktet” gjennom perioden. Men, som tidligere diskutert ble det, på grunn av de gode resultatene i 2020 og 2021, både kjøpt tilbake aksjer og betalt ut dividende i 2021 som forklarer den lavere kontantbeholdningen ved årets utgang. Selv om kontantbeholdningen har vært stabil, kan det tyde på at den ikke har vært totalt tilstrekkelig for driften med tanke på aksjeemisjon i 2020 samt behovet for kapitaløkning i 2023. Hvis ikke vi ser et positivt skift i tilførsel av kontanter fra driften vil det stadig være behov for ny kapital for å fortsette driften. Over tid kan dette bli en stor utfordring for XXL.

4.5 Lønnsomhet

Analyse av lønnsomheten til en virksomhet handler om deres evne til å tjene penger, altså å skape et overskudd. Å skape et overskudd er essensielt for å holde en bedrift i live. For børsnoterte selskap, som XXL, vil det å kunne vise til langvarig skapning av overskudd kunne gjenspeiles positivt i selskapets aksjepris. Dette skyldes en forventning fra utenforstående investorer om en økning i forventet utbetalt dividende i fremtiden. Nøkkeltallene vi vil se nærmere på for å vurdere XXLs lønnsomhet er totalkapitalrentabiliteten, egenkapitalrentabiliteten og driftsmarginen.

4.5.1 Totalkapitalrentabilitet

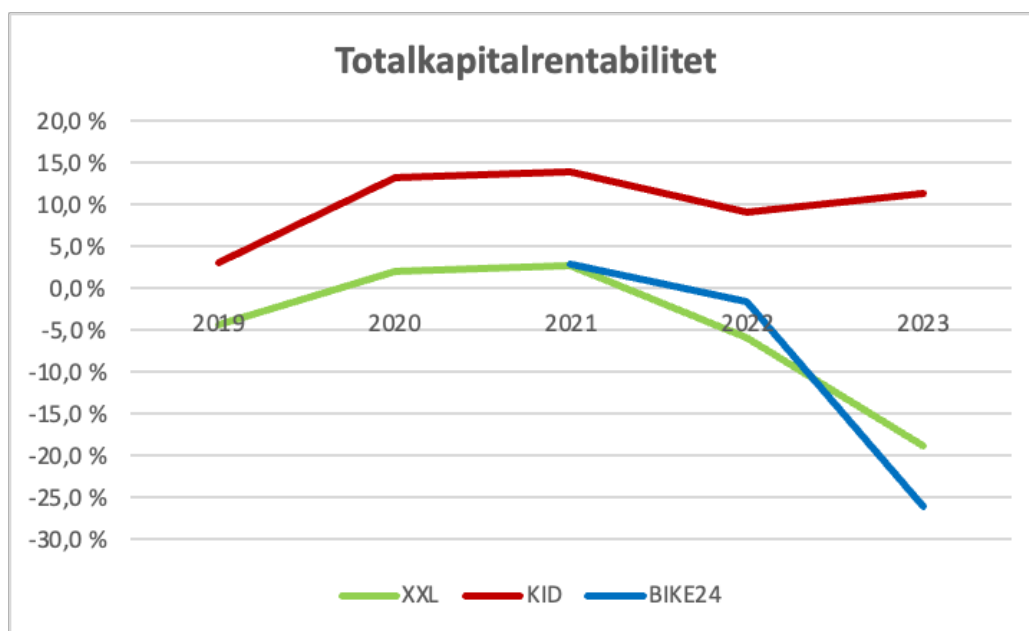
Totalkapitalrentabiliteten (TKR) er et nøkkeltall som brukes for å måle lønnsomheten til en bedrift. Totalkapitalrentabiliteten viser hvor stor avkastning bedriften oppnår på den totale kapitalen investert i selskapet, med andre ord både egenkapital og gjeld. Som eier og investor ønsker man å oppnå høyest mulig avkastning på sin investering, derfor søker bedrifter naturlig nok mot å maksimere totalkapitalrentabiliteten uten å på seg unødvendig risiko.

Totalkapitalrentabiliteten er et mål for investorer på hva alternativkostnaden ved deres investering blir (Berg, 2021, s. 130) og om de kunne oppnådd en høyere avkastning dersom deres investering ikke hadde vært bundet til selskapet. Totalkapitalrentabiliteten er beregnet ved følgende formel:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Driftsresultat før skatt} + \text{Finanskostnader}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}} * 100\%$$

Totalkapitalrentabilitet	2019	2020	2021	2022	2023
XXL	-4,3 %	2,0 %	2,7 %	-5,9 %	-18,9 %
KID	3,1 %	13,2 %	13,9 %	9,1 %	11,3 %
BIKE24			2,9 %	-1,6 %	-26,1 %

Tabell 7: Totalkapitalrentabilitet for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023



Figur 5: Totalkapitalrentabilitet for XXL, KID og BIKE24 for perioden 2019 – 2023

Vi ser fra tabell 7 og figur 5 utviklingen til de tre selskapene i perioden 2019 - 2023. Det er viktig å merke seg at BIKE24 kun har tall fra 2021, dette kommer av at selskapet ble børsnotert i 2021. XXL har i en lengre periode stått i en vanskelig situasjon, som gjenspeiles i totalkapitalrentabiliteten. I tre av de fem årene vi undersøker, har XXL oppnådd en negativ avkastning på totalkapitalen. Kun i 2020 og 2021 oppnådde de en positiv avkastning på totalkapitalen. Berg skriver at den gjennomsnittlige totalkapitalrentabiliteten hos norske bedrifter er på cirka 10% (Berg, 2021, s. 130), og videre bør den også ligge over det selskapet

betaler for lånene sine (Proff, n.d). Her ser vi at XXL har underprestert sammenlignet med den gjennomsnittlige norske bedrift. Det er viktig å presisere at dette er et gjennomsnitt for norske bedrifter og det kan variere veldig fra bransje til bransje.

Videre kan vi se at KID har oppnådd en positiv avkastning på totalkapitalen gjennom hele perioden, med unntak av 2019 har KID de resterende årene hatt en tilstrekkelig avkastning. XXL og BIKE24 har levert lignende avkastning gjennom perioden, med enten svak positiv eller negativ avkastning. Både XXL og BIKE24 har svært dårlig avkastning i 2023, men begge bedrifter har hatt ekstraordinære nedskrivninger på henholdsvis 576 millioner NOK og 721 millioner NOK, som er med på å påvirke deres driftsresultat.

Sammenlignet med de to andre bedriftene ser vi at XXL har oppnådd en lignende avkastning som BIKE24, men ligger et stykke under avkastningen som KID har oppnådd i samme periode. Hvis vi ser bort fra 2023 har avkastningen til XXL ligget mellom -5,9% og 2,0% noe som ikke er en tilstrekkelig avkastning, i den neste perioden vil det være fordelaktig å se etter muligheter for å forbedre lønnsomheten.

4.5.2 Egenkapitalrentabilitet

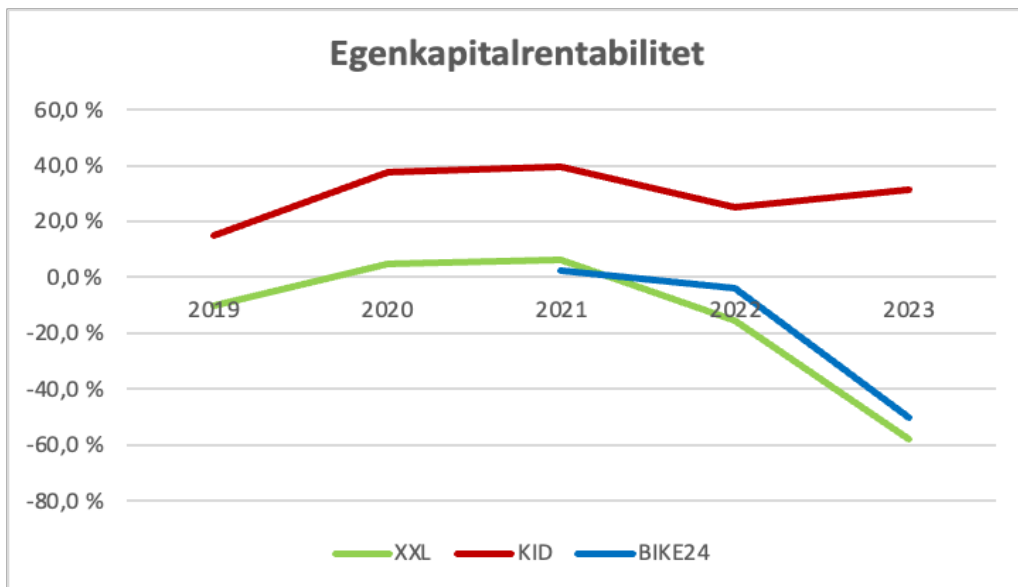
En viktig forutsetning innenfor bedriftsøkonomien er å skape verdi for eierne.

Egenkapitalrentabiliteten er et mål på hvor mye avkastning eierne sitter igjen med (Berg, 2021, s. 132). Egenkapitalrentabiliteten bør være høyere enn totalkapitalrentabiliteten, dette kan forklares ved at det er eierne som sitter på risikoen ved å drive en virksomhet. Et underskudd vil redusere eiernes verdi i selskapet, men bankene og kreditorene vil fortsatt motta det samme beløpet. Dermed vil det ikke være urimelig anta at eierne krever en høyere avkastning på deres investering (Berg, 2021, s. 132). Egenkapitalrentabiliteten er beregnet ved følgende formel:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Driftsresultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} * 100\%$$

Egenkapitalrentabilitet	2019	2020	2021	2022	2023
XXL	-10,2 %	4,8 %	6,2 %	-15,6 %	-58,0 %
KID	14,9 %	37,5 %	39,6 %	25,3 %	31,2 %
BIKE24			2,4 %	-3,9 %	-50,1 %

Tabell 8: Egenkapitalrentabilitet for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023



Figur 6: Egenkapitalrentabilitet for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 – 2023

Vi ser fra tabell 8 og figur 6 at egenkapitalrentabiliteten følger samme trend som total kapitalrentabiliteten. Oppsiden for eierne til XXL er høyere enn ved total kapitalrentabiliteten, men på den andre siden er også nedsiden desto større. Igjen ser vi at pandemi årene 2020 og 2021 var de to beste årene i perioden, mens de tre andre årene viser negativ avkastning på egenkapitalen og et spesielt dårlig resultat i 2023, der egenkapitalrentabiliteten var på -29,5%.

Videre ser vi på egenkapitalrentabiliteten til KID i tabell 8. Sammenligner vi egenkapitalrentabiliteten med total kapitalrentabiliteten, ser vi at den oppfyller ønsket om høyere verdier i egenkapitalrentabiliteten. Også for Kid følger denne samme trend som total kapitalrentabiliteten, hvor lavest verdi var i 2019, deretter en økning i 2020 og 2021, før en nedgang i 2022 og en oppgang i 2023. I 2021 nådde de toppunktet.

Egenkapitalrentabiliteten til BIKE24 følger samme trenden som deres total kapitalrentabilitet, men med litt høyere positiv og negativ avkastning. Som tidligere diskutert under total kapitalrentabiliteten er det i 2023, både for XXL og BIKE24, en spesielt negativ avkastning. Men, det er da verdt å nevne deres nedskrivninger for dette året og dens negative påvirkning. XXL oppnår en høyere avkastning på egenkapitalrentabiliteten enn på total kapitalrentabiliteten, noe som er ønskelig fra eiernes ståsted siden det er de som står med risikoen. Sammenlignet med KID ser vi en stor forskjell i avkastning der KID oppnår veldig mye bedre resultater, men XXL og BIKE24 oppnår en avkastning på et lignende nivå.

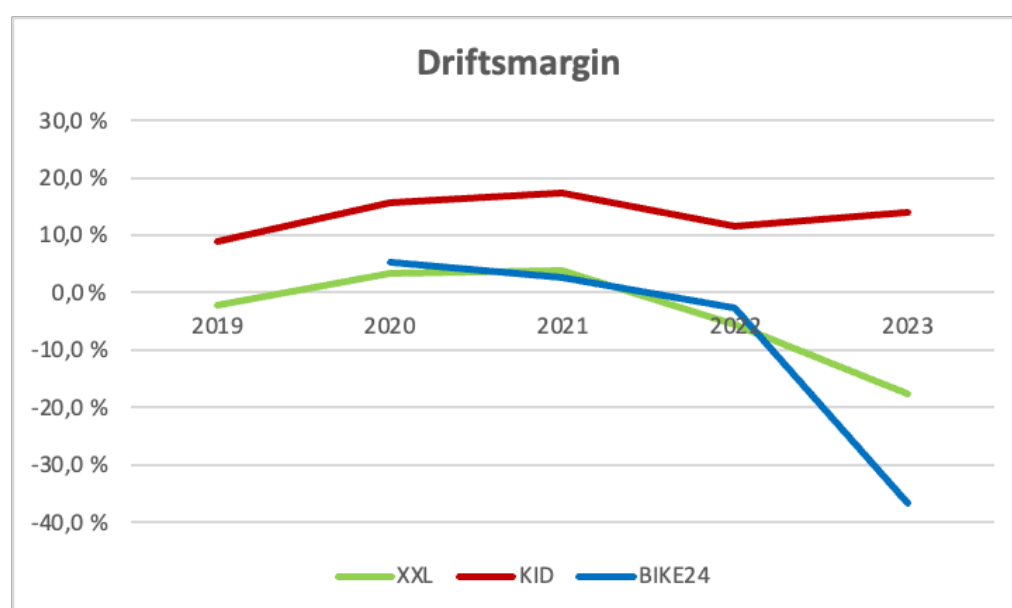
4.5.3. Driftsmargin

Driftsmarginen er et annet mål for å beskrive lønnsomheten i en bedrift og forteller hvor mye av driftsinntektene som er overskudd. Driftsmarginen er beregnet ved følgende formel:

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

Driftsmargin	2019	2020	2021	2022	2023
XXL	-2,20 %	3,50 %	3,90 %	-5,50 %	-17,70 %
KID	8,90 %	15,60 %	17,40 %	11,60 %	14,10 %
BIKE24		5,26 %	5,54 %	-2,64 %	-36,65 %

Tabell 9: Driftsmargin for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023



Figur 7: Driftsmargin for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023

Vi ser av tabell 9 og figur 7 at i tre av årene, med unntak av 2020 og 2021, har driftsmarginen til XXL vært negativ. Driftsmarginen, i samsvar med total kapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten, viser at lønnsomheten i denne perioden har vært dårlig. Kid har hatt en positiv driftsmargin gjennom hele den gitte perioden. Driftsmarginen følger også samme trend som både egenkapitalrentabiliteten og total kapitalrentabiliteten, noe som underbygger at Kid har hatt positiv lønnsomhet. BIKE24 har hatt en negativ utvikling i driftsmarginen gjennom perioden og viser en negativ trend i lønnsomheten i deres drift.

Vi har sett gjennom lønnsomhetsanalysen at driften til XXL ikke har vært tilstrekkelig lønnsom. Nøkkeltallene viser dårlig avkastning og liten driftsmargin, noe som i lengden kan

være problematisk. Det er verdt å påpeke at den økonomiske situasjonen gjennom perioden har vært turbulent – pandemien, invasjonen av Ukraina, energikrisen, inflasjon og økte renter har alle påvirket den økonomiske situasjonen til forbrukerne og dermed også bedriftene. Men, i motsetning til XXL har KID klart å være lønnsom gjennom hele perioden.

4.6 Finansiering

4.6.1 Finansieringsgrad 1

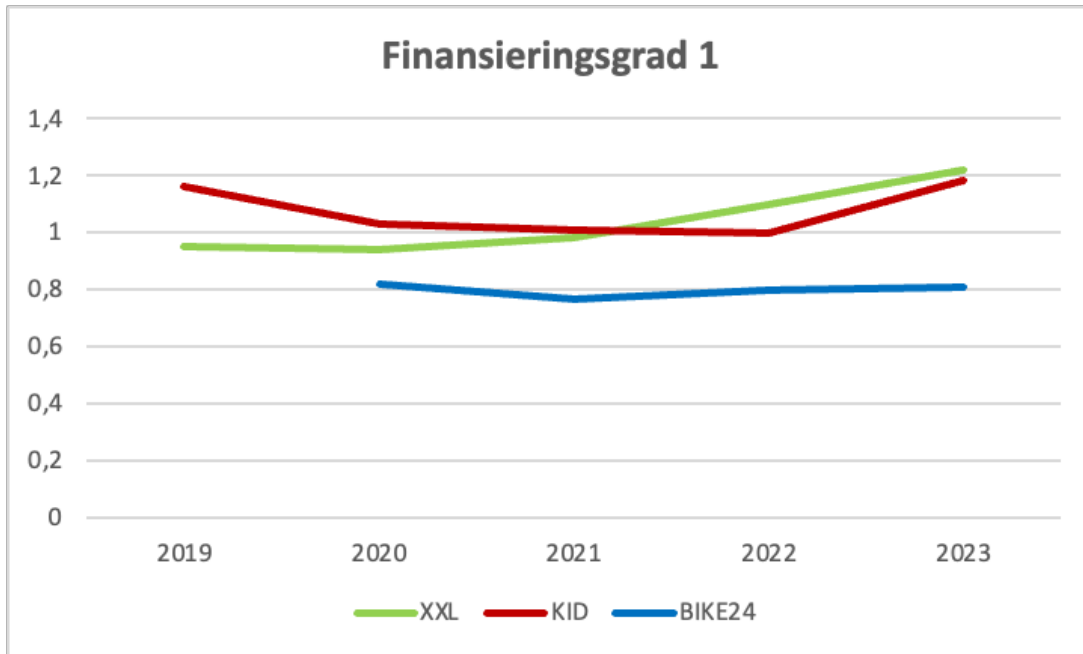
Finansieringsgrad 1 brukes for å beregne i hvilken grad en bedrifts anleggsmidler er finansiert med langsiktig kapital. Denne brukes for å få innsikt i hvor godt selskapet balanserer den langsiktige gjelden og egenkapitalen når de skal finansiere investeringer og eiendeler. En finansieringsgrad under 1,0 er tilfredsstillende ettersom dette betyr at den langsiktige kapitalen finansierer omløpsmidlene i tillegg til anleggsmidlene.

Vi finner finansieringsgrad 1 ved hjelp av denne formelen:

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

Finansieringsgrad 1	2019	2020	2021	2022	2023
XXL	0,95	0,94	0,98	1,1	1,22
KID	1,16	1,03	1,01	1	1,18
BIKE24		0,82	0,76	0,8	0,81

Tabell 10: Finansieringsgrad 1 for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023



Figur 8: Finansieringsgrad 1 for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023

Tabell 10 viser finansieringsgrad 1 til XXL fra 2019 til 2023. I årene 2019, 2020 og 2021 hadde XXL en finansieringsgrad under 1,0, som er en tilfredsstillende indikator. Det betyr at de kunne finansiere både omløpsmidler og anleggsmidler ved hjelp av den langsiktige kapitalen. Når et selskap har mulighet til dette, indikerer det at selskapet har en sterk finansiell posisjon hvor de er mindre avhengig av ekstern finansiering. Imidlertid økte finansieringsgraden til XXL i 2022. Her økte den til 1,1, som tilsvarer en ikke-tilfredsstillende verdi. Det indikerer at de ikke lenger er like uavhengige, og deler av finansieringen til anleggsmidlene ble oppnådd gjennom kortsiktig gjeld. Dette er også tilfellet i 2023, hvor den har steget til 1,22. Dersom finansieringsgraden fortsetter å ha en økende trend, kan det være en indikasjon på at selskapet blir mer avhengig av kortvarige finansieringskilder. Disse finansieringskildene har ofte mer risiko på lang sikt og er ikke like stabile.

Ut ifra tabell 10 ser vi at KID kun har hatt en finansieringsgrad over 1 i den gitte perioden. Dette er ikke en tilfredsstillende indikator da det betyr at KID bruker kortsiktig gjeld og/eller egenkapital til å finansiere anleggsmidlene. Dersom Kid hadde hatt en finansieringsgrad 1 under 1, hadde den langsiktige kapitalen kunne finansiert både anleggsmidlene, og den minst likvide delen av omløpsmidlene. Å ha en finansieringsgrad 1 over 1 er uheldig i forhold til den daglige driften til selskapet. BIKE24 har gjennom hele perioden hatt en svært tilfredsstillende finansieringsgrad 1 på mellom 0,76 og 0,82 gjennom hele perioden.

XXL sin finansieringsgrad 1 var under de tre første årene av perioden på et tilfredsstillende nivå, sammenlignet med KID lå XXL på et lavere nivå. Deretter ser vi et skifte der finansieringsgraden stiger over 1,0 og i utgangen av 2023 var den på 1,22. Ifølge normen er det over det ønskede nivået, men vi ser et lignende skifte hos KID også som ender på 1,18 i utgangen av perioden. Uten å trekke noen slutninger ser vi i alle fall en lignende utvikling hos de to norske bedriftene.

Setter vi de to norske bedriftene opp mot BIKE24 ser vi at den tyske bedriften ligger på et betydelig lavere nivå og den langsiktige gjelden finansierer anleggsmidlene. For XXL vil det være fordelaktig å forsøke å senke deres finansieringsgrad, slik at det er den langsiktige gjelden som finansierer anleggsmidlene, og ikke bruker kortsiktig gjeld og/eller egenkapital til dette formålet. Ved å benytte kortsiktig gjeld eller egenkapital for å finansiere anleggsmidlene kan den daglige driften påvirkes både på kort- og lang sikt, dette er fordi kortsiktig gjeld ofte innebærer større risiko både for långiver og låntaker.

4.6.2 Arbeidskapital

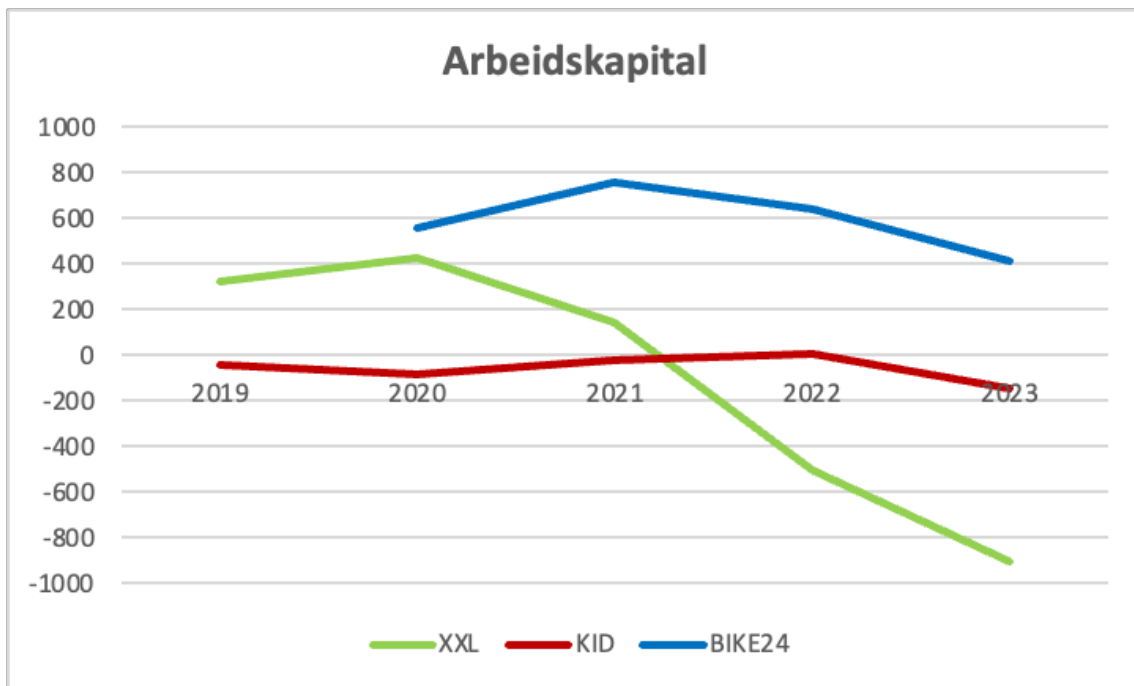
Videre kan vi se på arbeidskapitalen til XXL. Arbeidskapitalen er “kapitalen som arbeider for bedriften i det daglige” (Berg, 2020, s.109).

Vi kan regne ut arbeidskapitalen ved hjelp av følgende formel:

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

Arbeidskapital	2019	2020	2021	2022	2023
XXL	323	425	142	-502	-903
KID	-44	-83	-20	6	-144
BIKE24		558	754	642	415

Tabell 11: Arbeidskapital for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023



Figur 9: Arbeidskapital for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023

Fra tabell 11 og figur 9 ser vi at XXL sin arbeidskapital helhetlig over perioden har hatt en negativ utvikling. Fra perioden 2019 til 2021 var arbeidskapitalen positiv, dette indikerer at selskapet kan betale regningene sine. Utviklingen etter dette har vært dårlig og er en trend som startet etter 2020.

Ut ifra tabell 11 ser vi at KID har en ustabil arbeidskapital. Den er negativ i 2019 til 2021, før den tar seg opp i 2022. Deretter blir den negativ igjen i 2023, hvor den når et bunnpunkt i den gitte perioden. Ut ifra dette kan vi dermed si at KID har hatt vanskeligheter med å betale regningene deres og må lånefinansiere driften. BIKE24 har gjennom hele perioden hatt en solid arbeidskapital som indikerer tilfredsstillende driftseffektivitet og soliditet med tanke på de kortsiktige finansielle forpliktelsene deres.

I starten av perioden var arbeidskapitalen til XXL på et sunt nivå, noe lavere enn nivåene til BIKE24, men samtidig høyere enn KID. Deretter har den overordnede trenden vært en negativ utvikling. Dersom denne utviklingen skulle være langvarig vil det tyde på driftsineffektivitet og potensielle problemer med å håndtere de kortsiktige finansielle forpliktelsene deres.

4.7 Soliditet

Når vi skal analysere soliditet ser vi på en virksomhets evne til å betale på lang sikt og dens evne til å tåle tap. Vi skal se nærmere på selskapets gjeldsgrad og egenkapitalandel. For å være rustet til å møte dårlige tider, vil det være fordelaktig med lav gjeldsgrad og en høy egenkapitalandel.

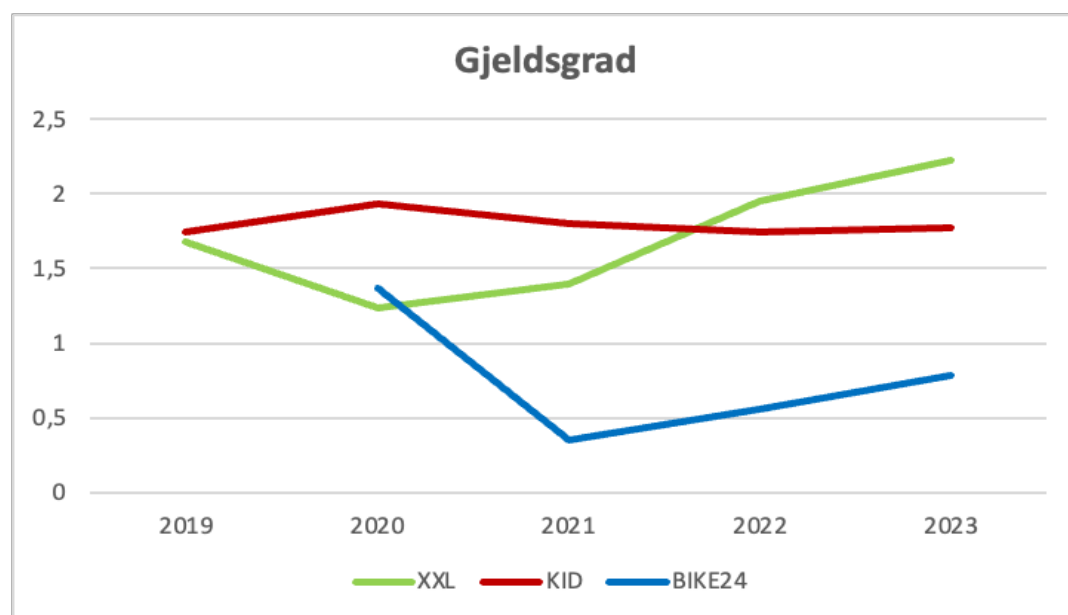
4.7.1 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden forteller oss om forholdet mellom hvor mye av en bedrift sine eiendeler som er finansiert av gjeld og egenkapital. Desto høyere gjeldsgrad, desto høyere antatt risiko. Lavere gjeldsgrad vil styrke en bedrifts soliditet og evne til å ta på seg fremtidige tap. Gjeldsgraden er beregnet ved følgende formel:

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Samlet gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

Gjeldsgrad	2019	2020	2021	2022	2023
XXL	1,68	1,24	1,4	1,95	2,22
KID	1,74	1,93	1,8	1,74	1,77
BIKE24		1,36	0,35	0,56	0,79

Tabell 12: Gjeldsgrad for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023



Figur 10: Gjeldsgrad for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023

Vi ser fra tabell 12 og figur 10 at gjeldsgraden til XXL har steget over perioden med unntak av fra år en til år to i perioden, da gjeldsgraden sank. Siden dette tidspunktet har vi sett en gradvis utvikling i en litt høyere gjeldsgrad. En høyere gjeldsgrad er assosiert med at bedriften tar større risiko. Ved utgangen av perioden er gjeldsgraden 2,22, som betyr at eiendelene er finansiert med dobbelt så mye gjeld som egenkapital. De har hatt en ganske lav gjeldsgrad gjennom hele perioden, som kan tyde på god soliditet i driften. Videre ser vi at KID har hatt en ganske stabil gjeldsgrad hvor den har holdt seg innenfor intervallet 1,74 på det laveste og 1,93 på det høyeste. Kid har også hatt en ganske lav gjeldsgrad og en synkende trend siden 2020, noe som er positivt for selskapet. Gjennom hele perioden har BIKE24 hatt en veldig lav gjeldsgrad. Vi ser en utvikling fra 2021 til 2023 med en stigende gjeldsgrad, men den er fortsatt på et veldig lavt nivå. Høyere egenkapital sammenlignet med samlet gjeld tyder på en solid drift.

Samlet sett ser vi at XXL sin gjeldsgrad har vært ganske lik sammenlignet med KID over perioden, noe lavere i starten av perioden og noe høyere mot slutten av perioden. BIKE24 har levert eksepsjonelle nivåer gjennom hele perioden og virker som en sunn og solid drift. Nivåene til XXL og KID virker ikke skremmende og har vært ganske jevne gjennom hele perioden, noe som vil være med på å styrke soliditeten til bedriftene.

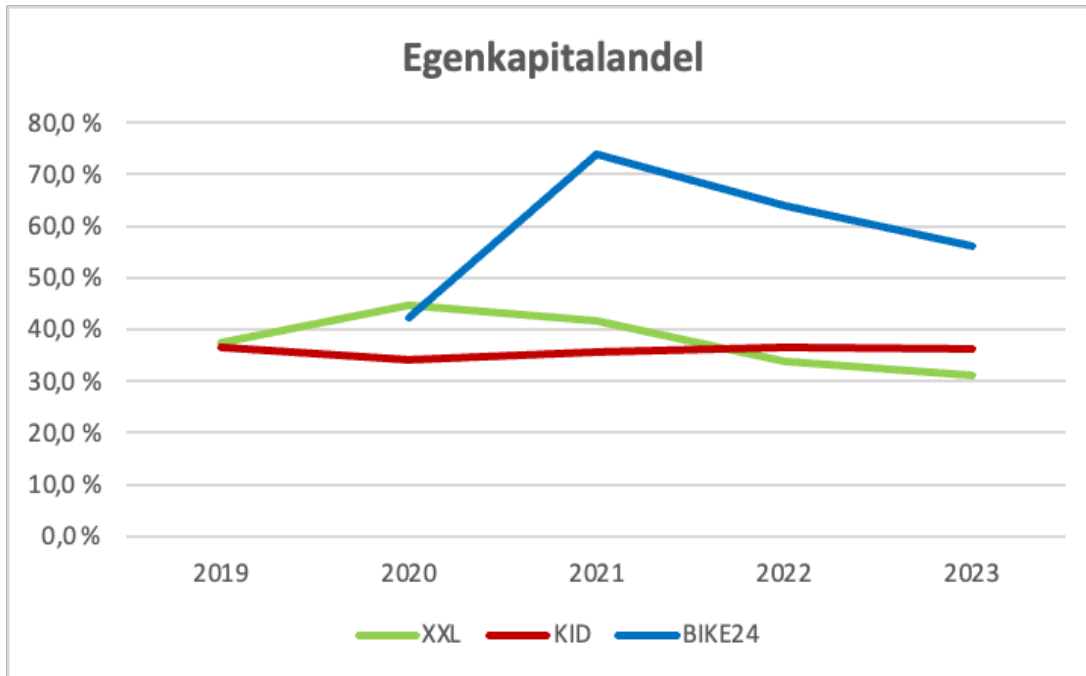
4.7.2 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen forteller oss om hvor stor del av selskapets eiendeler som er finansiert med egenkapital. Egenkapitalandelen er beregnet ved følgende formel:

$$Egenkapitalandel = \frac{Egenkapital}{Sum\ egenkapital\ og\ gjeld} * 100\%$$

Egenkapitalandel	2019	2020	2021	2022	2023
XXL	37,40 %	44,60 %	41,60 %	33,90 %	31,00 %
KID	36,50 %	34,20 %	35,70 %	36,50 %	36,20 %
BIKE24		42,30 %	74,00 %	64,10 %	56,00 %

Tabell 13: Egenkapitalandelen for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023



Figur 11: Egenkapitalandel for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 – 2023

Fra tabell 13 og figur 11 ser vi at egenkapitalandelen til XXL var på et høyt og stabilt nivå i perioden frem til 2021, og har over de to siste årene hatt en negativ utvikling.

Egenkapitalandelen samsvarer med bildet gjeldsgraden viser oss, og vi ser at XXLs eiendeler blir finansiert med mer gjeld enn det som var tilfelle ved periodens start. Videre ser vi at Kid har hatt en svært jevn egenkapitalandel. Den har for det meste ligget på rundt 36% og sank i år 2020 ned til 34,25%, noe som kan skyldes pandemien. Selskaper bør ha en egenkapitalandel på over 15% for å ha en solid egenkapital, noe vi ser at Kid har.

Egenkapitalandelen til BIKE24 tegner samme bilde som gjeldsgraden, den viser en solid drift som er finansiert ved stor andel egenkapital med en noe økende gjeldsfinansiering mot slutten av perioden. I utgangen av perioden er fortsatt eiendelene til BIKE24 finansiert med 56% egenkapital, noe som er veldig høyt.

Egenkapitalandelen til XXL var spesielt høy de første tre årene, men utviklingen mot slutten av perioden har vært negativ. Sammenlignet med KID er egenkapitalandelen til de to selskapene på et ganske likt nivå, og deres eiendeler er finansiert av cirka en tredjedel med egenkapital. Dette er noe lavere enn nivået BIKE24 ligger på, men totalt sett virker egenkapitalandelen til XXL å underbygge soliditet langsiktig.

4.8 Likviditet

Likviditet viser et selskaps betalingsevne og uttrykker selskapets evne til å innfri økonomiske forpliktelser (Berg, 2021, s. 123). Da soliditet var et uttrykk for langsiktig risiko, viser likviditeten selskapets kortsiktige risiko. For å vurdere XXL sin likviditet skal vi se på nøkkeltallene likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2.

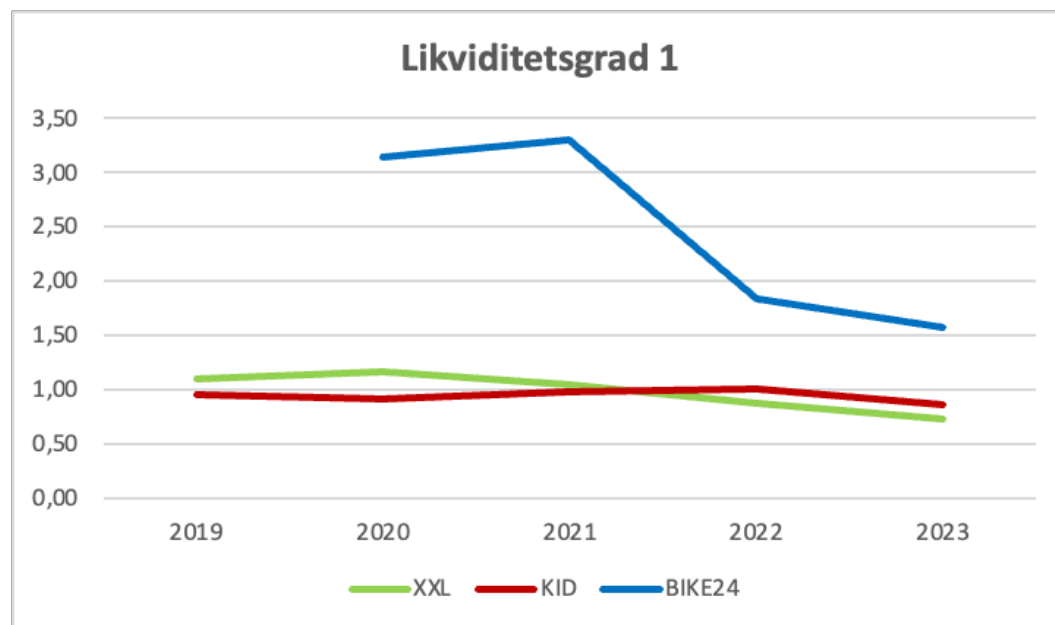
4.8.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 viser forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Det er vanskelig å fastslå hva som er tilstrekkelig likviditetsgrad 1, men gammel norm sier at likviditetsgrad 1 bør være på 2,0. Likviditetsgrad 1 er beregnet ved følgende formel:

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

Likviditetsgrad 1	2019	2020	2021	2022	2023
XXL	1,1	1,17	1,05	0,87	0,73
KID	0,95	0,91	0,98	1,01	0,86
BIKE24		3,14	3,3	1,84	1,57

Tabell 14: Likviditetsgrad 1 for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023



Figur 12: Likviditetsgrad 1 for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023

Vi ser fra tabell 14 og figur 12 at likviditetsgrad 1 til XXL over hele perioden har vært på et lavt nivå, og vi ser en tydelig negativ utvikling i likviditeten for XXL. Fra balanseregnskapet

kan vi hente ut at den kortsiktige gjelden har økt fra 2020 til 2023 og i den samme perioden har omløpsmidlene falt. Disse faktorene viser den fallende likviditeten, og en fortsettelse i denne trenden kan skape utfordringer i fremtiden. Videre ser vi at Kid har hatt en ganske lav likviditetsgrad 1 gjennom hele den gitte perioden. Ettersom likviditetsgraden bør være 2 eller høyere for at omløpsmidlene er verdt dobbelt så mye som den kortsiktige gjelden, ser vi at dette ikke er tilfellet her (Tripletex, 2024). BIKE24 hadde i de to første årene i perioden en svært god likviditetsgrad 1, godt over hva normen tilsier. Men, fra 2021 til 2023 ser vi en negativ utvikling. Selv med denne utviklingen ligger de på et høyere nivå enn hva både XXL og KID gjør.

Vi ser tydelig at det er en negativ utvikling i likviditetsgrad 1 for XXL gjennom perioden. På kort sikt kan det hende at XXL ikke vil støte på likviditetsproblemer, men dersom denne utviklingen skulle fortsette over en lengre periode, vil dette kunne bli utfordrende å håndtere den kortsiktige gjelden. Imidlertid ser vi at også likviditetsgraden til KID er på et lignende nivå, og det er med det vanskelig å trekke noen slutninger. Men det er trolig ikke feil å anta at det vil være fordelaktig for den daglige driften å forbedre likviditetssituasjonen til XXL.

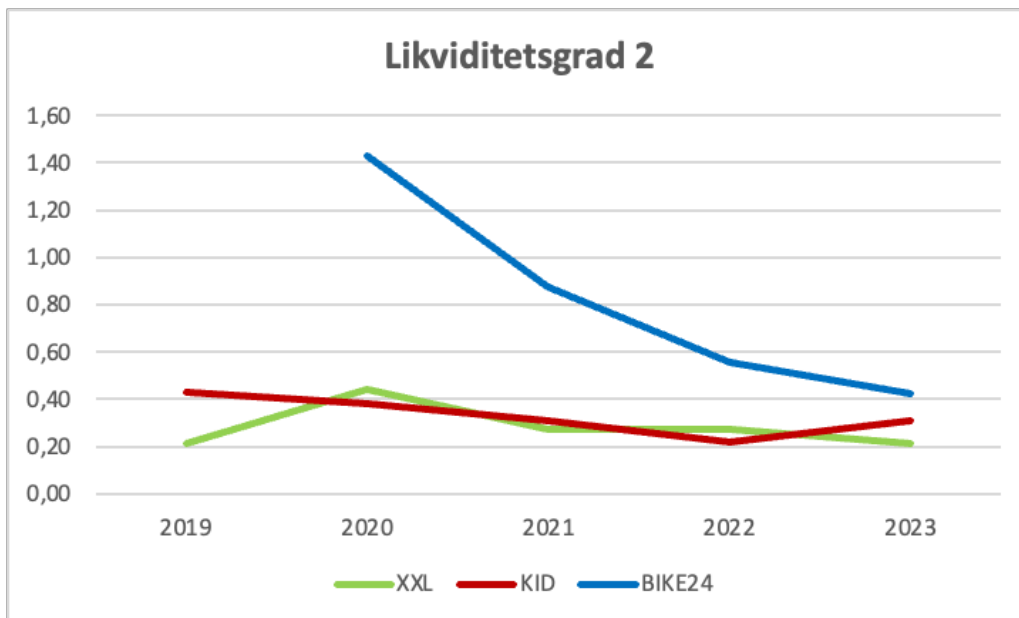
4.8.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 viser forholdet mellom de mest likvide omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden, som uttrykkes ved at varelageret er trukket fra. Likviditetsgrad 2 bør, ifølge norm, ligge på 1,0. Likviditetsgrad 2 er beregnet med følgende formel:

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

Likviditetsgrad 2	2019	2020	2021	2022	2023
XXL	0,22	0,44	0,27	0,28	0,21
KID	0,43	0,38	0,31	0,22	0,31
BIKE24		1,43	0,87	0,55	0,42

Tabell 15: Likviditetsgrad 2 for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 – 2023



Figur 13: Likviditetsgrad 2 for XXL, KID og BIKE24 i perioden 2019 - 2023

Vi ser fra tabell 15 og figur 13 at likviditetsgrad 2 til XXL har hatt en positiv utvikling fra 2019 til 2020, etter det har det vært en negativ utvikling i resten av perioden.

Likviditetsgraden var tilnærmet det samme i periodens inngang som den er i periodens utgang. Deretter kan vi se på likviditetsgrad 2 til Kid. Her ser vi at Kid har en svært lav likviditetsgrad 2. Fra 2019 til 2022 har den kun hatt en fallende utvikling, før den i 2023 har tatt seg opp igjen. De lave likviditetsgrad 1 og -2 tilsier at selskapet har en relativt høy risiko på kort sikt. Dersom dette fortsetter for Kid, vil det kunne by på problemer ved å innfri de økonomiske forpliktelsene slik som for XXL. For BIKE24 ser vi en lignende trend som ved likviditetsgrad 1 med en negativ utvikling, men i en litt større grad ved likviditetsgrad 2.

Totalt sett tilsier XXLs lave nivåer på likviditetsgrad 1 og -2 en relativt høy risiko på kort sikt, en fortsettelse av denne utviklingen kan by på problemer med å skulle innfri deres økonomiske forpliktelser. XXL skriver i deres kvartalsrapport for Q4 2023 at de over tid har fokusert på å forbedre likviditeten deres. Som følge av dette har de justert ned varelageret med NOK 552 M sammenlignet med Q4 2022, dette er gjort med hensikt for å bedre likviditeten i den kommende perioden. Denne nedjusteringen, samt endring i varesortimentet til lettere omsettelige varer, håper XXL at skal være med på å påvirke deres likviditet i positiv forstand.

5 Prognose av fremtidige kontantstrømmer

Gjennom den strategiske analysen er det blitt diskutert og redegjort for XXL sine styrker og svakheter, og gjennom regnskapsanalysen er nøkkeltall og generell prestasjon blitt formidlet. Videre vil det bli foretatt estimerer for fremtidige kontantstrømmer for å kunne prognostisere fremtidig inntjening for selskapet. Kapitlet vil innlede med å ta for seg historiske tall og utarbeide prognoser på de store driverne i XXL sitt resultat og budsjett. Ved hjelp av tallene som fremkommer vil det avslutningsvis utarbeides en prognose for fri kontantstrøm. Tallene en kommer frem til i denne delen av besvarelsen vil senere bli diskontert ved hjelp av et avkastningskrav vi regner oss frem til, og som til slutt anvendes for å regne hjem en nåverdi for XXL.

5.1 Driftsinntekter

Driftsinntektene til XXL fikk seg et løft i forbindelse med pandemiårene 2020 og 2021 før de i senere tid har hatt et tilbakefall. Sammenlignet med sportsbransjen sett under ett var omsetningsøkningen i 2020 og 2021 mindre enn bransjesnittet, mens fallet i ettertid har vært større (Norsk Sportsbransjeforening, 2024). Med det er økningen og nedgangen til en viss grad forklarbar, men ikke nødvendigvis omfanget.

År	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter	8 992	10 423	10 006	8 426	7 961
Endring i prosent		15,91%	-4,00%	-15,79%	-5,52%

Tabell 16: Driftsinntekter for XXL i perioden 2019 - 2023

Total	-9,40%
Snitt	-2,35%

Tabell 17: Total og snitt av driftsinntekter

Fra 2019 til 2023 kan en lese av tabell 17 at omsetningen har falt med 9.4 prosent, som gir et gjennomsnittlig tilbakefall på 2.35 prosent. Gjennomsnittlig vekst kan være et hjelpemiddel ved utarbeidelse av prognoser for fremtidige driftsinntekter, men en skal være forsiktig med å legge for mye vekt på det. Historisk data kan være et hjelpemiddel, men fremtiden er uansett usikker.

År	2024	2025	2026	2027	2028
Driftsinntekter	7 774	7 618	7 618	7 847	8 318
Prosent	-2,35%	-2,00%	0%	3,00%	6,00%

Tabell 18: Prognose av driftsinntekter for XXL i perioden 2024 - 2028

Gjennom tabell 18 fremmes våre anslag for utvikling av driftsinntektene for XXL.

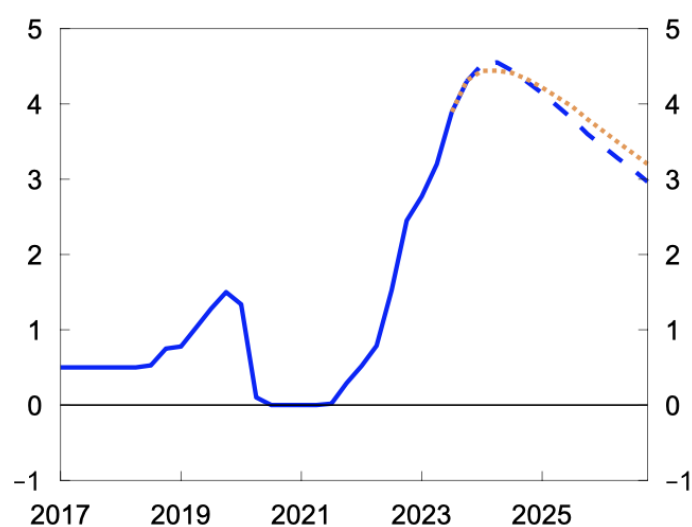
Trendanalyse, altså gjennomsnittlig utvikling, kunne som nevnt vært et alternativ, men gitt at det ville ført til insolvens er det valgt å ta en annen tilnærming. XXL fremmer gjennom sin seneste kvartalsrapport at for de neste fem årene er forventet omsetningsøkning på 5% (XXL, 2024). For forfatterne er det ønskelig å utarbeide en prognose der driftsinntektene i 2028 er omtrentlig fem prosent høyere enn de var i 2023.

For 2024 er det estimert en nedgang på 2.35% - noe mindre enn det var i 2023. Både for XXL og bransjen sett under ett virker det til at kjøpsviljen er kommet noe tilbake, men ikke for fullt. Fortsatt er renten høy, og sports- og friluftskategorier er ikke nødvendigvis det første en går til innkjøp av idet ens kjøpekraft reduseres. Derfor tror vi også at det vil være en liten nedgang i omsetningen for 2025.

Vendepunktet argumenteres for å komme i 2026. Her forventes det nullvekst før omsetningen vil øke både i 2027 og 2028. Med det vil XXL komme tilbake til omsetningstall omtrent på nivå med årene før pandemien (Norges Bank, 2023).

XXL vil være truet både av sine nærmeste konkurrenter, men også det faktum at rene netthandelsaktører har slått seg opp, samt at flere selskaper opererer med brede vareutvalg som kan være med å kapre markedsandeler innen sport og friluft. Likevel estimeres det etter hvert en oppsving og at XXL greier å øke salget igjen.

Styringsrente. Prosent



Figur 14: Styringsrente i prosent

5.2 Driftskostnader

Begrepet driftskostnader er vidt, og under kategorien faller postene som fremkommer av tabell 19, nemlig varekostnad, lønnskostnad, andre driftskostnader, avskrivninger, nedskrivninger, rentekostnader, skattekostnad og kostnader for “discontinued operations”. Innledningsvis i delkapitlet vil utviklingen fra 2019 til 2023 for hver enkelt kort redegjøres

for, og simultant vil XXL sine resultater presenteres som et resultat av postene, samt tidligere presenterte og estimerte driftsinntekter.

År	2019	2020	2021	2022	2023
Varekostnad	5 934	6 519	5 923	5 705	5 452
% av driftsinntekt	65,99%	62,54%	59,19%	67,71%	68,48%
Vekst varekostnad		9,86%	-9,14%	-3,68%	-4,43%
Lønnskostnader	1 652	1 863	1 886	1 665	1 657
% av driftsinntekt	18,37%	17,87%	18,85%	19,76%	20,81%
Vekst lønn		12,77%	1,23%	-11,72%	-0,48%
Andre driftskostnader	916	924	860	819	932
% av driftsinntekt	10,19%	8,87%	8,59%	9,72%	11,71%
Vekst andre driftskostnader		0,87%	-6,93%	-4,77%	13,80%
Sum driftskostnader	8 502	9 306	8 669	8 189	8 041
EBITDA	538	1 117	1 386	237	-80
Margin	6%	10,7%	14,4%	2,8%	-1%

Tabell 19: EBITDA margin for XXL i perioden 2019 - 2023

Varekostnaden til XXL var for regnskapsåret 2023 på 5.934 milliarder kroner som i pandemiåret 2020 økte med nærmere ti prosent til 6.519. Samtidig ble driftsinntektene økt og med det utgjorde driftskostnadene en lavere prosent av inntektene, noe som også var forløpet i 2021. Fra og med 2021 er varelageret blitt redusert, i tråd med XXL sin markedsførte strategi. Lønnskostnadene har fulgt en lignende trend der de økte i 2020 og 2021, før de har vært dalende i 2022 og 2023. Her må en også ta hensyn til at det stort sett hvert år er lønnsvekst og en flat utvikling på totale lønnskostnader forteller at det er blitt produsert færre årsverk. Samleposten andre driftskostnader har vært varierende, men det har ikke vært noen år med voldsom differanse sammenlignet med fjoråret.

Avskrivningene har vært stabile de siste fem årene, mens nedskrivningene kun i senere tid er blitt en faktor. For 2021 ble 136 millioner kroner nedskrevet, mens det i 2023 ble nedskrevet verdier for 576 millioner kroner. Regnskapsføringen ble gjort i forbindelse med lavere vurdering av teknisk goodwill og "right of use" assets. Nedskrivningen har ingen effekt på kontantstrøm. Rentekostnader har vært stabile gjennom de siste fem år, og skattekostnaden kommenteres kun kort til å være et resultat av inntektene og utgiftene. Siste kostnadspost er knyttet til "discontinued operations" og dreier seg om avslutningen av satsing i Østerrike. De

siste to årene er det kostnadsført 130 og 138 millioner kroner, akkumulert til 268, men i følge XXL skal ikke posten være en kostnadsdriver fremover.

År	2024	2025	2026	2027	2028
Varekostnad	5 016	4 715	4 526	4 526	4 662
% av driftsinntekt	64,52%	61,89%	59,41%	57,68%	56,05%
Vekst varekostnad	-8,00%	-6,00%	-4,00%	0,00%	3,00%
Lønnskostnader	1 624	1 624	1 640	1 656	1 673
% av driftsinntekt	20,89%	21,31%	21,53%	21,11%	20,11%
Vekst lønn	-2,00%	0,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Andre driftskostnader	820	837	837	857	879
% av driftsinntekt	10,55%	10,98%	10,98%	10,93%	10,57%
Vekst andre driftskostnader	-12,00%	2,00%	0,00%	2,50%	2,50%
Sum driftskostnader	7 460	7 175	7 003	7 040	7 214
EBITDA	314	443	615	807	1 104
Margin	4,04%	5,82%	8,08%	10,28%	13,27%

Tabell 20: Prognose for EBITDA margin for XXL i perioden 2024 - 2028

Estimatene baserer seg både på tidligere utvikling på postene, samt hva slags forventninger vi har både om sportsbransjen og XXL i seg selv. XXL er i deres Q4-rapport svært tydelige på at varelager og generelt varekostnader må reduseres, og vi forventer at det blir et viktig moment fremover. I tillegg ønskes det å ha mindre varehus, som intuitivt tilsier mindre plass til varer og dermed lavere varekostnader. Frem til 2027 estimerer vi reduksjonen ned til 4.526 milliarder kroner før det vil stabilisere seg. Som en prosent av driftsinntekt vil varekostnadene her være på et sunnere nivå. Videre fremmer XXL et ønske om færre varer i øvre prissjiktet og heller en satsing mot det lavere sjiktet og varer med høyere omløpshastighet.

Lønnskostnadene til XXL prognostiseres til å holde seg stabile for den neste femårsperioden. Varehus av mindre størrelse vil si behov for færre ansatte, men likevel vil det være inflasjon og lønnsøkning i markedet som vil bidra til å holde lønnskostnadene oppe. Vi tror XXL nedbemanner svært gradvis og holder lønnskostnadene på et nivå på omtrent 20% av driftsinntektene. For posten andre driftskostnader gjelder mye av det samme. Her er det ikke nødvendigvis veldig enkelt for XXL å redusere betydelig, slik at vi estimerer en økning i tråd med inflasjonen. Første året er det en betydelig nedgang fra året før, siden det i 2023 var

unaturlig høyt grunnet restrukturering og kostnader tilknyttet app. I årene fremover prognostiseres kostnadene til å øke tålig i tråd med Norges inflasjonsmål.

Fra 2024 til 2028 kan en lese av tabell 20 at de totale driftskostnadene reduseres med 246 millioner kroner, og fra 2023 reduseres kostnadene med 825 millioner. EBITDA øker fra 314 til 1.104 millioner NOK, og marginen fra 4.04 til 13.27 prosent. Det er flere poster som følger senere i regnskapet, men sammenlignet med årene 2020 og 2021 som en tidligere i besvarelsen presenterte at leverte solide driftsresultat, virker XXL tilsynelatende til å bli lønnsomme igjen.

5.3 Avskrivninger og nedskrivninger

Avskrivninger og nedskrivninger er poster som har en regnskapsmessig virkning, men ikke endrer kontantstrømmen. Som tidligere påpekt og redegjort for er utviklingen på avskrivningene temmelig stabil, mens nedskrivningene har vært betydelige både i 2021 og 2023.

År	2019	2020	2021	2022	2023
Avskrivninger	692	753	810	704	754
Nedskrivninger	0	0	136	1	576

Tabell 21: Avskrivninger og nedskrivninger for XXL i perioden 2019-2023

Det å regne hjem forventede avskrivninger forutsetter en rekke innblikk i fremtidig strategi for XXL som er informasjon vi ikke besitter. Med det blir ikke prognosene nødvendigvis enormt nøyaktige, men i og med at de historisk ikke har variert veldig så burde det ikke ha signifikant betydning når det kommer til resultatet av verdsettelsen. Prognosen vår tar med det utgangspunkt at det ikke investeres i utstrakt grad, og avskrivningene blir noe mindre hvert år siden saldoavskrivningene vil bli noe redusert år for år.

År	2024	2025	2026	2027	2028
Avskrivninger	750	730	710	690	670
Nedskrivninger	0	0	0	0	0

Tabell 22: Prognose for avskrivninger og nedskrivninger for XXL i perioden 2024-2028

Nedskrivninger er en post som sjelden anvendes foruten ved ekstraordinære omstendigheter. I 2021 og 2023 kan det argumenteres for å ha oppstått ekstraordinære omstendigheter, men om det i fremtiden vil inntreffe er utfordrende å si noe om. Tatt dagens marked i betraktning og XXL sin utvikling virker det ikke til å være nødvendig med nedskrivninger i nærmeste

fremtid. Hva som vil inntreffe om tre eller fire år blir ren gjetting, og med det vil heller prognosene være at det ikke vil være behov for nedskrivninger frem til 2028.

5.4 Arbeidskapital

Arbeidskapital er en måleenhet som formidler noe om et selskaps disponible likviditet, og er sentral for virksomhetens grunnleggende økonomiske helse (Pareto Bank, 2022). For å komme frem til arbeidskapitalen subtraherer man den kortsiktige gjelden fra omløpsmidlene, og får med det et tall på tilgjengelig kapital på kort sikt. Selve styringen på arbeidskapital er en balansegang mellom å ha tilstrekkelig likviditet og det å skape avkastning. For lav arbeidskapital kan nemlig øke risikoen for manglende likviditet, mens høy arbeidskapital på den andre siden vil kunne redusere avkastningen på investert kapital.

År	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter	8 992	10 423	10 006	8 426	7 961
Arbeidskapital	323	425	142	-502	-913
Endring arbeidskapital		102	-283	-644	-411
% av driftsinntekter	3,59%	4,08%	1,42%	-5,96%	-11,47%

Tabell 23: Arbeidskapital for XXL i perioden 2019 - 2023

Arbeidskapitalen til XXL var moderat positiv fra 2019 til 2021 før den ble negativ i 2022 og betydelig negativ i 2023. Tatt XXL sin markedsførte strategi er det en forventet utvikling. Omløpsmidlene består blant annet av kundefordringer, kontantbeholdning og varelager, og sistnevnte er eksempelvis noe de ønsker å redusere. Kundefordringer utgjør en liten andel av XXL sine innbetalinger, og med det vil omløpsmidlene totalt sett reduseres. Typiske poster for kortsiktig gjeld er leverandørgjeld, avgifter og kortsiktige lån. På sikt er postene ønsket redusert, men gjennom innkjøp er en eksempelvis gjerne bundet til avtaler og det kan med det ta noe tid før en faktisk får redusert postene. I 2023 ble eksempelvis varelager redusert med 552 millioner, mens forpliktelsene ble redusert med 335 millioner.

Estimert arbeidskapital:

År	2024	2025	2026	2027	2028
Driftsinntekter	7 774	7 618	7 618	7 847	8 318
Arbeidskapital	-800	-700	-600	-500	-400
Endring arbeidskapital	113	100	100	100	100
% av driftsinntekter	-10,29%	-9,19%	-7,88%	-6,37%	-4,81%

Tabell 24: Prognose for arbeidskapital for XXL i perioden 2024 - 2028

Gjennom tabell 24 fremmes vår prognose for utvikling av XXL sin arbeidskapital. Med deres målsetning om reduserte varelager og reduserte forpliktelser, estimerer vi selve arbeidskapitalen til å holde seg tålig stabil. Vi prognostiserer arbeidskapitalen til å økes med 100 millioner NOK årlig. En utfordring her blir likviditeten, men samtidig er selskapet nødt til å skape avkastning for aksjonærene. En balansegang kan tenkes å være rundt 0, og etter hvert er det et nivå som kan tenkes å være ønskelig for XXL, men det tenkes at det gjøres gradvis.

5.5 Fri kontantstrøm

Avslutningsvis i kapittel fem ønskes det å samle prognosene vi tidligere har presentert i en kontantstrømanalyse. En kontantstrømanalyse er en oversikt over den økonomiske tilstanden til en virksomhet og brukes for å se hvordan kontantstrømmen påvirker virksomhetens likviditet (Tripletex, n.d.).

Kontantstrøm	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsaktiviteter					
Inntekt før skatt	-336	191	466	-531	-1556
Skatt	-75	-	-16	-38	-
Avskrivninger og nedskrivninger	692	753	754	703	1330
Nedskrivningstest	-	-	13	1	-
Netto finanskostnader	183	172	137	64	138
Endringer i varelager	291	789	-323	-374	552
Endringer i kundefordringer	119	-19	-327	337	-44
Endringer i leverandørgjeld	111	-462	112	573	-340
Andre endringer	-47	229	-7	-96	100
Kontanter tilført (brukt) av driftsaktiviteter fra avviklet virksomhet	-	-	97	44	28
Kontanter tilført (brukt) av driftsaktiviteter	938	1653	906	683	198
Investeringsaktiviteter					
Investeringer i anleggsmidler	-163	-181	-219	-132	-129
Utbetalinger/inntekter fra oppkjøp/avhendig	-4	22	-43	-7	-
Kontanter tilført (brukt) av investeringsaktiviteter	-168	-159	-262	-139	-129
Finansieringsaktiviteter					
Kapitaløkning	-	-	-	-	1001
Transaksjonskostnader	-	-	-	-	-35
Salg (kjøp) av egne aksjer	477	-100	-77	-8	-
Inntekter fra aksjemisjon	-	500	-483	-145	-
Ekstraordinære dividender	-	-	-1006	-150	-
Utbetalinger på gjeld	-387	-2366	993	833	-774
Inntekter på gjeld	-	1546	-29	-61	342
Rentebetalinger	69	3	-79	-78	-95
Renter på leiekontrakter	-	-95	558	-560	-84
Totale leiebetalinger for leieforpliktelsen	-547	-582	-45	-45	-607
Kontanter tilført (brukt) av finansieringsaktiviteter fra avviklet virksomhet	-	-	-	-	-33
Kontanter tilført (brukt) av finansieringsaktiviteter	-526	-1094	-1284	-164	-285
Netto endring i kontanter og kontantekvivalenter	244	400	-640	379	-216
Kontanter og kontantekvivalenter - starten av året	194	433	830	173	575
Effekt av valutakursendringer på kontanter og kontantekvivalenter	-6	-3	-16	-	24
Kontanter og kontantekvivalenter - eiendeler holdt for salg - slutt på perioden	-	-	-	23	23
Kontanter og kontantekvivalenter totalt for gruppen - årsslutt	433	830	173	575	406

Tabell 25: Kontantstrømanalyse for XXL i perioden 2019 - 2023

Tabell 25 presenterer kontantstrømmen for de foregående fem årene. Selv om driftsresultat har vært sprikende, kan en se at kontantstrøm ikke har variert like mye. I 2019 og 2020 var kontantstrømmen positiv, før den annethvert år etter det har gått fra negativ til positiv. Tabell 25 er detaljert, og det fremkommer blant annet at utbytte/dividende tas ut noen år, som slår ut på kontantstrømmen, samt endring i varelager og nedbetaling av gjeld eksempelvis. I tillegg påvirkes kontantstrømmen blant annet av driftsinntekter og -kostnader.

Kontantstrøm	2024	2025	2026	2027	2028
Driftsaktiviteter					
Inntekt før skatt	-436	-287	-95	117	434
Skatt	95,92	63,14	20,9	-25,74	-95,48
Avskrivninger og nedskrivninger	750	730	710	690	670
Nedskrivningstest	-	-	-	-	-
Netto finanskostnader	138,8	138,8	138,8	138,8	138,8
Endringer i varelager	300	100	0	-100	-200
Endringer i kundefordringer	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2
Endringer i leverandørgjeld	100	50	0	-50	-100
Andre endringer	-	-	-	-	-
Kontanter tilført (brukt) av driftsaktiviteter fra avviklet virksomhet	-	-	-	-	-
Kontanter tilført (brukt) av driftsaktiviteter	961,92	808,14	787,9	783,26	860,52
Investeringsaktiviteter					
Investeringer i anleggsmidler	-164,8	-156,56	-148,732	-141,2954	-134,23063
Utbetalinger/inntekter fra oppkjøp/avhendig	-	-	-	-	-
Kontanter tilført (brukt) av investeringsaktiviteter	-164,8	-156,56	-148,732	-141,2954	-134,23063
Finansieringsaktiviteter					
Kapitaløkning	500	-	-	-	-
Transaksjonskostnader	-	-	-	-	-
Salg (kjøp) av egne aksjer	-	-	-	-	-
Inntekter fra aksjemisjon	-	-	-	-	-
Ekstraordinære dividender	-	-	-	-	-
Utbetalinger på gjeld	-323,2	-307,0	-291,7	-277,1	-263,2
Inntekter på gjeld	100	100	100	100	100
Rentebetalinger	-36	-36	-36	-36	-36
Renter på leiekontrakter	-45,25	-45,25	-45,25	-45,25	-45,25
Totale leiebetalinger for leieforpliktelsen	-365,2	-365,2	-365,2	-365,2	-365,2
Kontanter tilført (brukt) av finansieringsaktiviteter fra avviklet virksomhet	-	-	-	-	-
Kontanter tilført (brukt) av finansieringsaktiviteter	-169,64	-653,4805	-638,128975	-623,5450263	-609,6902749
Netto endring i kontanter og kontantekvivalenter	627,48	-1,9005	1,039025	18,41957375	116,5990951
Kontanter og kontantekvivalenter - starten av året	406	1033,48	1031,5795	1032,618525	1051,038099
Effekt av valutakursendringer på kontanter og kontantekvivalenter	-	-	-	-	-
Kontanter og kontantekvivalenter - eiendeler holdt for salg - slutt på perioden	-	-	-	-	-
Kontanter og kontantekvivalenter totalt for gruppen - årsslutt	1033,48	1031,5795	1032,618525	1051,038099	1167,637194

Tabell 26: Prognose av kontantstrømanalyse for XXL i perioden 2024 - 2028

Videre er det utarbeidet prognoser for hvordan kontantstrømmen kan se ut frem til og med 2028. Selve fremstillingen bærer preg av en rekke mindre poster, og generelt høy grad av detaljering. Årsaken er at XXL har rapportert regnskap ved å anvende mange poster, og for å kunne utarbeide historisk presise tall har vi sett oss nødt til å være like detaljerte for å fremme de reelle tallene. Forfatterne føler det er mest naturlig å ta med samtlige poster ved estimeringen for kommende år. Minoriteten av postene er tidligere gått gjennom i delkapitlet,

men de viktigste vil bli kommentert. Ved prognostiseringen vil også flere av postene bli satt til 0 fremover da vi ikke besitter tilstrekkelig informasjon til å gjøre gode estimater, i tillegg til at summene i det store og det hele utgjør en svært liten del av kontantstrømmen sett under ett.

Inntekt før skatt er tidligere redegjort for gjennom prognoser for driftsinntekter og -kostnader, mens skattekostnaden er et direkte resultat av tallene som fremkommer. Videre er det diskutert at det ikke vil foreligge nedskrivninger fremover, og avskrivningene vil bli marginalt lavere fremover. Netto finanskostnader har ikke historisk fulgt noe nevneverdig mønster, slik at forfatterne finner det mest naturlig å estimere gjennom historisk snitt. Med det faller kostnadene til snaue 139 millioner kroner årlig.

Reduksjon i varelageret er en markedsført målsetning for XXL, og vi prognostiserer at selskapet lykkes med å redusere varelageret de neste to årene. De er åpne om at de ønsker mindre butikker, og en reduksjon fremstår i tråd med deres strategi. I 2026 estimerer vi varelageret til å gå i null før det vil øke noe i 2027 og 2028. Årsaken er økning i driftsinntekter som vil bety behov for mer varer. Kundefordringer er en liten del av XXL sine driftsaktiviteter, og for enkelhetens skyld brukte vi også her et historisk gjennomsnitt for å finne at kundefordringene i snitt vil reduseres marginalt de kommende årene.

Leverandørgjeld kan argumenteres for å korrelere godt med endring i varelager, da det nødvendigvis tas opp leverandørgjeld ved innkjøp av varer. Gjelden er imidlertid ofte av kortvarig grad, gjerne 30 dager, og et 1:1 forhold foreligger neppe. Vi estimerer at endring i leverandørgjeld ikke er særlig volatilt fremover da det ønskes oversikt og kontroll. Med det vil det være ganske uendret, med en liten reduksjon de første årene og en mindre økning de siste årene. Gjennom driftsaktivitetene tilføres det tett oppunder milliarder de kommende fem årene.

Videre ønskes det utarbeidet prognoser både for investeringsaktiviteter og for finansieringsaktiviteter. Her er ikke informasjonsgrunnlaget like stort, og notene i årsrapporter o. l er ikke utfyllende nok til at det kan foretas detaljerte konkrete vurderinger. Med det føles det mest korrekt å anvende historisk snitt for de relevante postene, og overse de mindre postene som ikke fremstår særlig plausible at vil foreligge de kommende årene. For investeringer i anleggsmidler vil kostnaden eksempelvis starte på 164.8 millioner kroner før

den reduseres med fem prosent per år.. Kostnadene som tidligere har blitt pådratt ved avhending av drift, estimerer vi at det bortfaller.

Ved prognostisering av finansieringsaktivitetene til XXL ser vi på det som usannsynlig at det vil foreligge utbytter, salg/kjøp av egne aksjer og transaksjonskostnader. I løpet av første året tror vi XXL kommer til å henvende seg til kapitalmarkedet for å hente penger. Selskapet har noe likviditet, men ikke tilstrekkelig til at de tåler mye motgang. Summen er satt til 500 millioner NOK. Angående gjeld vil det nedbetales betydelige avdrag, mens sportskjeden samtidig også vil få inntekter på gjelden. I tillegg foreligger det moderate rentebetalinger, samt renter på leiekontrakter. Avslutningsvis presenteres leiekostnader, som er en signifikant utgiftspost. Her også er det rot i historisk snitt. XXL ønsker å bruke mindre lokaler, men gitt prisstigning mv. ses det på som plausibelt at kostnadsposten holder seg på et stabilt nivå. Idet en summerer postene ser en at XXL bruker nærmere 700 millioner på finansieringsaktiviteter. Kontantstrømmen er betydelig positiv første året takket være frisk kapital, før den stabiliserer seg rundt, og like over null de kommende årene.

Nederst i tabell 26 presenteres kontantbeholdninger ved årsslutt. Som en kan lese av begynner perioden med omtrentlig en milliard i kontanter, mens ved periodens slutt har beholdningen steget til 1167 millioner NOK.

6 Avkastningskrav

6.1 Kapitalverdimodellen (CAPM):

Når vi skal beregne forholdet mellom risiko og forventet avkastning, bruker vi kapitalverdimodellen. Modellen for CAPM er:

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

$$E(R_i) = 3,554\% + 2,46 * (5\%)$$

$$E(R_i) = 15,85\%$$

Hvor:

$E(R_i)$ = Egenkapitalens avkastningskrav

R_f = Risikofri rente

β_i = Egenkapitalbeta

$(E(R_m) - R_f)$ = Markedets risikopremie

Avkastningskrav egenkapital 2024 blir dermed:

<i>Risikofri rente</i>	3,554
<i>Egenkapitalbeta</i>	2,46
<i>Markedets risikopremie</i>	5%
<i>Avkastningskrav</i>	15,85%

Tabell 27: CAPM for XXL

6.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente representerer renten på en investering og anses å være uten risiko. Denne renten viser avkastningen investorer kan oppnå ved å sette kapital i en risikofri investering. Vi har valgt å benytte oss av den 10-årige nasjonale statsobligasjonsrenten og hentet dette tallet fra 28 Mars 2024. Da var renten på 3,554% (Trading Economics, 2024).

6.1.2 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta brukes for å se hvordan aksjekursen til et selskap svinger i forhold til markedet. Det kan også forklares som den systematiske risikoen for en aksje. En betaverdi på 1 betyr at aksjekursen svinger i likhet med markedet, mens en betaverdi lik null vil si at det ikke er noen samvariasjon mellom markedet og aksjen (Olaussen, 2023). En beta-verdi mellom 0 og 1 betyr at det er mindre svingninger i selskapets aksjekurs sammenlignet med markedet. Dermed vil en betaverdi over 1 bety det motsatte. Vi fant ut at XXL har en betaverdi på 2,46 (E24, 2024). Dette betyr at aksjekursen til XXL svinger mer sammenlignet med andre aksjer i markedet.

6.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie defineres som den forventede avkastningen på markedet basert på risikofri rente. Risikopremien i Norge har en median på 5% (PWC, 2023). Vi har valgt å benytte oss av denne prosenten videre i oppgaven.

6.2 WACC

WACC er en forkortelse for Weighted Average Cost of Capital, og benyttes ved estimering av avkastningskrav som skal representere kostnaden for egenkapital og beta. Ettersom XXL er et selskap som både er gjeld- og egenkapitalfinansiert, benytter vi oss av WACC. WACC er et viktig verktøy for investorer når de skal vurdere om det er lønnsomt eller ikke å investere i et selskap. Som oftest indikerer en lav WACC-verdi at selskapet er en sunn virksomhet som er i stand til å få penger fra investorer til en lavere kostnad. På den andre siden tilsier høy WACC-verdi at selskapet er mer risikabelt å investere i og her må de kompensere investorer med en høyere avkastning (Hargrave, 2024).

WACC finner vi ved hjelp av følgende formel:

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

Hvor:

EK/TK = Egenkapitalandel

r_E = Avkastningskrav på egenkapitalen

G/TK = Gjeldsandel

r_G = Rente på gjeld

T_c = Skattesats

Ut fra tabell 13 ser vi at vi har beregnet en egenkapitalandel på 31% i 2023, noe som gjør at vi vil ha en gjeldsgrad på 69%. Gjeldskostnad er renten et selskap må betale når de skal låne penger. I årsrapporten 2022 ser vi at XXL betaler 4,32% i gjennomsnittlige renter på lånene sine. Denne renten brukes dermed i WACC beregningen. I denne oppgaven legger vi til grunn en nominell skattesats på 22%.

6.2.1 Utrekning WACC

Beregning av WACC for 2024:

$$WACC = 0,31 * 15,85\% + 0,69 * 4,32\% * (1 - 0,22) = 7,24\%$$

Vi ser at XXL har en WACC på 7,24%. WACC'en er lavere enn CAPM, noe som skyldes at avkastningskravet på egenkapitalen er høyere enn gjeldskostnaden. XXL har også skattefradrag på gjelden, som også bidrar til at WACC-verdien er lavere. Videre vil WACC-verdien benyttes som avkastningskrav til å diskontere fremtidige kontantstrømmer.

7 Sammensetning fundamental verdsettelse

I tabell 28 ser vi de hva de predikerte kontantstrømmene og terminalverdiene vil bli for XXL basert på tidligere estimeringer. Det er forutsatt at skattesatsen vil forbli 22% ved beregning. Gordons vekstformel ble benyttet ved estimering av terminalverdien, og forutsetter en fremtidig vekst på 1%. Denne prosenten benyttes på bakgrunn av at XXL har høy konkurranse og i tillegg lave marginer.

I beregningene er de prognostiserte kontantstrømmene fra kapittel fem plottet inn, og terminalverdien er regnet ut via Gordons formel. Med en WACC på 7.24% og vekst på 1% oppnås en nåverdi på nærmere to milliarder, mens gjelden er på 876 millioner. Ved videre utregning finner man et predikert kursmål på 0.675.

År	2024	2025	2026	2027	2028	Terminalverdi
Fremtidige kontantstrømmer	627 480 000	-1 900 500	1 039 025	18 419 574	116 599 095	
Terminalledd						1 868 575 240
WACC	7,24%					
Vekstfaktor (g)	1,00%					
Nåverdi	1 997 868 705,90					
Rentebærende gjeld	-876 000 000					
Verdi EK	1 121 868 705,90					
Ant. aksjer	1 663 135 321,00					
Kursmål	0,6745504661					

Tabell 28: Fundamental verdsettelse av XXL

29.12 stod aksjekursen til XXL i 0.945 som er 40% over vår predikerte kurs. Likevel må en ta med i beregningen svingningene en børsnotert aksje vil ha, og de siste 12 månedene har eksempelvis kursen vært nede i 0.57 (Yahoo Finance, n.d.). Med det enes vi om å ha predikert et kursmål som kan fremstå tilstrekkelig sannsynlig.

8 Sammensetning markedsbasert verdsettelse

For å få et mer helhetlig perspektiv på verdsettelsen av XXL vil vi i tillegg til den fundamentale verdsettelsen gjennomføre en markedsbasert verdsettelse ved bruk av ulike multiplere. Analysen tar utgangspunkt i poster fra resultatregnskapet og balansen for å beregne ulike multiplere til bruk for å sammenligne de ulike selskapene.

Når man gjennomfører en markedsbasert verdsettelse vil man normalt velge å sammenligne med selskaper som opererer innenfor samme bransje samt ganske like store slik at man får en nøyaktig verdsettelse. Men, som tidligere diskutert i regnskapsdelen er valg av sammenlignbare selskaper vanskelig med XXL, siden de er eneste selskap innenfor sin bransje på Oslo Børs. Vi kommer derfor til å videreføre valget av bedriftene som ble brukt til sammenligning i regnskapsdelen – altså KID og BIKE24.

Multiplene som vi kommer til å benytte oss av er Price/Earnings (P/E), Price/Book (P/B), Price/Sales (P/S), Enterprise Value/EBIT (EV/EBIT) og Enterprise Value/EBITA (EV/EBITA).

8.1 Price/Earnings (P/E)

Price to earnings forteller oss hvor mye du må betale for en enhet inntjening i det aktuelle selskapet (Furuseth, 2024). Multiplene beregnes ved å ta aksjekurs delt på resultat per aksje. En høy P/E sammenlignet med konkurrentene kan fortelle oss to ting, enten er selskapet overpriset, eller så kan det være tegn på at man forventer en høyere inntjening i fremtiden og at veksten vil være høy fremover. Lav P/E vil fortelle oss det motsatte bildet. Det er derfor vanskelig å konkludere om man skal investere eller ikke i et selskap kun ved å se på P/E og for investorer vil det være fordelaktig å benytte seg av flere multiplere.

PRICE/EARNINGS (P/E)	XXL	KID	BIKE24
Aksjepris (per 29.12.2023)	0,945	117,200	17,123
Resultat per aksje (EPS)	-2,530	7,720	-21,258
P/E	-0,374	15,181	-0,805
Gjennomsnitt	4,667		
Gjennomsnitt uten KID	-0,776		
Gjennomsnitt	-0,776		
EPS XXL	-2,530		
Beregnet kursmål uten KID	1,964		
Beregnet kursmål	-11,809		

Tabell 29: Price/Earnings for XXL, KID og BIKE24

Vi ser fra tabell 29 at både XXL og BIKE24 har en negativ P/E ratio, utstikkeren fra gruppen er KID som har en P/E ratio på 15,181. Dette kan være en indikasjon på at investorer kan være villig til å betale mer for KID sin aksje, enn XXL og BIKE24. Det er vanskelig å konkludere om aksjekursen til XXL er underpriset eller om den lave P/E ratioen skyldes det dårlige resultatet. Et beregnet kursmål uten KID, siden det er den store utstikkeren, ender på 1,964.

8.2 Price/Book (P/B)

Price to book viser markedsverdien i forhold til de bokførte verdiene av eiendelene til et selskap (Furuseth, 2024). Hva som er en god ratio på P/B varierer mellom ulike sektorer, P/B kan gi et godt mål innenfor kapitaltunge sektorer, men innenfor teknologisektoren er det spesielt vanskelig å bokføre de immaterielle eiendelene. Dette kan føre til høy P/B uten at andre multipler nødvendigvis er like høye (Furuseth, 2024). Lav P/B sammenlignet med konkurrenter kan bety at selskapet er underpriset og det er mulighet for kjøp av selskapets aksje. En høy P/B tyder på at selskapet er overpriset og at investorer er villig til å betale mer for selskapets eiendeler. Det kan også bety at selskapet har vært i vekst eller det er forventet vekst i fremtiden.

PRICE/BOOK (P/B)	XXL	KID	BIKE24
Markedsverdi	1 571 662 878,345	4 763 612 986,400	756 260 521,918
Bokførte verdier	2 340 000 000	1 627 496 000	1 613 000 000
P/B	0,672	2,927	0,469
Gjennomsnitt	1,356		
Gjennomsnitt	1,356		
Bokførte verdier XXL	2 340 000 000		
Beregnet markedsverdi XXL	3 172 620 775,403		
Antall aksjer	1 663 135 321		
Beregnet kursmål	1,908		

Tabell 30: Price/Book for XXL, KID og BIKE24

Tabell 30 Price to Book viser et lignende bilde som Price to Earnings ved at KID leverer det beste resultatet foran XXL og BIKE24. Det er verdt å påpeke at KID sin P/B ratio er betraktelig bedre enn de to andre bedriftene. Det kan tyde på at KID sin aksje er noe overpriset og at investorer er mer villig til å betale for KID sine eiendeler. Beregnet kursmål for XXL ved P/B ratio er 1,908.

8.3 Price/Sales (P/S)

Price to sales viser hvor mye markedet er villig til å betale for hver krone selskapet tjener. Man kommer frem til P/S-verdien ved å sette selskapets markedsverdi over dets totale salg.

PRICE/SALES (P/S)	XXL	KID	BIKE24
Markedsverdi	1 571 662 878,345	4 763 612 986,400	756 260 521,918
Totalt salg	7 961 000 000	3 418 000 000	2 645 790 000
P/S	0,197	1,394	0,286
Gjennomsnitt	0,626		

Tabell 31: Price/Sales for XXL, KID og BIKE24

Estimert aksjekurs er beregnet ved følgende formel:

$$\text{Estimert aksjekurs} = \frac{\frac{P}{S} * \text{Totalt salg}}{\text{Antall aksjer}}$$

$$(0,626 * 7\,961\,000\,000) / 1\,663\,135\,321 = 2,995.$$

Ved bruk av den gjennomsnittlige P/S ratioen for de tre selskapene blir estimert aksjekurs for XXL 2,995.

8.4 Enterprise Value/ Earnings Before Interest and Taxes (EV/EBIT)

Enterprise Value to Earnings Before Interest and Taxes er et forholdstall brukt til å vurdere om et selskaps aksje er over- eller underpriset sammenlignet med lignende selskap og et marked som helhet. Enterprise Value, eller selskapsverdi finner man på følgende måte:

$$EV = \text{Selskapets markedsverdi} + \text{Total gjeld} - \text{Kontantbeholdning}$$

EV/EBIT	XXL	KID	BIKE24
EV	6 367 662 878	7 201 856 986,40	1 808 185 001,92
EBIT	-1409000000,000	480 400 000	-975 221 600
EV/EBIT	-4,519	14,991	-1,854
Gjennomsnitt	2,873		
Gjennomsnitt	2,872656824		
EBIT XXL	-1 409 000 000		
Beregnet EV	-4 047 573 465,58		
Rentebærende gjeld	5 202 000 000		
Antall aksjer	1 663 135 321		
Beregnet kursmål	-5,562		

Tabell 32: EV/EBIT for XXL, KID og BIKE24

Fra tabell 32 ser vi en negativ EV/EBIT ratio for XXL og BIKE24, som skyldes deres negative resultat før renter og skatt i 2023. Dette bunner ut i det negativ beregnede kursmålet tabell 32 videre viser. På den andre siden viser KID en sterk EV/EBIT ratio sammenlignet med de to andre selskapene.

8.5 Enterprise Value/ Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EV/EBITDA)

Enterprise Value to Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization er på lik linje som forrige multiplisert et forholdstall for å vurdere hvorvidt et selskap er under- eller overpriset sammenlignet med konkurrenter eller et marked som helhet, forskjellen er at vi nå ser på Enterprise Value opp mot resultat før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger.

EV/EBITDA	XXL	KID	BIKE24
EV	6 367 662 878,35	7 201 856 986,40	1 808 185 001,92
EBITDA	-80 000 000	884 500 000	-33 872 000
EV/EBITDA	-79,596	8,142	-53,383
Gjennomsnitt	-41,612		
Gjennomsnitt	-41,61		
EBITDA XXL	-80 000 000,00		
Beregnet EV	3 328 970 052,75		
Rentebærende gjeld	5 202 000 000,00		
Antall aksjer	1 663 135 321,00		
Beregnet kursmål	-1,126		

Tabell 33: EV/EBITDA for XXL, KID og BIKE24

Fra tabell 33 ser vi at XXL og BIKE24 har veldig negativ EV/EBITDA ratio, mens KID har et positivt resultat. Siden vi kun ser på ett år her blir ratioen dårlig hos to av selskapene på grunn av deres negative resultat før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger. For en

investor vil man gjerne se på disse multiplene over en periode før man gjør seg opp en mening på hvorvidt en aksje er under- eller overpriset.

8.6 Oppsummering

Vi har nå gjennomført en markedsbasert verdsettelse av XXL. Gjennom å se på multiplene Price/Earnings, Price/Book, Price/Sales, EV/EBIT og EV/EBITDA har vi fått et bedre bilde på hvorvidt om XXL sin aksje er under- eller overpriset sammenlignet med KID og BIKE24. Fra analysen kan vi se tegn til at aksjen til XXL kan fremstå som noe underpriset. Hvor denne underprisingen stammer fra er vanskelig å si for sikkert, men det er trolig ikke feil å anta at denne underprisingen grunner ut fra den vanskelige perioden XXL har vært igjennom og de dårlige resultatene dette har medført. Fra en investor sin side vil denne underprisingen gjenspeiles i den siste periodens dårlige resultater samt den ekstra risikoen en investor påtar seg for å investere i en mer usikker aksje.

Multipel	Beregnet kursmål	Beregnet kursmål justert
Price/Earnings	1,964	1,964
Price/Book	1,908	1,908
Price/Sales	2,995	2,995
EV/EBIT	-5,562	
EV/EBITDA	-1,126	-1,126
Gjennomsnitt	0,036	1,435

Tabell 34: Beregnet kursmål for XXL ved ulike multipler

Fra tabell 34 ser vi de ulike beregnede kursmålene ved bruk av de ulike multiplene. Det er også regnet et gjennomsnitt av disse som et endelig beregnet kursmål for den markedsbaserte verdsettelsen. Videre kan man se at vi har også regnet ut et justert kursmål for XXL sin aksje, det justerte kursmålet er beregnet ved å ta ut EV/EBIT siden det er den største anomalien av våre kursmål. Forfatterne mener at det justerte kursmålet gjenspeiler virkeligheten mest og vil bli brukt som det endelige beregnede kursmålet for den markedsbaserte verdsettelsen.

Fra den fundamentale verdsettelsen kom vi frem til et kursmål på 0,675 og på den markedsbaserte verdsettelsen kom vi frem til et kursmål på 1,435. Ved å ta gjennomsnittet av de to verdsettelsene ender vi med et endelig kursmål på 1,055.

XXL sin kurs stod til 0,945 den 29.12.2023 og vi har fra den fundamentale- og markedsbaserte verdsettelsen kommet frem til et kursmål på 1,055. Dette ser vi på som en plausibel aksjekurs.

9 Sensitivitetsanalyse og diskusjon

Sensitivitetsanalyse benyttes for å belyse hvor følsom aksjeverdien er på små endringer i variabler. Dersom det er store usikkerhetsmomenter i kontantstrømanalysen, vil dette føre til store usikkerheter når vi estimerer aksjekursen. Denne sensitivitetsanalysen vil fokusere på endringene i WACC og beta.

9.1 Sensitivitetsanalyse WACC

Tabell 35 viser endringen i aksjeprisen når WACC endrer seg. Endringen i pris går fra 0,83 kr til 0,55 kr ved en økning på 0,20 i WACC. Prisendringen varierer fra 4,92% på det laveste til 5,63% på det høyeste ved denne økningen. Vi ser dermed at prisen til XXL er svært følsom til små endringer i WACC. Fra den høyeste aksjekursen til den laveste, ser vi en endring på hele 50,91% når WACC har en endring på 1,6 prosentpoeng. Dermed kan man trekke konklusjonen at aksjeprisen til XXL er svært usikker og at små endringer kan påvirke prisen mye.

WACC	Aksjekurs	Endring aksjekurs
6,44%	0,83	5,06%
6,64%	0,79	5,33%
6,84%	0,75	5,63%
7,04%	0,71	5,26%
7,24%	0,67	5,40%
7,44%	0,64	4,92%
7,64%	0,61	5,17%
7,84%	0,58	5,45%
8,04%	0,55	

Tabell 35: Sensitivitetsanalyse WACC

9.2 Sensitivitetsanalyse beta

Tabell 36 viser endringen i aksjepris når beta-verdien endres. Endringen i aksjekurs går fra 0.79 kr til 0.58 kr ved en økning på 0.8 i Beta. Selve prisendringen varierer mellom Betaverdiene fra 3.33% til 4.84%. Om en regner hjem $(0.79-0.58) / (2.86-2.06)$ finner en tallet 0.15, som representerer at ved en økning i Beta med 1, øker XXL sin aksjekurs med 0.15.

<i>Betaverdi</i>	<i>Aksjekurs</i>	<i>Endring</i>
2,06	0,79	3,95%
2,16	0,76	4,11%
2,26	0,73	4,29%
2,36	0,7	4,48%
2,46	0,67	3,08%
2,56	0,65	4,84%
2,66	0,62	3,33%
2,76	0,6	3,45%
2,86	0,58	

Tabell 36: Sensitivitetsanalyse beta

10 Kritikk

I vårt arbeid i å utarbeide denne verdsettelsen av XXL ASA har vi utelukkende benyttet oss av offentlig informasjon, hovedsakelig informasjon som er tilgjengelig på selskapenes egne nettsider som kvartals- og årsrapporter. Underveis i vårt arbeid har vi ikke hatt noe direkte kontakt med selskapene som er benyttet i denne besvarelsen og har dermed ikke hatt mulighet til å innhente primærdata. Vi har forsøkt å være kildekritisk underveis og har innhentet informasjon primært fra selskapenes egne nettsider eller store selskap og institusjoner, noe som bør kunne antas å være gode og pålitelige kilder. Det er viktig å understreke at det har blitt satt avgrensninger for besvarelsen, som nødvendigvis vil ha påvirket vårt arbeid og konklusjon.

I regnskapsanalysen har det blitt benyttet kvartals- og årsrapporter. Ettersom årsrapporten for 2023 til både XXL og Kid ikke var publisert på tidspunktet for levering, er kvartalsrapporter benyttet og det er å forvente at dette kan føre til mindre ulikheter fra den faktiske årsrapporten, gitt at tallene for siste år enda ikke er revidert.. Rapporteringen i Norge følger strenge form- og lovkrav, samt at rapportene blir godkjent av statsautoriserte revisorer. På lik linje følger Tyskland både eget nasjonalt- samt EU-lovverk. Derfor kan vi se på tallene som er benyttet i regnskapsdelen som valide. Det er verdt å merke at tallene fra BIKE24 er omregnet fra Euro til NOK og små forskjeller kan forekomme.

Under prognosen av fremtidige kontantstrømmer valgte vi å ikke benytte oss av en trendanalyse, dette ble begrunnet med at en fortsettelse av den negative trenden ville eventuelt ha ført til insolvens. Vi har dermed benyttet oss av XXL sin egen prognose fra den siste kvartalsrapporten for 2023, der de forespeilet 5 prosent vekst i omsetning i den neste perioden. Vi har estimert tilnærmet 5 prosent vekst for perioden, men utviklingen år til år er antakelser fra vår side. I en situasjon med høy økonomisk usikkerhet er det vanskelig å forutse den fremtidige utviklingen, og vi valgte å støtte oss på XXLs egne prognoser.

Videre i beregning av avkastningskrav er det gjort en rekke forutsetninger som vil ha en direkte påvirkning på vår endelige verdsettelse av XXL.

I regnskapsanalysen og den markedsbaserte verdsettelsen ble det nødvendig å benytte andre selskap til sammenligning, enn de som ble benyttet under den strategiske analysen. Dette ble

gjort fordi XXL er det eneste norske selskapet innenfor sportsbransjen som er på børs. Det ble da nødvendig å finne enten utenlandske selskap som er i samme sektor, eller andre norske børsnoterte selskap innenfor andre handelssektorer. Etter drøfting og diskusjon falt valget på Kid og BIKE24. Ved at Kid opererer innenfor en annen sektor og BIKE24 opererer i et annet marked, vil det kunne være forskjeller og ulike trender som påvirker deres daglige drift. Likevel enes vi om at selskapene ga oss gode knagger for diskusjon og vurdering av XXL.

11 Konklusjon

Formålet ved denne besvarelsen var å gjennomføre en verdsettelse av XXL ASA ved å svare på vår problemstilling; *Hva er XXL ASA verdt per 31.12.2023?*

Gjennom en selskaps- og bransjeanalyse har vi introdusert XXL som selskap, hva de står for, deres konsept og beskrevet deres struktur. Denne analysen dannet informasjonsgrunnlaget for den strategiske analysen vi videre har gjennomført. I den strategiske analysen har vi identifisert strategiske fortrinn, satsningsområder samt eventuelle utfordringer XXL står ovenfor.

Videre har vi gjennomført en regnskapsanalyse der vi sammenlignet XXL mot Kid og BIKE24 gjennom ulike nøkkeltallsanalyser. Funnene vi fant i den strategiske- og regnskapsanalysen har blitt brukt videre for å estimere de fremtidige frie kontantstrømmene, samt dannet grunnlaget for å gjennomføre en fundamental verdsettelse av XXL. Etter å ha gjennomført den fundamentale verdsettelsen kom vi frem til et beregnet kursmål på 0,675.

For å få et annet perspektiv på verdsettelsen av XXL har vi også gjennomført en markedsbasert verdsettelse ved bruk av ulike multipler. Fra den markedsbaserte verdsettelsen har vi beregnet et kursmål på 1,435. XXL sin kurs stod til 0,945 den 29.12.2023, etter å ha vektet den fundamentale- og markedsbaserte verdsettelsen 50/50 har vi kommet frem til et endelig beregnet kursmål på 1,055. Dette gir en oppside på 11 prosent. I vår analyse er det tatt en rekke forutsetninger og avgrensninger, samt at det foreligger en rekke usikre faktorer. Vi anser dermed den beregnede aksjekursen som plausibel.

12 Kilder

Berg, T. (2021). *Grunnleggende økonomistyring* (3.utgave ed.). Cappelen Damm.

Bike24. (n.d.). *Annual Report 2021*. BIKE24. Retrieved April 18, 2024, from <https://ir.bike24.com/download/companies/58276b/Annual%20Reports/DE000A3CQ7F4-JA-2021-EQ-E-00.pdf>

Bike24. (n.d.). *Annual Report 2022*. Bike24. Retrieved Mars 30, 2024, from <https://ir.bike24.com/download/companies/58276b/Annual%20Reports/DE000A3CQ7F4-JA-2022-EQ-E-00.pdf>

Bike24. (n.d.). *Annual Report 2023*. Bike24. Retrieved Mars 30, 2024, from <https://ir.bike24.com/download/companies/58276b/Annual%20Reports/DE000A3CQ7F4-JA-2023-EQ-E-03.pdf>

Bike24. (n.d.). *Who we are - Facts & Figures*. BIKE24. Retrieved April 18, 2024, from <https://corporate.bike24.com/en>

DNB. (2023, April 11). *Finn Aksjer*. DNB. Retrieved March 28, 2024, from <https://www.dnb.no/dnbnyheter/no/bors-og-marked/finn-aksjer>

DNB. (2024, april 09). *Hva er egentlig P/E -multippel?* DNB. Retrieved April 15, 2024, from <https://www.dnb.no/dnbnyheter/no/bors-og-marked/hva-er-egentlig-pe-multippel>

E24. (2021, February 4). *XXL solgte sportsutstyr for 10,4 milliarder i coronaåret 2020*. E24. Retrieved April 18, 2024, from <https://e24.no/boers-og-finans/i/x3OG78/xxl-solgte-sportsutstyr-for-104-milliarder-i-coronaaaret-2020>

E24. (2023, September 5). *XXL-emisjon overtegnet*. E24. Retrieved February 19, 2024, from <https://e24.no/bors/nyheter/a/293588>

Estudie. (2024, March 7). *Finansierungsgrad 1 og 2*. eStudie.no. Retrieved March 28, 2024, from <https://estudie.no/finansierungsgrad-1-2/>

Euronext. (n.d.). *XXL | NO0010716863 | Euronext exchange Live quotes*. Euronext Live Markets. Retrieved March 6, 2024, from <https://live.euronext.com/en/product/equities/NO0010716863-XOSL>

Fjeldstad, Ø., & Lunnan, R. (2023). *Strategi* (3rd ed.). Fagbokforlaget.

Grant, R. M. (2005). *Contemporary Strategy Analysis*. Blackwell Publishing.

Handelshøyskolen BI. (2023, Mai 03). *Bransjeresultater 2023 - Norsk Kundebarometer*. BI. Retrieved February 19, 2024, from <https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/bransjeresultater-2023/>

Hargrave, M. (2024, January 25). *Weighted Average Cost of Capital (WACC) Explained with Formula and Example*. Investopedia. Retrieved March 29, 2024, from <https://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp>

Heieren, R. (2004, January 01). *Kid Interiør*. Drammen Byleksikon. Retrieved 03 28, 2024, from <https://byleksikon.drnk.no/fabrikkutsalget/>

Hopland, S. (2021, February 4). *XXL solgte sportsutstyr for 10,4 milliarder i coronaåret 2020*. E24. Retrieved April 18, 2024, from <https://e24.no/boers-og-finans/i/x3OG78/xxl-solgte-sportsutstyr-for-104-milliarder-i-coronaaaret-2020>

Intersport. (n.d.). *Intersport*. Alti. Retrieved February 13, 2024, from <https://alti.no/magneten/butikkoversikt/intersport/>

Intersport. (2023, February 1). *INTERSPORT increases retail sales by 13.4% to a new record: EUR 13.7 billion – Intersport*. Intersport. Retrieved February 13, 2024, from <https://intersport.com/2023/02/01/intersport-increases-retail-sales-by-13-4-to-a-new-record-eur-13-7-billion/>

Kid. (n.d.). *Reports and presentations*. Kid Investor relations. Retrieved April 18, 2024, from <https://investor.kid.no/reports-and-presentations/>

Kid. (2017, November 9). *About Us*. Kid. Retrieved March 28, 2024, from <https://www.kid.no/about-us>

Konkurransetilsynet. (2020, September 29). *Innlegg: Sportssaken – hva skjedde?* Konkurransetilsynet. Retrieved February 16, 2024, from <https://konkurransetilsynet.no/innlegg-sportssaken-hva-skjedde/>

Norges Bank. (2023, December 13). *Rentebeslutning desember 2023*. Norges Bank. Retrieved March 14, 2024, from <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2023/desember-2023/?tab=134893>

Norges Bank. (2024, January 24). *Rentebeslutning januar 2024*. Norges Bank. Retrieved February 13, 2024, from <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2024/januar-2024/>

Norsk Sportsbransjeforening. (2024, Februar 19). *Sportskjedene etter pandemien*. Norsk sportssbransjeforening. Retrieved March 12, 2024, from <https://sportsbransjen.no/nyhetsarkiv/sportskjedene-etter-pandemien-2>

Pareto Bank. (2022, August 18). *Hva er arbeidskapital, og hvorfor er det viktig?* Pareto Bank. Retrieved March 20, 2024, from <https://paretobank.no/blogg/hva-er-arbeidskapital-og-hvorfor-er-det-viktig>

Proff Innsikt. (n.d.). *Nøkkeltall – forklaringer og formler – Proff Innsikt*. Proff Innsikt. Retrieved March 28, 2024, from <https://innsikt.proff.no/hjelp-og-tips/nokkeltall-forklaringer-og-formler/>

PwC. (2023, December 7). *Risikopremien 2023 - Oslo*. PwC. Retrieved February 19, 2024, from <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

Revisorforeningen. (2023, March 28). *Nye regler om bærekraftsrapportering (CSRD) innføres fra 2024*. Revisorforeningen. Retrieved February 16, 2024, from

<https://www.revisorforeningen.no/fag/nyheter/nye-regler-om-barekraftsrapportering-fra-2024/>

Sport1. (n.d.). *Om Sport 1 Gruppen*. Sport 1. Retrieved February 13, 2024, from <https://sport1.no/om-oss/om-sport-1-gruppen/>

Stadion. (n.d.). *Om oss*. Stadion. Retrieved February 13, 2024, from <http://www.stadion.no/#omoss>

Tradingeconomics. (n.d.). *Norge - 10-årig statsobligasjon | 1988-2024 Data | 2025-2026 Forventning*. NO | TRADINGECONOMICS.COM. Retrieved February 19, 2024, from <https://no.tradingeconomics.com/norway/government-bond-yield>

Tripletex. (n.d.). *Hva er balanseregnskap? | Regnskapsspråket*. Tripletex. Retrieved February 19, 2024, from <https://www.tripletex.no/ordbok/balanseregnskap/>

Tripletex. (n.d.). *Hva er kontantstrømanalyse? | Alt om regnskap*. Tripletex. Retrieved February 19, 2024, from <https://www.tripletex.no/ordbok/kontantstromanalyse/>

Tripletex. (2024). *Hva er Likviditetsgrad? | Likviditetsgrad 1 og 2*. Tripletex. Retrieved March 28, 2024, from <https://www.tripletex.no/ordbok/likviditetsgrad/>

Wikipedia. (2023, 04 24). *Porter's five forces analysis*. Wikipedia. Retrieved February 13, 2024, from https://en.wikipedia.org/wiki/Porter%27s_five_forces_analysis#/media/File:Elements_of_Industry_Structure.svg

XXL ASA. (n.d.). *xxlasa.no*. Retrieved February 19, 2024, from <https://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2023/10/XXL-ASA-Interim-report-Q3-2023.pdf>

XXL ASA. (n.d.). *Interim Report Q2 2023*. XXL ASA. Retrieved February 19, 2024, from <https://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2023/07/XXL-ASA-Interim-report-Q2-2023.pdf>

XXL ASA. (2017, November 9). *History*. XXL ASA. Retrieved February 13, 2024, from <https://www.xxlasa.com/corporate/history/>

XXL ASA. (2020, November 9). *Our Business*. XXL ASA. Retrieved February 13, 2024, from <https://www.xxlasa.com/corporate/about/our-business/>

XXL ASA. (2020, November 9). *Vision and Values*. XXL ASA. Retrieved February 13, 2024, from <https://www.xxlasa.com/corporate/about/vision-values/>

XXL ASA. (2023, April 25). *Interim Report Q1 2023*. XXL ASA. Retrieved February 19, 2024, from <https://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2023/04/XXL-ASA-Interim-report-Q1-2023.pdf>

XXL ASA. (2023, juni 01). *Menneskerettigheter og arbeidstakerrettigheter. Aktsomhetsvurdering - Redegjørelse 2022*. XXL ASA. Retrieved February 16, 2024, from <https://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2023/06/Apenhetsloven-aktsomhetsvurdering-Redegjorelse-2022-NOR.pdf>

XXL ASA. (2023, Desember 31). *Top 20 shareholders*. Wikipedia. Retrieved February 19, 2024, from <https://www.xxlasa.com/investor/the-share/top-20-shareholders/>

XXL ASA. (2024, Februar 8). *Interim Report Q4 2023 XXL ASA*. XXL ASA. Retrieved March 14, 2024, from <https://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2024/02/XXL-ASA-Interim-report-Q4-2023.pdf>

Yahoo Finance. (n.d.). *XXL ASA (XXL.OL) Stock Price, News, Quote & History*. Yahoo Finance. Retrieved April 15, 2024, from <https://finance.yahoo.com/quote/XXL.OL>

