

NHH



NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, Våren 2016



# **Fundamental verdivurdering av XXL ASA**

**Karoline Sterri Karlsson og Lene Rongevær Larsen**

**Veileder: Are Oust**

«Selvstendig arbeid, masterstudiet i regnskap og revisjon»

**NORGES HANDELSHØYSKOLE**

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

## I. FORORD

Sentralt i vår mastergrad i regnskap og revisjon på Norges Handelshøyskole (NHH) står et selvstendig arbeid på 30 studiepoeng, og i den forbindelse har vi valgt å utføre en verdsettelse av egenkapitalen til et børsnotert selskap. Vi har valgt verdsettelse på grunn av allsidigheten i oppgaveformen, og på grunn av at det er en praktisk relevant oppgave. Med en framtid innen regnskap og revisjon ser vi nytten og relevansen av å gjennomføre en verdsettelse, der vi får en dypere innsikt og forståelse av regnskap, samt hvilke forhold som kan skape verdi for et selskap.

Parallelt med oppgaveskrivingen har vi tatt kurset MRR413A Rekneskapsanalyse og verdivurdering med professor Kjell Henry Knivsflå som foreleser. Dette har vært nyttig for oss, og gitt oss en bratt læringskurve dette semesteret.


Til slutt vil vi rette en stor takk til vår veileder Are Oust, som har vært til stor hjelp og inspirasjon gjennom hele skriveprosessen.

Bergen, juni 2016



---

Karoline Sterri Karlsson



---

Lene Rongevær Larsen

---

## II. SAMMENDRAG

Denne masterutredningen er en fundamental verdivurdering av XXL ASA, heretter kalt XXL. Målet med oppgaven er å finne verdien av én XXL-aksje per 19.02.16, der verdivurderingen baseres på sekundærdata gjennom offentlig tilgjengelig informasjon. Siden oppstarten av selskapet i 2000 har de vokst til å bli Nordens største sportskjede med butikker i Norge, Sverige og Finland. Selskapet har en sterk posisjon i de nordiske markedene, og har ønske om å ekspandere til flere europeiske land innen få år.

Etter en introduksjon av XXL og sportsbransjen gjennomføres en strategisk analyse som kartlegger selskapets interne ressurser, samt de makro- og mikroøkonomiske forhold som påvirker sportsbransjen. Analysene viser blant annet at selskapet og bransjen har flere muligheter for vekst, der en av faktorene er samfunnets fokus på helse og fysisk aktivitet.

Videre analyseres XXLs historiske regnskapstall opp mot sportsbransjens, gjennom en risiko- og rentabilitetsanalyse. Analysene viser at XXLs likviditet og soliditet er noe presset i forhold til bransjens, men utviklingen for selskapet er positiv. Samtidig har XXL snudd en strategisk ulempe til en fordel i løpet av analyseperioden, og oppnådde en superrentabilitet til egenkapitalen på 8,03 % i 2015. Fordelen består hovedsakelig av en bransjefordel, og bygger opp om resultatene fra den strategiske analysen, der bransjens attraktivitet ble synliggjort.

Deretter utarbeides et framtidsregnskap og -krav for perioden 2016-2027. Ved bruk av egenkapital- og selskapskapitalmetoden beregnes ett endelig fundamentalt verdiestimat på XXL-aksjen på 98,67 kroner per 19.02.16. En analyse av usikkerheten i estimatet viser at små endringer i forutsetningene for verdsettelsen kan utgjøre store endringer i verdiestimatet. Dette endrer ikke våre vurderinger, men det er viktig å være klar over graden av usikkerhet.

Til slutt utføres en komparativ verdivurdering som supplement til den fundamentale verdivurderingen. Denne verdsettelsen ga et estimat på 95,64 kroner, og viser at estimatet fra den fundamentale verdsettelsen er rimelig. Begge estimatene er høyere enn børsverdien per 19.02.16 på 90,50 kroner, og det tyder på at markedet undervurderer XXLs framtidige inntjening. Vårt endelige verdiestimat forblir 98,67 kroner, og er 9 % høyere enn børskursen per 19.02.16. Basert på dette gir vi en hold-anbefaling av aksjen, men den store usikkerheten i verdiestimatet gjør anbefalingen uklar.

---

## III. INNHOLDSFORTEGNELSE

<b>I.</b>	<b>FORORD</b> .....	<b>II</b>
<b>II.</b>	<b>SAMMENDRAG</b> .....	<b>III</b>
<b>III.</b>	<b>INNHOLDSFORTEGNELSE</b> .....	<b>IV</b>
<b>IV.</b>	<b>FIGURLISTE</b> .....	<b>X</b>
<b>V.</b>	<b>TABELLISTE</b> .....	<b>XIII</b>
<b>1.</b>	<b>INNLEDNING</b> .....	<b>1</b>
1.1	MOTIVASJON .....	1
1.2	PROBLEMSTILLING .....	1
1.3	AVGRENSNING.....	2
1.4	STRUKTUR OG OPPBYGNING.....	2
<b>2.</b>	<b>SELSKAPET OG BRANSJEN</b> .....	<b>4</b>
2.1	SELSKAPET XXL ASA .....	4
2.1.1	<i>Historie</i> .....	4
2.1.2	<i>XXL i dag</i> .....	5
2.1.3	<i>Utvikling og regnskapstall</i> .....	6
2.1.4	<i>Struktur og ledelse</i> .....	8
2.2	SPORTSBRANSJEN .....	9
2.2.1	<i>Norge</i> .....	9
2.2.2	<i>Sverige og Finland</i> .....	11
2.2.3	<i>Komparativ bransje</i> .....	12
<b>3.</b>	<b>METODE</b> .....	<b>14</b>
3.1	KVALITATIV OG KVANTITATIV METODE .....	14
3.2	PRIMÆR- OG SEKUNDÆRDATA .....	14
3.3	RELIABILITET OG VALIDITET .....	14
3.4	METODE I VERDSETTELSEN .....	15
<b>4.</b>	<b>VERDSETTELSESTEORI</b> .....	<b>16</b>
4.1	FUNDAMENTAL VERDIVURDERING.....	16
4.1.1	<i>Terminalverdi</i> .....	17
4.1.2	<i>Egenkapitalmetoden</i> .....	18
4.1.3	<i>Selskapskapitalmetoden</i> .....	19

4.2	KOMPARATIV VERDIVURDERING .....	21
4.2.1	<i>Multiplikatormodellen</i> .....	21
4.2.2	<i>Substansverdimodellen</i> .....	25
4.3	OPSJONSBASERT VERDIVURDERING .....	26
4.4	BEGRUNNELSE OG VALG AV METODE .....	26
4.5	RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING .....	28
<b>5.</b>	<b>AVKASTNINGSKRAV .....</b>	<b>30</b>
5.1	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN .....	30
5.2	AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD .....	32
5.3	AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL .....	33
<b>6.</b>	<b>STRATEGISK ANALYSE .....</b>	<b>34</b>
6.1	EKSTERN ANALYSE.....	34
6.1.1	<i>PESTEL-analyse</i> .....	35
6.1.2	<i>Porters fem krefter</i> .....	44
6.2	INTERN ANALYSE .....	51
6.2.1	<i>VRIO</i> .....	51
6.3	OPPSUMMERING: SWOT .....	57
<b>7.</b>	<b>REGNSKAPSANALYSE – INNLEDNING .....</b>	<b>60</b>
7.1	RAMMEVERK FOR REGNSKAPSANALYSE.....	60
7.1.1	<i>Analyseperspektiv</i> .....	60
7.1.2	<i>Analysenivå</i> .....	61
7.1.3	<i>Analyseperiode</i> .....	61
7.1.4	<i>Komparative selskap</i> .....	62
7.1.5	<i>Vekting</i> .....	62
7.2	PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL.....	62
7.3	OMGRUPPERING FOR ANALYSE .....	65
7.3.1	<i>Omgruppering av resultatregnskapet</i> .....	65
7.3.2	<i>Omgruppering av balanseregnskapet</i> .....	73
7.4	ANALYSE AV MÅLEFEIL OG JUSTERINGER.....	79
7.4.1	<i>Presentasjon av målefeil</i> .....	79
7.4.2	<i>Vurdering av målefeil for XXL</i> .....	80
7.4.3	<i>Justering av leiekapital</i> .....	82
7.4.4	<i>Presentasjon av omgrupperte og justerte regnskapstall for XXL</i> .....	83
7.5	OMGRUPPERTE REGNSKAP FOR SPORTSBRANSJEN.....	84
7.5.1	<i>Forutsetninger for omgruppering av bransjetall</i> .....	84

---

7.5.2	<i>Presentasjon av bransjetall</i> .....	85
7.6	VIDERE RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLSANALYSE.....	86
<b>8.</b>	<b>REGNSKAPSANALYSE – RISIKO.....</b>	<b>88</b>
8.1	LIKVIDITETSANALYSE – ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO.....	88
8.1.1	<i>Likviditetsgrad 1</i> .....	88
8.1.2	<i>Rentedekningsgrad</i> .....	89
8.1.3	<i>Kontantstrømanalyse</i> .....	90
8.1.4	<i>Oppsummering av likviditetsanalysen</i> .....	92
8.2	SOLIDITETSANALYSE – ANALYSE AV LANGSIKTIG RISIKO .....	92
8.2.1	<i>Egenkapitalprosent</i> .....	93
8.2.2	<i>Netto driftsrentabilitet</i> .....	93
8.2.3	<i>Finansieringsmatrise</i> .....	95
8.2.4	<i>Oppsummering av soliditetsanalysen</i> .....	96
8.3	SYNTETISK RATING .....	96
<b>9.</b>	<b>HISTORISK AVKASTNINGSKRAV .....</b>	<b>99</b>
9.1	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITAL .....	99
9.1.1	<i>Risikofri rente</i> .....	99
9.1.2	<i>Markedets risikopremie</i> .....	100
9.1.3	<i>Egenkapitalbeta</i> .....	101
9.1.4	<i>Avkastningskrav til egenkapital</i> .....	108
9.2	AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD .....	108
9.2.1	<i>Avkastningskrav til finansiell gjeld</i> .....	109
9.2.2	<i>Avkastningskrav til finansielle eiendeler</i> .....	109
9.2.3	<i>Avkastningskrav til netto finansiell gjeld</i> .....	110
9.3	AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL .....	110
<b>10.</b>	<b>REGNSKAPSANALYSE – RENTABILITET .....</b>	<b>111</b>
10.1	SUPERRENTABILITET .....	112
10.2	FINANSIERINGSFORDEL .....	113
10.3	DRIFTSFORDEL.....	114
10.3.1	<i>Bransjefordel</i> .....	114
10.3.2	<i>Ressursfordel</i> .....	115
10.3.3	<i>Gearingfordel drift</i> .....	118
10.3.4	<i>Oppsummering driftsfordel</i> .....	119
10.4	STRATEGISK FORDEL .....	119
10.5	OPPSUMMERING RENTABILITETSANALYSE.....	120

<b>11. VEKTSANALYSE OG FRAMTIDSREGNSKAP .....</b>	<b>122</b>
11.1 RAMMEVERK FOR FRAMTIDSREGNSKAPET.....	122
11.1.1 Valg av budsjettthorison.....	122
11.1.2 Valg av budsjettmodell .....	123
11.2 VÅRE FORVENTNINGER TIL FRAMTIDEN.....	124
11.2.1 Evig vekst-faktor.....	126
11.3 ESTIMERING AV BUDSJETTDRIVERE .....	126
11.3.1 Steg 1: Driftsinntekter.....	127
11.3.2 Steg 2: Netto driftseiendeler .....	128
11.3.3 Steg 3: Netto driftsresultat.....	129
11.3.4 Steg 4: Netto finansiell gjeld.....	130
11.3.5 Steg 5.1: Netto finanskostnader.....	133
11.3.6 Steg 5.2: Netto finansinntekter.....	134
11.4 PRESENTASJON AV FRAMTIDSREGNSKAPET .....	135
11.5 ANALYSE AV FRAMTIDSREGNSKAPET .....	137
<b>12. FRAMTIDIG AVKASTNINGSKRAV.....</b>	<b>139</b>
12.1 AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITAL.....	140
12.1.1 Risikofri rente .....	140
12.1.2 Skatt .....	140
12.1.3 Beta.....	140
12.1.4 Markedets risikopremie .....	141
12.1.5 Framtidig avkastningskrav til egenkapital .....	141
12.2 AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD .....	142
12.2.1 Syntetisk rating .....	142
12.2.2 Finansielt gjeldskrav .....	143
12.2.3 Finansielt eiendelskrav.....	144
12.2.4 Framtidig avkastningskrav til netto finansiell gjeld .....	144
12.3 AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL.....	145
12.4 RENTABILITETSANALYSE AV FRAMTIDSREGNSKAPET .....	145
12.4.1 Finansieringsfordel.....	146
12.4.2 Driftsfordel .....	147
12.4.3 Strategisk fordel.....	147
<b>13. FUNDAMENTAL VERDIVURDERING .....</b>	<b>149</b>
13.1 VERDSETTELSE ETTER EGENKAPITALMETODEN.....	149
13.1.1 Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen .....	149

---

13.1.2	<i>Superprofitt til egenkapital-modellen</i> .....	150
13.1.3	<i>Superprofittvekst til egenkapital-modellen</i> .....	150
13.2	VERDSETTELSE ETTER SELSKAPSKAPITALMETODEN .....	150
13.2.1	<i>Virkelig verdi netto finansiell gjeld</i> .....	151
13.2.2	<i>Fri kontantstrøm fra drift-modellen</i> .....	151
13.2.3	<i>Superprofitt til netto driftskapital-modellen</i> .....	152
13.2.4	<i>Superprofittvekst til netto driftskapital-modellen</i> .....	152
13.3	VERDIKONVERGERING.....	152
13.4	KONKURJUSTERING AV VERDIESTIMATET .....	154
13.5	TIDJUSTERING AV VERDIESTIMATET .....	154
13.6	SAMMENLIGNING MED KURSMÅL .....	155
<b>14.</b>	<b>USIKKERHET I VERDIESTIMATET.....</b>	<b>156</b>
14.1	SENSITIVITETSANALYSE .....	156
14.1.1	<i>Driftsinntektsvekst</i> .....	156
14.1.2	<i>Omløpshastighet til netto driftseiendeler</i> .....	157
14.1.3	<i>Netto driftsmargin</i> .....	158
14.1.4	<i>Markedets risikopremie</i> .....	158
14.1.5	<i>Netto driftsbeta</i> .....	159
14.1.6	<i>Risikofri rente</i> .....	159
14.1.7	<i>Terminalverdi</i> .....	159
14.1.8	<i>Oppsummering av sensitivitetsanalysen</i> .....	161
14.2	MONTE CARLO-SIMULERING .....	161
14.2.1	<i>Forutsetninger for simuleringen</i> .....	161
14.2.2	<i>Resultat fra simuleringen</i> .....	163
14.2.3	<i>Forklaring av variasjon i verdiestimatet</i> .....	164
14.3	OPPSUMMERING AV USIKKERHET .....	165
<b>15.</b>	<b>KOMPARATIV VERDIVURDERING .....</b>	<b>167</b>
15.1	KOMPARATIVE SELSKAP.....	167
15.2	MARKEDSVERDIER AV EGENKAPITALEN .....	169
15.3	EGENKAPITALMETODEN .....	169
15.3.1	<i>Pris/bok (P/B)</i> .....	169
15.3.2	<i>Pris/fortjeneste (P/E)</i> .....	170
15.3.3	<i>Oppsummering av egenkapitalmetoden</i> .....	171
15.4	SELSKAPSKAPITALMETODEN.....	172
15.4.1	<i>Selskapsverdi/drifstresultat (EV/EBIT)</i> .....	172



---

15.4.2	<i>Selskapsverdi/salgsinntekter (EV/Revenues)</i> .....	173
15.4.3	<i>Oppsummering av selskapskapitalmetoden</i> .....	173
15.5	OPPSUMMERING AV KOMPARATIV VERDIVURDERING .....	174
<b>16.</b>	<b>KONKLUSJON OG HANDLINGSSTRATEGI</b> .....	<b>176</b>
16.1	ENDELIG VERDIESTIMAT .....	176
16.2	HANDLINGSSTRATEGI .....	177
16.3	HENDELSER ETTER VERDSETTELSES DAGEN .....	177
	<b>REFERANSELISTE</b> .....	<b>179</b>
	BØKER .....	179
	AVISARTIKLER .....	179
	RAPPORTER .....	180
	TIDSSKRIFTARTIKLER .....	181
	ELEKTRONISKE KILDER .....	182
	FORELESNINGSMATERIALE .....	184
	<b>VEDLEGG 1</b> .....	<b>185</b>
	<b>VEDLEGG 2</b> .....	<b>187</b>
	<b>VEDLEGG 3</b> .....	<b>189</b>
	<b>VEDLEGG 4</b> .....	<b>193</b>
	<b>VEDLEGG 5</b> .....	<b>196</b>

## IV. FIGURLISTE

Figur 2-1: Historisk tidslinje for XXL fra år 2000-2015 (XXL ASA, 2016d).....	5
Figur 2-2: Illustrasjon av et typisk XXL-varehus som bygger på et «store-in-store»-konsept inndelt i seks spesialistavdelinger (XXL ASA, 2016b) .....	6
Figur 2-3: Utvikling i XXL ASAs omsetning fra år 2011 til 2015 i MNOK (DNB Markets, 2014) (XXL ASA, 2016b).....	7
Figur 2-4: Utvikling i XXL ASAs omsetning fordelt på Norge, Sverige og Finland fra år 2013-2015 i MNOK (XXL ASA, 2016f).....	7
Figur 2-5: Utvikling i XXL ASAs børskurs fra børsnoteringen 03.10.14 til verdsettelsesdatoen 19.02.16 (Oslo Børs, 2016b).....	8
Figur 2-6: Eierstruktur i konsernet XXL ASA. Morselskapet XXL ASA eier datterselskap i Norge, Sverige og Finland .....	8
Figur 2-7: Utvikling i markedsandeler i den norske sportsbransjen fra år 2007-2015 (Sportsbransjen AS, 2016) .....	10
Figur 2-8: Utvikling i omsetningen i den norske sportsbransjen fra år 2006-2015. Tallene vises i MNOK (Sportsbransjen AS, 2015).....	10
Figur 2-9: Utvikling i markedsandeler i den svenske sportsbransjen fra år 2010-2015 .....	11
Figur 2-10: Utvikling i markedsandeler i den finske sportsbransjen fra år 2012-2015 .....	12
Figur 2-11: Utvikling i omsetning i den svenske <sup>1</sup> og finske <sup>2</sup> sportsbransjen fra år 2006-2015. Tallene vises i MSEK for den svenske sportsbransjen, og MEUR for den finske sportsbransjen.....	12
Figur 4-1: Rammeverk for verdivurdering ved bruk av multiplikatormodellen (Palepu, Healy, & Peek, 2013, s. 287).....	22
Figur 4-2: Valg av verdsettelsesmetode utfra hvor XXL plasseres i Damodarans livssyklus	27
Figur 4-3: Rammeverk for fundamental verdivurdering i fem steg, fra strategisk analyse og regnskapsanalyse til utarbeidelse av framtidsregnskap, samt verdsettelse og handling. Kilde: Egenkomponert, basert på Knivsflå (2016) sitt rammeverk .....	28
Figur 6-1: Rammeverk for strategisk analyse (Knivsflå, 2016).....	34
Figur 6-2: Utvikling i nominelle skattesatser i Europa (gjennomsnitt), Norge, Sverige og Finland, i perioden 2010-2016 (KPMG, 2016).....	36
Figur 6-3: Utvikling i valutakursen i perioden 2010-2015. Figuren viser forholdet mellom NOK og Euro, USD og SEK (Norges Bank, 2016c) .....	37

Figur 6-4: Utvikling i BNP per innbygger i Norge, Sverige, Finland, EU fra år 2000-2015. Figuren viser tall i USD (OECD Data, 2016) .....	38
Figur 6-5: Utvikling i lønnsveksten i Norge i perioden 2004-2015 (Statistisk Sentralbyrå, 2016) mot omsetningsveksten i sportsbransjen i samme periode (Sportsbransjen AS, 2016)	39
Figur 6-6: Utvikling i forbrukertillit i Norge, Sverige, Finland og Euro-sonen i perioden februar 2015 til januar 2016, samt prognose fram mot år 2020 (Trading Economics, 2016)	40
Figur 6-7: Utvikling i antall deltakere i ulike sportsarrangement i Norge og Sverige basert på arrangørens egne resultatlister .....	41
Figur 6-8: Utvikling i hvor stor prosentandel av den norske befolkningen som trener eller mosjonerer minst én gang i uken (Statistisk Sentralbyrå, 2014) .....	41
Figur 6-9: Utvikling i BMI i gjennomsnitt per innbygger fra år 2010-2014 fordelt på Norge, Sverige og Finland (World Health Organization, 2016) .....	41
Figur 6-10: Oversikt over hvor ofte det ble handlet på nett i 2014. Figuren viser prosentmessig fordeling mellom Norge, Sverige og Finland (PostNord, 2015b) .....	43
Figur 6-11: Oppsummering av hvilken grad av forhandlingsmakt som er identifisert for XXL gjennom Porters fem krefter .....	50
Figur 6-12: Oppsummering av strategisk analyse av XXL og sportsbransjen i en SWOT-matrise .....	58
Figur 7-1: Hvordan omgrupperingen fører balanseregnskapet et steg nærmere et investororientert perspektiv (Kaldestad & Møller, 2011, s. 36) .....	60
Figur 8-1: Utvikling i likviditetsgrad 1 for XXL og sportsbransjen for analyseperioden 2011-2015 .....	89
Figur 8-2: Utvikling i rentedekningsgrad for XXL og sportsbransjen for analyseperioden 2011-2015 .....	90
Figur 8-3: Utvikling i egenkapitalprosent for XXL og sportsbransjen for analyseperioden 2011-2015 .....	93
Figur 8-4: Utvikling i netto driftsrentabilitet for XXL og sportsbransjen for analyseperioden 2011-2015 .....	94
Figur 10-1: Oversikt over hvordan superrentabilitet til egenkapitalen kan dekomponeres i en finansieringsfordel og driftsfordel (Knivsflå, 2016) .....	111
Figur 10-2: Oppsummering av rentabilitetsanalysen for XXL for analyseperioden 2011-2015, der superrentabiliteten til egenkapitalen er dekomponert i drift og finans. Figuren viser de tidsvektede snittene for XXL i analyseperioden .....	120

---

Figur 13-1: Gjennomført verdikonvergering for å få ett verdiestimat på XXL-aksjen. Konvergeringen er gjennomført 7 ganger mellom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden.....	154
Figur 14-1: Resultat fra Monte Carlo-simuleringen basert på det tidsjusterte verdiestimatet på XXL-aksjen, med statistikk.....	163
Figur 14-2: Resultat fra Monte Carlo-simuleringen som synliggjør sannsynligheten for at verdiestimatet er under 80 % og over 120 % av vårt estimat, markert med blått .....	164
Figur 14-3: Forklaringskraften til de ulike driverne på verdiestimatet som synliggjør hvordan verdiestimatet påvirkes av endringer i de ulike driverne. Resultatet er basert på Monte Carlo-simuleringen.....	164
Figur 14-4: Monte Carlo-simulering av superrentabilitet til egenkapitalen i år T, der området $\pm 20$ % av vårt estimat er markert med blått .....	166
Figur 16-1: Kursutvikling på XXL-aksjen mellom verdsettelsesdagen 19.02.16 og 10.06.16 (Oslo Børs, 2016b).....	178

## V. TABELLISTE

Tabell 6-1: Oppsummering av hvordan faktorene fra PESTEL-analysen trolig vil påvirke framtidig budsjettering for XXL. Skravert felt viser hvilken påvirkning de ulike faktorene vil ha for fremtiden. ....	44
Tabell 6-2: Generell gradering av ressursene i VRIO og hvorvidt de utgjør en fordel.....	57
Tabell 6-3: Oppsummering av VRIO-analysen for de utvalgte ressursene til XXL, og gradering av hvorvidt de utgjør en forskjell, stor forskjell, midlertid eller varig konkurransefortrinn .....	57
Tabell 7-1: Tidsvekting av regnskapstallene i regnskapsanalysene for XXL i analyseperioden 2011-2015.....	62
Tabell 7-2: Rapportert resultatregnskap for XXL ASA fra 2011-2015 presentert i TNOK. .	63
Tabell 7-3: Rapportert balanseregnskap, eiendeler, for XXL ASA i perioden 2011-2015 presentert i TNOK .....	64
Tabell 7-4: Rapportert balanseregnskap, egenkapital og gjeld, for XXL ASA i perioden 2011-2015 presentert i TNOK.....	64
Tabell 7-5: Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen for XXL i perioden 2011-2015 presentert i TNOK .....	67
Tabell 7-6: Fordeling av det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen på drift og finans. Tabellen presenterer tall i TNOK for perioden 2011-2015 .....	68
Tabell 7-7: Normalt og unormalt driftsresultat før skatt for perioden 2011-2015 i TNOK for XXL.....	69
Tabell 7-8: Normalt finansresultat før skatt for perioden 2011-2015 i TNOK for XXL .....	69
Tabell 7-9: Beregnet skattekostnad på normalt og unormalt finansresultat for XXL i TNOK for perioden 2011-2015 .....	70
Tabell 7-10: Beregnet driftsskattesats for XXL i perioden 2011-2015 basert på normal skattekostnad .....	70
Tabell 7-11: Omgruppert netto driftsresultat for XXL i perioden 2011-2015 i TNOK.....	71
Tabell 7-12: Unormal driftsskattesats i det omgrupperte regnskapet til XXL i analyseperioden 2011-2015.....	71
Tabell 7-13: Unormalt netto driftsresultat etter omgruppering for XXL i analyseperioden 2011-2015 i TNOK .....	72
Tabell 7-14: Omgruppert resultatregnskap for XXL i analyseperioden 2011-2015 i TNOK	73

---

Tabell 7-15: Omgruppert balanseregnskap fordelt på drift og finans for XXL i analyseperioden 2011-2015 i TNOK .....	78
Tabell 7-16: Omgruppert balanseregnskap med fokus på sysselsatt kapital for XXL i analyseperioden 2011-2015 i TNOK .....	78
Tabell 7-17: Omgruppert balanseregnskap med fokus på netto driftskapital for XXL i analyseperioden 2011-2015 i TNOK .....	79
Tabell 7-18: Oversikt over hvilken effekt kapitalisering av operasjonell leasing har på balanseregnskapet til XXL i analyseperioden 2011-2015 i TNOK .....	83
Tabell 7-19: Oversikt over hvilken effekt kapitalisering av operasjonell leasing har på resultatregnskapet til XXL analyseperioden 2011-2015 i TNOK.....	83
Tabell 7-20: Omgruppert og justert resultatregnskap for XXL for analyseperioden 2011-2015 i TNOK.....	84
Tabell 7-21: Omgruppert og justert balanseregnskap for XXL for analyseperioden 2011-2015 i TNOK.....	84
Tabell 7-22: Omgruppert resultatregnskap for sportsbransjen for analyseperioden 2011-2014 i TNOK.....	85
Tabell 7-23: Omgruppert balanseregnskap for sportsbransjen for analyseperioden 2011-2014 i TNOK.....	86
Tabell 7-24: Tidsvekting av regnskapstallene i regnskapsanalysene til sportsbransjen for analyseperioden 2011-2014.....	86
Tabell 8-1: Kontantstrømanalyse for XXLs justerte regnskapstall med fokus på utvikling i finansielle eiendeler i analyseperioden 2011-2015 i TNOK. Kilde kontantstrømoppsett: (Knivsflå, 2016). .....	91
Tabell 8-2: Finansieringsmatrise for XXL for 2015 basert på de ujusterte regnskapstallene	95
Tabell 8-3: Finansieringsmatrise for sportsbransjen for år 2014 .....	95
Tabell 8-4: Finansieringsmatrise for XXL for 2015 basert på justerte regnskapstall .....	96
Tabell 8-5: Syntetisk rating for XXL for analyseperioden 2011-2015 basert på de justerte regnskapstallene .....	97
Tabell 8-6: Syntetisk rating for sportsbransjen for analyseperioden 2011-2014 .....	98
Tabell 9-1: Risikofri rente før og etter skatt basert på 10-årig statsobligasjonsrente for analyseperioden 2011- 2015 (Norges Bank, 2016b).....	100
Tabell 9-2: Beregnet årlig historisk finansiell gjeldsbeta for XXL for analyseperioden 2011-2015 .....	105

---

Tabell 9-3: Beregnet årlig historisk finansiell eiendelsbeta for XXL for analyseperioden 2011-2015.....	106
Tabell 9-4: Beregnet årlig historisk netto finansiell gjeldsbeta for XXL for analyseperioden 2011-2015.....	106
Tabell 9-5: Beregnet årlig historisk egenkapitalbeta for XXL for analyseperioden 2011-2015 .....	108
Tabell 9-6: Beregnet årlig historisk avkastningskrav til egenkapitalen for XXL for analyseperioden 2011-2015.....	108
Tabell 9-7: Beregnet årlig historisk finansielt gjeldskrav for XXL for analyseperioden 2011-2015 .....	109
Tabell 9-8: Beregnet årlig historisk avkastningskrav til de finansielle eiendelene for XXL for analyseperioden 2011-2015.....	110
Tabell 9-9: Beregnet årlig historisk avkastningskrav til netto finansiell gjeld for XXL for analyseperioden 2011-2015.....	110
Tabell 9-10: Beregnet årlig historisk avkastningskrav til netto driftskapital for XXL for analyseperioden 2011-2015.....	110
Tabell 10-1: Beregning av årlig superrentabilitet til egenkapitalen for XXL for analyseperioden 2011- 2015.....	112
Tabell 10-2: Beregning av årlig finansieringsulempe for XXL for analyseperioden 2011-2015.....	113
Tabell 10-3: Beregning av årlig finansieringsulempe til netto finansiell gjeld for XXL for analyseperioden 2011-2015. Ulempen beregnes som summen av finansieringsfordel til finansiell gjeld og finansielle eiendeler.....	113
Tabell 10-4: Beregning av årlig driftsfordel for XXL for analyseperioden 2011-2015, dekomponert i bransjefordel drift, ressursulempe drift og gearingfordel drift.....	114
Tabell 10-5: Beregning av årlig bransjefordel for sportsbransjen for analyseperioden 2011-2015.....	114
Tabell 10-6: Beregning av årlig ressursulempe for XXL for analyseperioden 2011-2015..	115
Tabell 10-7: Beregning av årlig ressursulempe for XXL for analyseperioden 2011-2015, dekomponert i marginfordel og omløpsulempe .....	115
Tabell 10-8: Beregning av årlig omløpsulempe for XXL for analyseperioden 2011-2015 .	116
Tabell 10-9: Beregning av årlig marginfordel for XXL for analyseperioden 2011-2015....	117
Tabell 10-10: Resultat fra «Common size»-analyse for XXL mot sportsbransjen for analyseperioden 2011-2015.....	117

---

Tabell 10-11: Beregning av årlig gearingfordel drift for XXL for perioden 2011-2015 .....	119
Tabell 10-12: Beregning av årlig strategisk fordel for XXL for perioden 2011-2015.....	119
Tabell 11-1: Analyse av XXLs årlige driftsinntektsvekst i analyseperioden 2011-2015 ...	123
Tabell 11-2: Beregning av årlige budsjetterte driftsinntekter for XXL i TNOK fra år 2016 til T+2 basert på framskrevet driftsinntektsvekst i samme periode.....	128
Tabell 11-3: Beregning av årlige budsjetterte netto driftseiendeler for XXL i TNOK fra 2016 til T+2 basert på framskrevet omløpshastighet fra netto driftseiendeler i samme periode ..	129
Tabell 11-4: Beregning av årlig budsjettert netto driftsresultat for XXL i TNOK fra år 2016 til T+2 basert på framskrevet netto driftsmargin i samme periode .....	130
Tabell 11-5: Beregning av årlig budsjettert finansiell gjeld for XXL i TNOK fra år 2016 til T+2 basert på framskrevet finansiell gjeldsandel i samme periode .....	131
Tabell 11-6: Beregning av årlige budsjetterte finansielle eiendeler for XXL i TNOK fra år 2016 til T+2 basert på framskrevet finansiell eiendelsandel i samme periode .....	132
Tabell 11-7: Beregning av årlig budsjettert netto finansiell gjeld for XXL i TNOK fra år 2016 til T+2.....	133
Tabell 11-8: Beregning av årlig budsjetterte netto finanskostnader for XXL i TNOK fra år 2016 til T+2 basert på framskrevet finansiell gjeldsrente .....	134
Tabell 11-9: Beregning av årlig budsjetterte netto finansinntekter for XXL i TNOK fra år 2016 til T+2 basert på framskrevet finansiell eiendelsrentabilitet .....	135
Tabell 11-10: Oppsummert framtidig resultatregnskap for XXL i TNOK fra 2016 til T+2	136
Tabell 11-11: Oppsummert framtidig balanseregnskap for XXL i TNOK fra 2016 til T+2	136
Tabell 11-12: Oppsummert framtidig kontantstrøm for XXL i TNOK fra 2016 til T+2.....	137
Tabell 11-13: Sammenligning av vårt estimat av nettoresultat per aksje opp mot konsensusestimert presentert av Dagens Næringsliv.....	137
Tabell 12-1: Estimert årlig framtidig risikofri rente før skatt for budsjettperioden 2016 til T+2 .....	140
Tabell 12-2: Estimert årlig framtidig nominell skattesats for budsjettperioden 2016 til T+2 .....	140
Tabell 12-3: Estimert årlig framtidig egenkapitalbeta for budsjettperioden 2016 til T+2...	141
Tabell 12-4: Estimert årlig framtidig avkastningskrav til egenkapitalen etter skatt for budsjettperioden 2016 til T+2 .....	141
Tabell 12-5: Beregning av årlig syntetisk rating og lang kredittrisikopremie for XXL etter skatt for budsjettperioden 2016 til T+2 .....	143



---

Tabell 12-6: Estimert årlig framtidig finansielt gjeldskrav etter skatt for budsjettperioden 2016 til T+2.....	144
Tabell 12-7: Estimert årlig framtidig finansielt eiendelskrav etter skatt for budsjettperioden 2016 til T+2.....	144
Tabell 12-8: Estimert årlig framtidig netto finansielt gjeldskrav etter skatt for budsjettperioden 2016 til T+2 .....	145
Tabell 12-9: Estimert årlig framtidig netto driftskrav etter skatt med budsjetterte vektorer for budsjettperioden 2016 til T+2 .....	145
Tabell 12-10: Estimert årlig framtidig superrentabilitet til egenkapitalen for budsjettperioden 2016 til T+2.....	146
Tabell 12-11: Estimert årlig framtidig finansieringsfordel til netto finansiell gjeld for budsjettperioden 2016 til T+2 .....	146
Tabell 12-12: Estimert årlig framtidig driftsfordel for budsjettperioden 2016 til T+2, dekomponert i strategisk fordel drift og gearingfordel drift.....	147
Tabell 12-13: Estimert årlig framtidig strategisk fordel til XXL for budsjettperioden 2016 til T+2 dekomponert i finansieringsulempe og driftsfordel.....	148
Tabell 13-1: Foreløpig verdiestimat på XXL-aksjen i NOK estimert fra fri kontantstrøm til egenkapital-modellen .....	149
Tabell 13-2: Foreløpig verdiestimat på XXL-aksjen i NOK estimert fra superprofitt til egenkapital-modellen .....	150
Tabell 13-3: Foreløpig verdiestimat på XXL-aksjen i NOK estimert fra superprofittvekst til egenkapital-modellen .....	150
Tabell 13-4: Beregning av virkelig verdi av netto finansiell gjeld i TNOK ved inngangen av 2016 ved bruk av superprofittmodellen.....	151
Tabell 13-5: Foreløpig verdiestimat på XXL-aksjen i NOK estimert fra fri kontantstrøm til drift-modellen.....	151
Tabell 13-6: Foreløpig verdiestimat på XXL-aksjen i NOK estimert fra superprofitt til drift-modellen .....	152
Tabell 13-7: Foreløpig verdiestimat på XXL-aksjen i NOK estimert fra superprofittvekst til drift-modellen.....	152
Tabell 13-8: Tidsjustering av det foreløpige verdiestimatet fra verdikonvergeringen per 01.01.16 til et verdiestimat på verdsettelsesdatoen 19.02.16 .....	155
Tabell 14-1: Sensitivitetsanalyse av driftsinntektsvekst i år T. Nytt verdiestimat er presentert i NOK .....	157

---

Tabell 14-2: Sensitivitetsanalyse av omløpshastighet til netto driftseiendeler i år 2016. Nytt verdiestimat er presentert i NOK .....	157
Tabell 14-3: Sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin i år T. Nytt verdiestimat er presentert i NOK .....	158
Tabell 14-4: Sensitivitetsanalyse av konstant markedsrisikopremie. Nytt verdiestimat er presentert i NOK .....	158
Tabell 14-5: Sensitivitetsanalyse av konstant netto driftsbeta. Nytt verdiestimat er presentert i NOK .....	159
Tabell 14-6: Sensitivitetsanalyse av risikofri rente i år T. Nytt verdiestimat er presentert i NOK .....	159
Tabell 14-7: Verdiestimat på XXL-aksjen per 01.01.16 etter fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen. Estimateret er beregnet i gjennomgang 7 i konvergeringsprosessen.....	160
Tabell 14-8: Beregning av verdiestimat på XXL-aksjen ved ulike verdier av egenkapitalkrav og evig vekst-faktor i terminalleddet. Estimaterne er beregnet etter fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen i konvergeringsprosessen sine siste steg før tidsjustering .....	160
Tabell 15-1: Markedsverdien av egenkapitalen per 19.02.16 for hver av de fem selskapene i den komparative bransjen, omregnet til TNOK basert på valutakursen samme dag .....	169
Tabell 15-2: Verdiestimat på XXL-aksjen per 19.02.16 ved bruk av gjennomsnittlig Pris/Bok-multiplikator i multiplikatormodellen.....	170
Tabell 15-3: Verdiestimat på XXL-aksjen per 19.02.16 ved bruk av gjennomsnittlig Pris/Fortjeneste-multiplikator i multiplikatormodellen.....	170
Tabell 15-4: Verdiestimat på XXL-aksjen per 19.02.16 ved bruk av gjennomsnittlig Enterprise Value/EBIT-multiplikator i multiplikatormodellen.....	172
Tabell 15-5: Verdiestimat på XXL-aksjen per 19.02.16 ved bruk av gjennomsnittlig Enterprise Value/Salg-multiplikator i multiplikatormodellen.....	173
Tabell 15-6: Vår estimerte verdi på XXL-aksjen i NOK fra komparativ verdivurdering. Verdiestimatet er beregnet som medianen av de komparative verdiene funnet i dette kapitlet.....	174
Tabell 15-7: Estimert gjennomsnittlig verdiestimat på XXL-aksjen i NOK basert på Damodarans bransjemultiplikatorer .....	175
Tabell 16-1: Handlingsstrategi for XXL-aksjen basert på en grense på $\pm 20$ % av vårt fundamentale verdiestimat i NOK.....	177

# 1. INNLEDNING

## 1.1 Motivasjon

Denne masterutredningen verdsetter XXL ASA, heretter kalt XXL. De er kjent som et fremadstormende selskap i Norge, Sverige og Finland med et spennende konsept som når ut til en bred kundemasse. I grove trekk handler deres historie om høy årlig vekst, der de stadig tar markedsandeler overfor konkurrentene i sportsbransjen. Til tross for uroligheter i nasjonaløkonomien i de nordiske landene klarer selskapet å kapre andeler i både nye og eksisterende markeder. Deres nåværende stilling i markedet uttrykker potensiale for en sterk posisjon også de kommende årene, der det er muligheter for høy vekst.

XXL er attraktiv også på grunn av utviklingen som sportsbransjen står overfor. Trening tar stadig større plass i samfunnsbildet, og man kan si at «treningstightsen har blitt den nye jeansen». Omsetningen i bransjen viser vekst, og det kan se ut som om sportsbransjen tar markedsandeler fra andre bransjer. Fokuset på helse og trening blir stadig større, både i media, blant helsemyndigheter og folk flest. Dette tyder på at etterspørselen etter sportsutstyr vil øke, og sportsbransjen er dermed et spennende marked for et selskap i vekst.

Etter at XXL ble notert på Oslo Børs i oktober 2014, har aksjekursen steget kraftig. Det er spennende å se om denne veksten kan fortsette, eller om XXL har utnyttet sitt maksimale vekstpotensiale. I tillegg er det interessant å se om dagens aksjeverdi reflekterer de merverdiene som trolig ligger i selskapet, og om investorene og markedet over- eller undervurderer verdien av XXL. I oppgaven vil leseren få en grundig presentasjon av XXL og sportsbransjen, samt innsikt i hvorfor XXL har klart å bli Nordens største sportskjede i en stadig voksende bransje med hard konkurranse.

## 1.2 Problemstilling

Vår problemstilling for verdsettelsen er:

*«Hva er verdien av én XXL-aksje per 19.02.16?»*

På bakgrunn av estimatet vi kommer fram til, vil vi gi en anbefaling om kjøp, hold eller salg av aksjen.

### **1.3 Avgrensning**

Denne utredningen er skrevet over en periode på flere måneder, der vi stadig må ta stilling til ny informasjon som er relevant for oppgaven. På grunn av denne informasjonsstrømmen har vi valgt å sette en dato for når vi ikke lenger tar hensyn til ny informasjon. Datoen vi har fastsatt som informasjonsgrense er 19. februar 2016, samme dag som selskapets 4. kvartalsrapport for 2015 ble offentliggjort. Vi endrer derfor ikke våre forutsetninger for verdsettelsen basert på informasjon som er offentliggjort etter denne datoen. Dette inkluderer både offentliggjøringen av revidert årsregnskap for 2015 og 1. kvartalsrapporten for 2016. Påvirkningen denne informasjonen kunne hatt på verdsettelsen, er gjort rede for i kapittel 16.3. Verdsettelsesdatoen er basert på avgrensningen, og er derfor fastsatt til 19.02.16.

Vi har basert oppgaven utelukkende på offentlig tilgjengelig informasjon, og har ikke hatt kontakt med XXL internt. Dette kan legge begrensninger på tilgangen til nødvendig og interessant informasjon som kan være relevant for verdsettelsen, men ettersom vi benytter oss av den samme informasjonen som markedet har tilgjengelig, anser vi ikke dette som et betydelig problem. I de historiske analysene som er basert på regnskapstall, har vi valgt å avgrense analyseperioden fra år 2011 til år 2015.

XXL ASA er morselskapet i et konsern der driften foregår i nasjonale selskap i flere driftsland. Vi ønsker å verdsette konsernet XXL slik at vårt verdiestimat kan sammenlignes med børsverdien per 19.02.16. Videre i oppgaven henviser dermed referansen «selskapet» til XXL som helhet, med mindre noe annet er spesifisert. I tillegg antar vi at selskapet er et «going concern», og at driften kommer til å fortsette på ubestemt tid.

Som nevnt ovenfor inngår XXL i sportsbransjen. En ytterligere definisjon av bransjen og presentasjon av XXLs konkurrenter er presentert i kapittel 2.2.

### **1.4 Struktur og oppbygning**

Grunnlaget for en fundamental verdivurdering er informasjon om selskapet og dets omgivelser. Utredningen starter derfor med en presentasjon av XXL og sportsbransjen, som videre danner grunnlag for en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. Disse analysene gjøres for å kartlegge strategisk fordel, risiko og rentabilitet i selskapet og bransjen, samt vurdere hvordan disse forholdene kan påvirke framtidig inntjening for selskapet. Deretter

brukes denne informasjonen til å lage et framtidregnskap og til å estimere framtidskrav, som aksjeverdien til selskapet igjen beregnes etter. Den avsluttende delen av utredningen består av en usikkerhetsanalyse av verdiestimatet, i tillegg til en konklusjon med det endelige estimatet på XXLs aksje og forslag til en handlingsstrategi. Det endelige verdiestimatet reflekterer vårt beste estimat på XXL-aksjen, og er basert på den offentlige informasjonen vi har hatt tilgjengelig, samt våre beste skjønnsmessige vurderinger. Mellom utredningens ulike deler presenteres tilhørende teori som oppgaven bygges videre på.

## **2. SELSKAPET OG BRANSJEN**

I dette kapittelet presenteres historien og utviklingen til XXL, samt sportsbransjen og XXLs konkurrenter i de ulike landene som selskapet opererer i.

### **2.1 Selskapet XXL ASA**

#### ***2.1.1 Historie***

XXL ble grunnlagt i år 2000 av brødrene Øivind og Tore Tidemandsen, og selskapet åpnet sitt første varehus året etter i Oslo (XXL ASA, 2016d). Etter at brødrene solgte sine aksjer i Elkjøp AS, ønsket de å starte en ny virksomhet med tilsvarende konsept, men innenfor en annen bransje. Brødrene ville basere selskapet på «lave priser, kjente merkevarer, stordriftsfordeler og det å flytte flere bransjer under samme tak» (E24!, 2014). Da XXL ble etablert, bestod sportsbransjen av mange butikker som var spesialister innen én og samme sportsgren. Samtidig var det grossistene og importørene som tjente penger, mens butikkene hadde lav inntjening og høye utgifter. Med erfaring og egenkapital fra tiden i Elkjøp, etablerte brødrene XXL med en visjon om å kunne drive butikker mye billigere enn det bransjen allerede gjorde.

Siden år 2001 har selskapet vokst til å bli Nordens største sportskjede, og har etter åpningen i Oslo ekspandert virksomheten både til Sverige og Finland. Per 31.12.15 har selskapet totalt 52 varehus, der 24 er lokalisert i Norge, 20 i Sverige og 8 i Finland (XXL ASA, 2016f). Figur 2-1 viser hovedtrekk fra XXLs historie.



Figur 2-1: Historisk tidslinje for XXL fra år 2000-2015 (XXL ASA, 2016d)

Selskapet har i tillegg til varehus også etablert nettbutikker i alle de tre landene de opererer i. Nettbutikkene fungerer som en direkte salgskanal og som substitutt til varehusene, samtidig som at de blir brukt direkte til markedsføring. Nettbutikkene har det samme vareutvalget og de samme lave prisene som det varehusene har (DNB Markets, 2014).

XXL har troen på å doble antall varehus fra 2014 til 2019, der de ser muligheter for 10 nye varehus i Norge og mer enn 30 nye varehus jevnt fordelt på Sverige og Finland (DNB Markets, 2014). Målet for 2016 alene er 10-12 nye varehus, der selskapet har signert avtaler for 9 av disse på verdsettelsestidspunktet. I starten av 2016 rapporterte også selskapet at de i løpet av året skal ekspandere til Danmark ved kun etablering av en e-handelsløsning (XXL ASA, 2016f). I tillegg har selskapet uttrykt at de i løpet av de nærmeste årene vil lenger ned på det europeiske kontinentet, der de ser etter land med klima som ligner på Norges fire årstider. I den sammenheng har de pekt ut Østerrike, Sveits og Tyskland som aktuelle lokasjoner for ekspansjon (Dagens Næringsliv, 2016c).

### 2.1.2 XXL i dag

XXL er i dag ledende aktør i den nordiske sportsbransjen, med et bredt utvalg av sportsutstyr og -klær som distribueres i varehus og nettbutikker i Norge, Sverige og Finland (XXL ASA, 2015). Selskapet sin visjon er å være et paradys for personer som er interessert i sports-,

friluftsliv og dyreliv. Deres forretningsidé er «Stort utvalg, kjente merkevarer og Xtra Xtra Lave priser» (XXL Norge, 2016a).

Utvalget til XXL skal som visjonen tilsier være stort, og det innebærer blant annet et bredt utvalg av utstyr i forskjellige kategorier. Selskapet sikter mot en bred kundekrets ved å forsøke å tilfredsstille alle kundegrupperes behov, fra førstegangsbesøkende til de mest erfarne sportsentusiaster (DNB Markets, 2014). Konseptet til selskapet er å ha de største varehusene med de laveste prisene og det bredeste utvalget av produkter, med fokus på merkevarer. Det store utvalget reflekteres også i de store varehusene, der en 3000 til 5300 kvadratmeter stor gulvflate og tydelig definerte områder legger til rette for de ulike produktkategoriene. Størrelsen på varehusene er en viktig faktor for å oppnå maksimal effekt av logistikk og drift. Hvert varehus er utarbeidet etter et «store-in-store»-konsept, der konseptet omfatter seks spesialistavdelinger med fokus på (1) sport, (2) sko, (3) sportsklær, (4) friluftsliv, (5) jakt og (6) ski/sykkel. Det typiske XXL-varehuset er illustrert i figur 2-2.



Figur 2-2: Illustrasjon av et typisk XXL-varehus som bygger på et «store-in-store»-konsept inndelt i seks spesialistavdelinger (XXL ASA, 2016b)

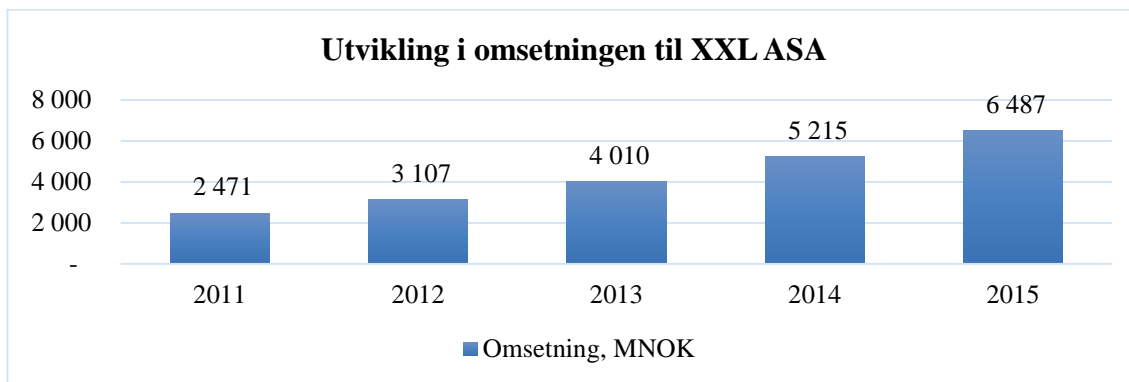
For å imøtekomme selskapets visjon og forretningsidé, sammenligner de jevnlig sine egne priser opp mot konkurrentenes, og søker å tilby kundene de laveste prisene i de ulike markedene de opererer i. Selskapet har fokus på lave kostnader for å kunne opprettholde det lave prisnivået, og de driver alle sine varehus uten samarbeidspartnere for å ha kontroll over hele verdikjeden (DNB Markets, 2014).

### 2.1.3 Utvikling og regnskapstall

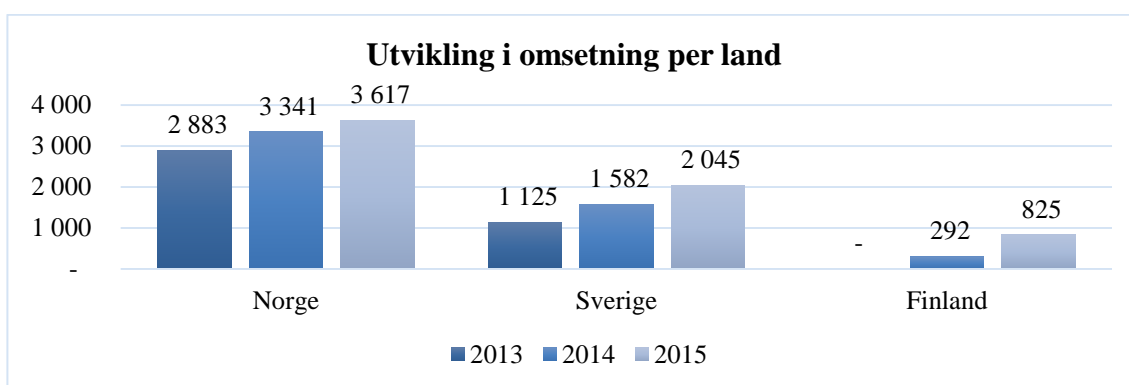
Etter starten i 2000 har XXL som nevnt ekspandert både til Sverige og Finland. Selskapet har vokst veldig siden da, og har en aggressiv plan for etablering av nye varehus i fremtiden.



Ved utgangen av 2015 er de markedsleder i Norge med en markedsandel på 25,7 % (Sportsbransjen AS, 2015). I tillegg tar de stadig nye markedsandeler i de andre markedene, der de ved utgangen av 2015 hadde markedsandeler på 10,78 % i Sverige og 9,2 % i Finland. XXL har hvert år siden etableringen av de første varehusene posisjonert seg sterkere i markedet, noe som også reflekteres i stigende omsetningstall. I 2015 nådde konsernet en total omsetning på 6 487 MNOK, og som figurene 2-3 og 2-4 viser, genereres omsetningsveksten i alle de tre landene. Veksten i 2015 var på 8 % i Norge, 29 % i Sverige og 183 % i Finland, der Norge er det landet som generer mest inntekter totalt sett for konsernet (XXL ASA, 2016f). Med tanke på at det første varehuset ble åpnet i Finland i april 2014, er den prosentvise omsetningsveksten for 2015 basert på 12 mot 9 måneder. Likevel kan det konstateres at omsetningsveksten har vært høy i 2015. Tallene nedenfor inkluderer både varehusene og nettbutikkene.

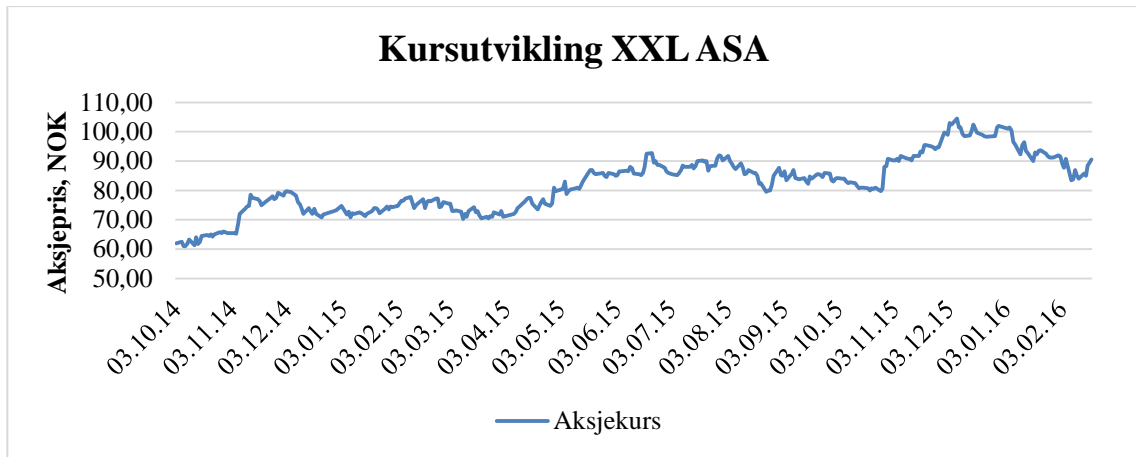


Figur 2-3: Utvikling i XXL ASAs omsetning fra år 2011 til 2015 i MNOK (DNB Markets, 2014) (XXL ASA, 2016b)



Figur 2-4: Utvikling i XXL ASAs omsetning fordelt på Norge, Sverige og Finland fra år 2013-2015 i MNOK (XXL ASA, 2016f).

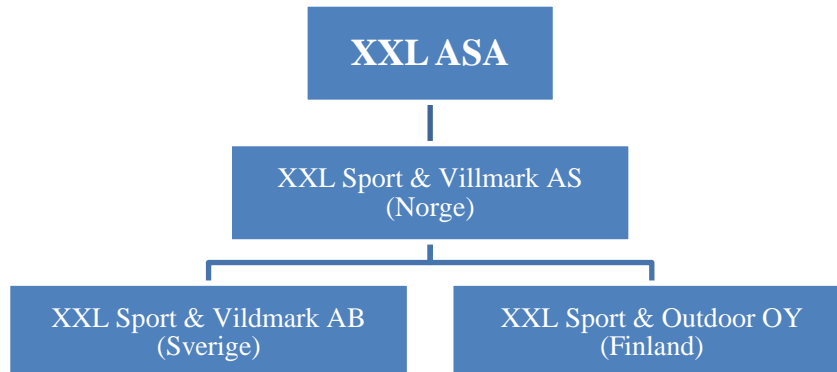
XXL ASA ble notert på Oslo Børs 03.10.14 med en noteringskurs på 62 kroner per aksje. Figur 2-5 viser at kursen fram til 19.02.16 har økt kraftig, og aksjen har hatt en avkastning på 46 % i denne perioden.



Figur 2-5: Utvikling i XXL ASAs børskurs fra børsnoteringen 03.10.14 til verdsettelsesdatoen 19.02.16 (Oslo Børs, 2016b)

### 2.1.4 Struktur og ledelse

Morselskapet XXL ASA er et holdingselskap. Virksomheten blir utøvd i konsernets tre datterselskap, der datterselskapene er plassert i Norge, Sverige og Finland ettersom den operasjonelle driften er lagt til disse landene. Figur 2-6 viser eierstrukturen i XXL-konsernet, der XXL ASA er eneste eier i det norske selskapet, som igjen er eneaksjonær i det svenske og det finske selskapet.



Figur 2-6: Eierstruktur i konsernet XXL ASA. Morselskapet XXL ASA eier datterselskap i Norge, Sverige og Finland

Ledelsen består av blant annet grunnlegger Øivind Tidemanden som styreleder og Hans Fredrik Steenbuch som CEO. Sammen med sin bror, Tore Tidemanden, er Øivind XXL ASAs største eier gjennom holdingselskapet Dolphin Kapitalforvaltning AS (Regnskapstall.no, 2016). Totalt eier de 24,72 %, og med rollen som styreleder både i XXL ASA og Dolphin Kapitalforvaltning AS, er Øivind den personen som kan ha mest innflytelse på selskapet. Likevel er ikke hans og brorens eierandel stor nok til å ha negativt flertall, og de kan derfor ikke anses som dominerende eiere.

## 2.2 Sportsbransjen

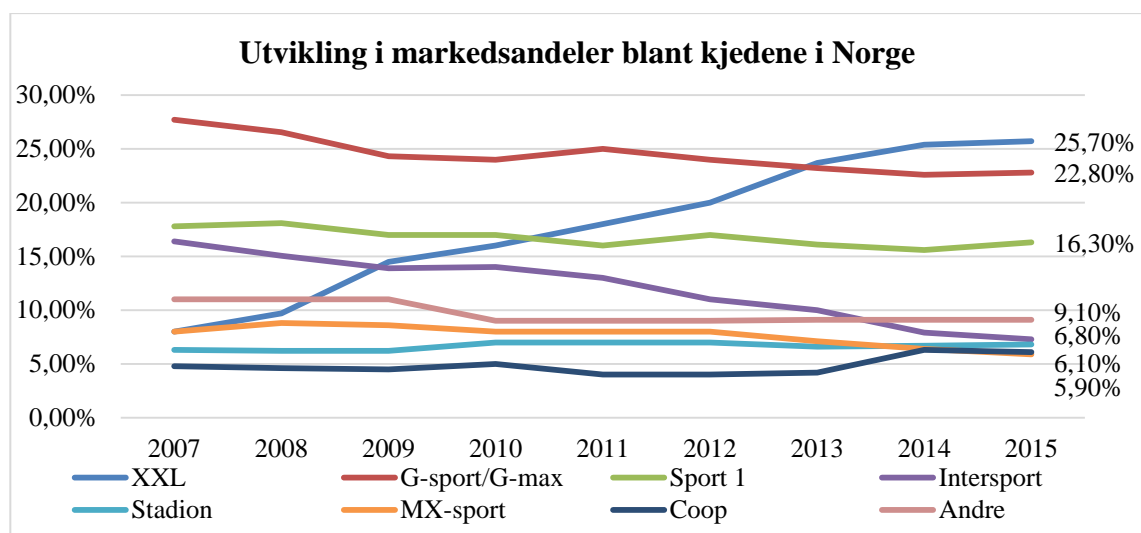
I dagens marked er det mange butikker og butikkjeder som har diverse sportsutstyr som en del av sitt sortiment. Mange av disse aktørene selger også andre produkter, og har gjerne hovedvekt på salg av de produktene. På grunn av dette må sportsbransjen til vårt formål innsnevres og defineres mer presist. Sportsbransjen AS er en interesseorganisasjon for den norske sportsbransjen, og definerer bransjen i Norge som butikker der det i hovedsak selges sports- og fritidsutstyr. I tillegg inngår leverandører av sportsutstyr som en del av definisjonen, der for eksempel Stormberg, som i tillegg til å være leverandør, også har egne butikker og nettbutikk (Sportsbransjen AS, 2015).

Vi velger å bruke den samme definisjonen i vår vurdering av sportsbransjen i Norge, Sverige, Finland og andre land. I denne definisjonen inngår også sportsavdelinger til hypermarked, som har utbredt salg av sportsutstyr. I Norge gjelder dette kun Coop, mens hypermarked er mer utbredt i Finland. Disse hypermarkedene klarer å skille ut den delen som gjelder sport av sin totale omsetning, og i presentasjon av bransjetall i dette kapitlet, er tallene blitt medregnet som en del av sportsbransjen.

Sportsbransjen i Norge, Sverige og Finland presenteres hver for seg i det følgende.

### 2.2.1 Norge

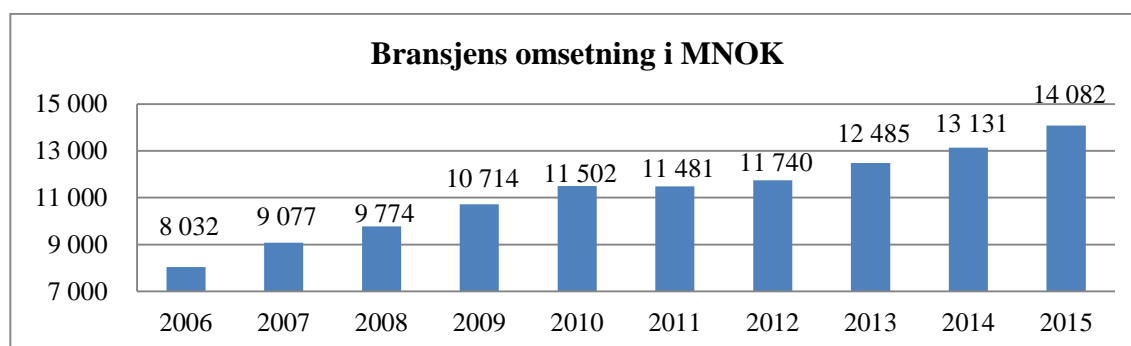
I Norge viser den historiske utviklingen at butikkene blir større og større, og mange butikker er tilknyttet en kjede. Hele 90,9 % av det norske sportsmarkedet består av kjedebutikker, fordelt på 7 ulike kjeder (Sportsbransjen AS, 2016). De 7 kjedene er G-Sport/G-MAX, Intersport, Stadion, Sport 1, Coop, XXL og MX-sport. XXL er den største enkeltkjeden med en markedsandel på 25,7 %, mens Gresvik-gruppen, bestående av G-Sport/G-MAX og Intersport, har til sammen en markedsandel på 30,1 %. Utviklingen i markedsandeler i det norske markedet er presentert i figur 2-7 nedenfor.



Figur 2-7: Utvikling i markedsandeler i den norske sportsbransjen fra år 2007-2015 (Sportsbransjen AS, 2016)

Figuren ovenfor viser at «andre» butikker kun har 9,1 % av det totale markedet (Sportsbransjen AS, 2016). Utviklingen viser at det totale antallet sportsbutikker reduseres, mens omsetningen totalt sett likevel går opp. Dette henger blant annet sammen med idéen om store butikker, en idé som ble introdusert av XXL. Flere andre kjeder følger XXLs eksempel, der blant annet G-Sport har utviklet butikkkonseptet G-MAX (tidligere Super-G).

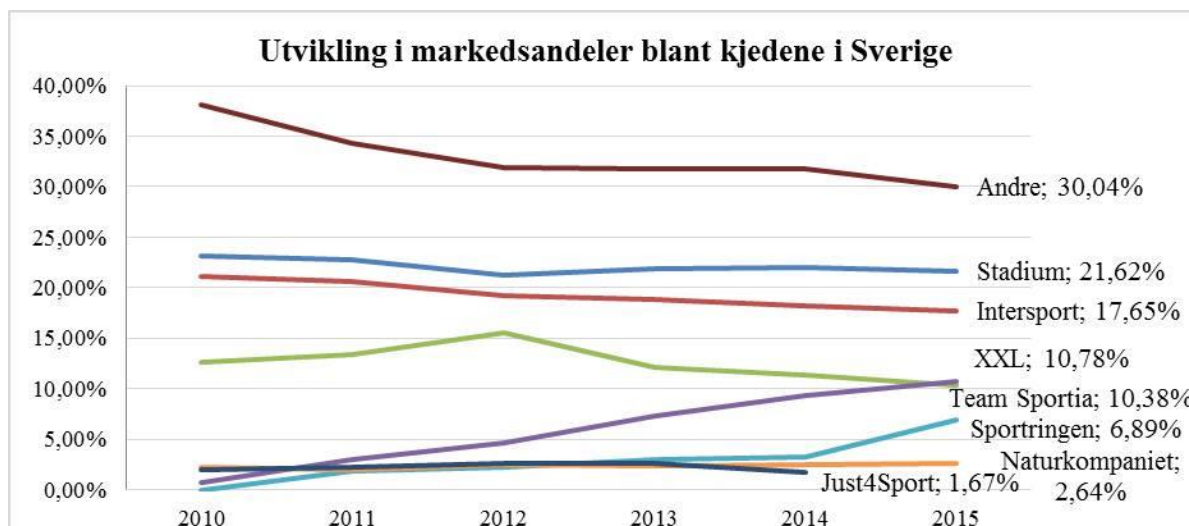
Figur 2-8 viser at omsetningen i bransjen nesten er doblet de siste 10 årene. Tallene skal trolig være høyere, siden store deler av nettsalget ikke er med i beregningene. Aktørene på det norske sportsmarkedet er i en attraktiv posisjon, ettersom nordmenn er de som kjøper mest sportsutstyr i verden per innbygger (Sportsbransjen AS, 2016). Sportsbransjen er en væravhengig bransje, og det er naturlig at omsetningen varierer i takt med hvordan været har vært det aktuelle året.



Figur 2-8: Utvikling i omsetningen i den norske sportsbransjen fra år 2006-2015. Tallene vises i MNOK (Sportsbransjen AS, 2015)

## 2.2.2 Sverige og Finland

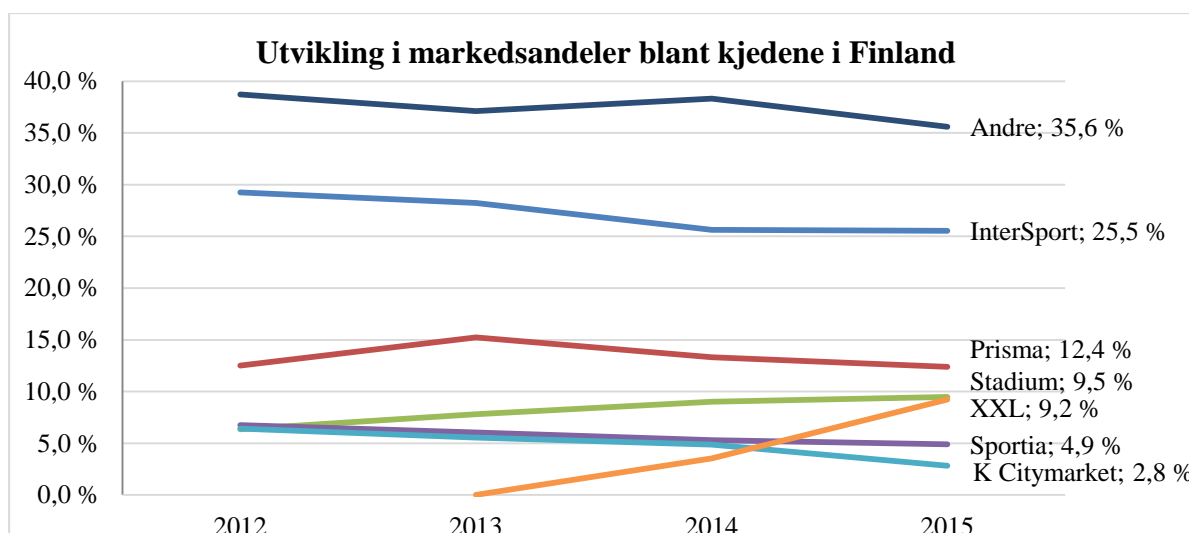
Markedet i Sverige og Finland er som i Norge preget av kjedebutikkene. De største kjedene i Sverige har vært Stadium, Intersport og Team Sportia, men de siste årene har også XXL blitt med i kampen om de store markedsandelene. Ved utgangen av 2015 oppnådde XXL en markedsandel på 10,78 % mot 9,31 % året før. Andre store kjeder på markedet er Sportringen, Just4sport og Naturkompaniet. Selv om Stadium fremdeles er størst, er XXL den hurtigst voksende kjeden, noe figur 2-9 viser.



Figur 2-9: Utvikling i markedsandeler i den svenske sportsbransjen fra år 2010-2015<sup>1</sup>

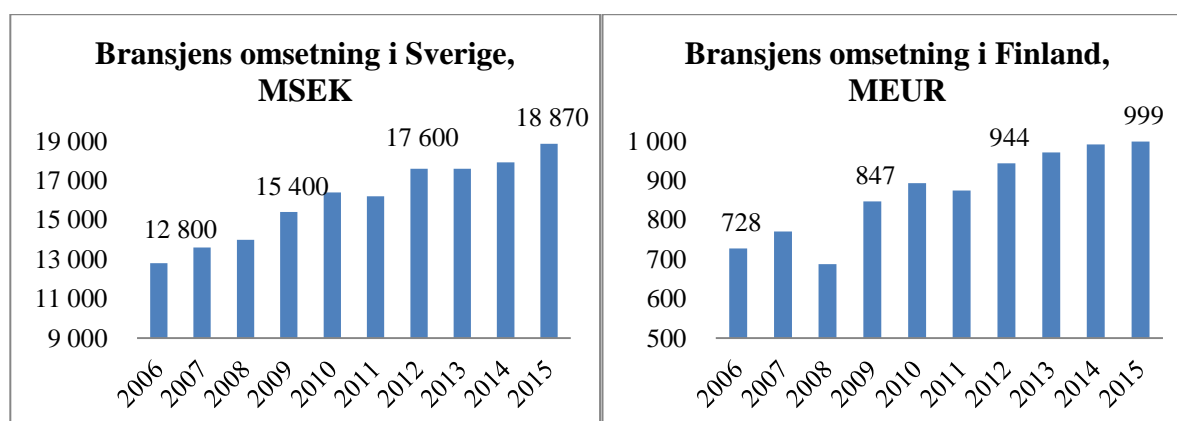
I Finland har Intersport vært den største enkeltkjeden med en markedsandel på ca. 25-29 % de siste årene. Andre store aktører i markedet er Prisma, Stadium, Sportia, Citymarked og XXL, samtidig som at «andre» har større markedsandeler her enn i Norge og Sverige. XXL er relativt nye i markedet, men har likevel gjort et merkbart inntog det siste året, noe figur 2-10 viser. Ved utgangen av 2015 hadde XXL en markedsandel på 9,2 % etter at de i løpet av dette året har åpnet sitt 8. varehus.

<sup>1</sup> Sportfack utga informasjon om markedsandeler og omsetning i den svenske sportsbransjen i nyhetsbrev nummer 4, 2016. Vi har fått tilsendt denne informasjonen fra deres sjefsredaktør Martin Willners.



Figur 2-10: Utvikling i markedsandeler i den finske sportsbransjen fra år 2012-2015<sup>2</sup>

Omsetningen i sportsbransjen har også hatt en positiv utvikling i Sverige og Finland de siste årene. Dette er illustrert i figur 2-11 nedenfor. Det har også her vært noen svingninger i omsetningen, som i stor grad har oppstått på grunn av varierende værforhold.



Figur 2-11: Utvikling i omsetning i den svenske<sup>1</sup> og finske<sup>2</sup> sportsbransjen fra år 2006-2015. Tallene vises i MSEK for den svenske sportsbransjen, og MEUR for den finske sportsbransjen

### 2.2.3 Komparativ bransje

Til regnskapsanalysen har vi valgt ut fire selskap som hver har sine fellestrekk med XXL. De fire selskapene er Gresvig AS, Intersport AB, Stadium AB og SportsDirect, og utgjør sammen med XXL den komparative sportsbransjen.

Gresvig AS består av G-Sport, G-MAX og Intersport Norge, og er XXLs største konkurrent på det norske markedet. I tillegg satser de på et lignende konsept som XXL med sine G-

<sup>2</sup> Sporttimyyjä utgir informasjon om markedsandeler og omsetning i den finske sportsbransjen i deres nyhetsbrev. Vi har fått denne informasjonen fra deres sjefsredaktør Heikki Kuva.

MAX-butikker. Intersport AB og Stadium AB representerer store aktører på det svenske markedet, og er konkurrenter som XXL strekker seg mot der. Stadium AB har butikker også i de andre nordiske landene, i tillegg til Sverige. Intersport er en multinasjonal kjede, der driften av selskapene er strukturert i egne nasjonale selskap. Vi ser i denne sammenheng bare på driften som er tillagt Sverige gjennom Intersport AB. SportsDirect er ikke en direkte konkurrent til XXL ettersom de kun har butikker i Vest-Europa utenom Norden. De har imidlertid flere fellestrekk der de begge er børsnoterte sportskjeder, og blant annet selger både kjent merkevarer og egne varer til lave priser.

### **3. METODE**

Metode handler om å følge en bestemt vei mot et mål (Johannessen, Chrstoffersen, & Tufte, 2011, s. 33). Det innebærer å samle inn, analysere og tolke data, og er en jobb som må gjøres grundig og systematisk.

#### **3.1 Kvalitativ og kvantitativ metode**

Forskning bygger på forskjellige typer data, og for å skille mellom de ulike dataene, blir materialet kategorisert som kvalitativt eller kvantitativt. I mange sammenhenger kan det være vanlig å bruke enten den ene eller den andre kategorien, og derfor si at oppgaven bygger på kvalitativ eller kvantitativ metode. De to metodene utelukker imidlertid ikke hverandre. Forskjellen på de to kategoriene er at kvantitative data er tallbasert materiale, uttrykt i tall eller mengder, mens kvalitative data kort sagt er alt annet.

#### **3.2 Primær- og sekundærdata**

Innhenting av data kan i hovedsak gjøres på to måter, og vi skiller mellom innhenting av data som ikke har blitt innhentet før, og bruk av data som tidligere har blitt samlet inn av andre. Disse to datakildene blir kalt henholdsvis primær- og sekundærdata.

Primærdata er som nevnt den informasjonen som hentes inn selv, uten å bruke eksisterende kilder som allerede har undersøkt og samlet informasjon om det aktuelle temaet. Fordelen med det er at det er mulig å tilpasse dataene etter det formålet dataene blir hentet inn for. Det er ulike metoder for innhenting av primærdata, for eksempel utføring av eksperimenter, intervju og observasjoner.

Sekundærdata er informasjon som allerede har blitt hentet inn og samlet av andre, og som igjen blir lånt til sitt eget arbeid. Ofte har andre samlet inn forskjellig informasjon til et formål, som også kan brukes av andre til et annet formål. Denne typen informasjon kan innhentes ved å lese bøker, artikler, hjemmesider og andre offentlige kilder.

#### **3.3 Reliabilitet og validitet**

I arbeid med analyser er det fokus på at undersøkelsene som ligger bak skal være gode (Gripsrud, Olsson, & Silkonset, 2010). Med det menes at undersøkelsene skal være pålitelige



og gyldige, det handler derfor om reliabilitet og validitet. Kvaliteten på en undersøkelse avgjøres av hvor godt den måler ett eller flere fenomenen.

Reliabilitet, eller pålitelighet, handler om i hvor stor grad resultatene kan stoles på (Gripsrud, Olsson, & Silkonset, 2010, s. 52). Med andre ord skal det være mulig å gjenta en undersøkelse og få samme resultat ved bruk av samme eller andre metoder. Det vil alltid oppstå tilfeldige feil i en undersøkelse, men disse må være minst mulig for at undersøkelsen skal være pålitelig.

Validitet, eller gyldighet, handler om hvor godt målingene måler det som ønskes (Gripsrud, Olsson, & Silkonset, 2010, s. 51). Høy validitet har ikke en direkte sammenheng med høy reliabilitet. Målingene kan være «riktig» ut fra metodene som er brukt, men «feil» ut fra det som egentlig var til hensikt å måle. Validitet og reliabilitet er således to metoder som er like viktige, og utelukker ikke hverandre.

### **3.4 Metode i verdsettelsen**

Dataene vi bruker i denne oppgaven er en blanding av kvalitative og kvantitative data. Den strategiske analysen er et godt eksempel på en analyse med bruk av kvalitative data. De kvalitative dataene er basert på tidligere utviklede modeller, forskjellig informasjon hentet fra XXL og publiseringer fra blant annet bransjeorganisasjoner. Regnskapsanalysen er et tilsvarende godt eksempel på bruk av kvantitativ metode, ettersom den bygger på et tallbasert materiale.

For å få innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i selskapet, blir offentlig informasjon om selskapet lagt til grunn. Oppgaven bygger dermed på sekundærdata, som for eksempel regnskap og informasjon fra selskapets hjemmesider. All informasjon som blir brukt i forbindelse med oppgaven er offentlig tilgjengelig, og vi kommer ikke til å innhente ytterligere informasjon fra selskapet ved å utføre for eksempel intervjuer av nøkkelpersoner i selskapet.

Høy reliabilitet og validitet blir fokusert på gjennom å bruke flere metoder og tilnærminger til verdivurdering for å komme fram til én verdi på XXL-aksjen. Dette gjør vi for at oppgaven skal bli god, noe som er viktig både i teoretisk materiale og for oss personlig.

## 4. VERDSETTELSESTEORI

I dette kapittelet vil vi beskrive teori rundt ulike verdsettelsesmetoder, og vurdere hvilke metoder som er mest relevante til vår verdsettelse av XXL.

En verdivurdering av et selskap går ut på å finne selskapets antatte verdi på et gitt tidspunkt under gitte forutsetninger. Verdsettelsen kan brukes til blant annet kjøp og salg av virksomheter, investeringsanalyser og aksjehandel, samt måling av verdiutvikling i selskapet (Kaldestad & Møller, 2011, s. 17). Det finnes mange metoder for å komme fram til en verdi av et selskap, og generelt kan det sies at det er tre tilnærminger til en verdivurdering. Den første tilnærmingen er en fundamental verdivurdering, også kalt diskontert kontantstrøm-metoden, og relaterer verdien av et selskap til nåverdien av forventet framtidig inntjening i selskapet (Damodaran, 2012). Den andre, komparativ verdivurdering, estimerer verdien av et selskap ved å se på prising av komparative selskap relatert til en felles variabel, som for eksempel fortjeneste, bokført verdi eller salg. Den tredje, opsjonsbasert verdivurdering, måler verdien av et selskap som verdien av dets eiendeler, der eiendelene deler egenskaper med opsjoner og gir selskapet en rett, men ikke en plikt, til å gjøre en bestemt investering i framtiden.

De aktuelle verdsettelsesmodellene skal ifølge Gjesdal (2012) gi samme verdiestimat, så lenge de er basert på de samme forutsetningene om framtidig inntjening. Det er fordi verdien av et selskap er nåverdien av den framtidige inntjeningen, der det å eie aksjer i et selskap er det samme som å eie rettigheten til den avkastningen og inntjeningen som selskapet gir. Likevel kan det være signifikante forskjeller i verdiestimatet basert på hvilken metode som blir brukt (Damodaran, 2012, s. 11). Mens en fundamental verdivurdering bare er én av tre tilnærminger til en verdivurdering, bygger de andre metodene på den innsikten som opparbeides fra denne metoden. Alle som forstår det fundamentale vil være i stand til å analysere og bruke de ulike tilnærmingene.

### 4.1 Fundamental verdivurdering

En fundamental verdivurdering er basert på analyse av fundamentale forhold i verdsettelsesselskapet, gjennom strategisk analyse, regnskapsanalyse, og utarbeidelse av framtidsregnskap og avkastningskrav (Penman, 2013, s. 85). Verdivurderingen er basert på hvilke kontantstrømmer det er sannsynlig at selskapet vil skape i framtiden, noe som betyr at

---

prognostisering av kontantstrømmer er kjernen av den fundamentale verdivurderingen. Slike prognoser kan ikke lages uten å identifisere og analysere informasjon som indikerer hvordan kontantstrømmene genereres. Dette krever følgelig kjennskap til virksomheten og den strategien selskapet har, noe som opparbeides gjennom de nevnte analysene.

Den fundamentale verdivurderingen tar utgangspunkt i informasjon fra selskapet, som er en avbildning av deres underliggende strategiske og økonomiske forhold. Vi kan ved bruk av denne informasjonen utføre en strategisk analyse og regnskapsanalyse, som gir oss både kvalitativ og kvantitativ innsikt i selskapet. På bakgrunn av analysene kan vi lage en prognose på framtidige kontantstrømmer og estimere avkastningskrav, som brukes til å diskontere kontantstrømmene og gi oss verdien på selskapet (Kaldestad & Møller, 2011, s. 29).

I forbindelse med en fundamental verdivurdering, er det to tilnærminger til å finne verdien av egenkapitalen til et selskap. Den første er å verdsette egenkapitalen direkte, mens den andre er å verdsette egenkapitalen indirekte. Den indirekte metoden verdsetter først selskapskapitalen, som så reduseres med verdien av gjelden for å finne et estimat på egenkapitalen. Begge tilnærmingene diskonterer forventet fri inntjening, men relevante kontantstrømmer og diskonteringsrenter blant de to metodene er forskjellige (Damodaran, 2012, s. 12).

#### ***4.1.1 Terminalverdi***

Kontantstrømmer og inntjening budsjetteres fram til det året selskapet er forventet å oppnå konstant vekst (Kaldestad & Møller, 2011, s. 45). Dette året er definert som år T, og perioden etter betegnes som «steady state». Inntjeningen til selskapet i «steady state» skal fanges opp av terminalleddet, og basert på forutsetningen om at XXL er et «going concern», vil det siste leddet i de presenterte modellene nedenfor derfor være et terminalledd. Verdien til dette leddet beregnes ved hjelp av Gordons vekstformel som vist under:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{Inntjening i terminalleddet}}{\text{Avkastningskrav} - \text{Evig vekstfaktor}}$$

I likhet med resten av kontantstrømmen, må også terminalverdien diskonteres med relevant avkastningskrav for å estimere nåverdien av dette leddet på verdsettelsestidspunktet.

Terminalverdien utgjør vanligvis en stor del av den totalt estimerte verdien av et selskap. Gordons vekstformel beregner terminalverdien som en evig annuitet, og påvirkes i stor grad av evig vekst i «steady state» og risiko gjenspeilet i avkastningskravet.

### 4.1.2 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden innebærer som nevnt en direkte verdsettelse av egenkapitalen, der framtidig inntjening til egenkapitalen blir diskontert med et tilhørende avkastningskrav. Verdien av egenkapitalen kan beregnes ved hjelp av flere ekvivalente modeller. Vi velger å fokusere på tre av disse, og de er gjort rede for nedenfor. Formlene er hentet fra Knivsflå (2016).

#### Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen

Den frie kontantstrømmen til egenkapitalen er avkastningen eierne får fra selskapet (Damodaran, 2012, s. 13). I denne modellen beregnes verdien av egenkapitalen som summen av nåverdien av de framtidige kontantstrømmene, både i budsjettperioden og terminalleddet. Kontantstrømmene diskonteres med avkastningskrav til egenkapitalen.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T) \cdot (ek_{T+1} - g)}$$

Der:

$VEK_0$  = verdi av egenkapitalen på tidspunkt 0

$FKE_t$  = forventet fri kontantstrøm til egenkapitalen på tidspunkt  $t = 1, 2, \dots, T$

$ek_{k_t}$  = forventet egenkapitalkrav i periode  $t = 1, 2, \dots, T$

$g$  = evig vekst-faktor

#### Superprofitt til egenkapital-modellen

Superprofitten i en periode beregnes som resultatet i den aktuelle perioden minus alternativkostnaden på den kapitalen som er investert, med andre ord avkastningen ut over avkastningskravet (Kaldestad & Møller, 2011, s. 42). Denne modellen beregner verdien av egenkapitalen som summen av balanseført egenkapital og nåverdien av framtidig superprofitt over T perioder og terminalverdien (Penman, 2013, s. 166).

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T) \cdot (ek_{k_{T+1}} - g)}$$

Der:

$VEK_0$  = verdi av egenkapitalen på tidspunkt 0

$EK_0$  = den balanseførte egenkapitalen på tidspunkt 0

$SPE_t$  = forventet superprofitt til egenkapitalen på tidspunkt  $t = 1, 2, \dots, T$

$ekk_t$  = forventet egenkapitalkrav i periode  $t = 1, 2, \dots, T$

$g$  = evig vekst-faktor

### Superprofittvekst-modellen til egenkapitalen

I denne modellen er verdien av egenkapitalen lik summen av nåverdien av et konstant nettoresultat i all framtid og nåverdien av den framtidige veksten i superprofitt, både i budsjettperioden og i terminalleddet (Dyrnes, 2011). Et viktig poeng i denne modellen er at det kun er veksten i superprofitt som skaper verdi, og ikke veksten i nettoresultat til egenkapitalen. I tillegg skaper veksten kun verdi hvis den er lønnsom, altså hvis selskapet gjør investeringer som gir høyere egenkapitalrentabilitet enn det tilhørende kravet. Verdien av egenkapitalen beregnes som følger:

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} \cdot \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_{T+1}) \cdot (ekk_{T+2} - g)} \right\}$$

Der superprofittvekst til egenkapitalen er  $\Delta SPE_t = \frac{(1 + ekk_1) \cdot SPE_t - (1 + ekk_t) \cdot SPE_{t-1}}{1 + ekk_t}$

$VEK_0$  = verdi av egenkapitalen på tidspunkt 0

$NRE_1$  = nettoresultat til egenkapitalen i år 1

$\Delta SPE_t$  = endring i superprofitt til egenkapital i periode  $t = 1, 2, \dots, T$

$ekk_t$  = forventet egenkapitalkrav i periode  $t = 1, 2, \dots, T$

$g$  = evig vekst-faktor

Terminalverdien beregnes her ett år senere enn i de tidligere modellene, fordi vi ser på veksten fra år til år. For å være sikker på at kontantstrømmen har nådd «steady state» i slutten av budsjettperioden, tas ett ekstra år med i nåverdiberegningen.

### 4.1.3 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden brukes for å finne verdien av et selskap, og kan videre brukes til å finne verdien av egenkapitalen ved å trekke gjelden fra totalverdien. Dette er som nevnt en indirekte verdsettelse av egenkapitalen. Selskapskapital kan defineres på flere måter, blant annet som totalkapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital (Knivsfå, 2016). Vi har i

denne oppgaven valgt å fokusere på netto driftskapital, som er summen av egenkapital og netto finansiell gjeld. Verdien av netto driftskapital kan estimeres ved å bruke tilsvarende modeller som under egenkapitalmetoden. Forskjellen er at verdien her beregnes på inntjening og avkastningskrav til netto driftskapital i stedet for egenkapitalen.

### **Fri kontantstrøm til netto driftskapital-modellen**

Denne metoden finner verdien til egenkapitalen ved å diskontere fri kontantstrøm til netto driftskapital med tilhørende netto driftskrav, og trekke fra netto finansiell gjeld (Dahl, 2011, s. 5). Verdien av netto driftskapital finnes som følger:

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_T) \cdot (ndk_{T+1} - g)}$$

Der:

$VNDK_0$  = verdi netto driftskapital på tidspunkt 0

$FKD_t$  = fri kontantstrøm fra driftskapital i periode  $t = 1, 2, \dots, T$

$ndk_t$  = netto driftskrav i periode 1, 2, ..., T

$g$  = evig vekst-faktor

### **Superprofittmodellen til netto driftskapital**

Et selskap forventer en superprofitt når rentabiliteten fra driften er større enn avkastningskravet, og denne modellen beregner nåverdien av netto driftskapital basert på denne meravkastningen (Dyrnes, 2011). Verdien beregnes som summen av balanseført netto driftskapital og nåverdien av framtidig superprofitt i budsjettårene og terminalleddet.

$$VNDK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_T) \cdot (ndk_{T+1} - g)}$$

Der:

$VNDK_0$  = verdi netto driftskapital på tidspunkt 0

$NDK_0$  = den balanseførte netto driftskapitalen på tidspunkt 0

$SPD_t$  = superprofitt fra drift i periode  $t = 1, 2, \dots, T$

$ndk_t$  = netto driftskrav i periode 1, 2, ..., T

$g$  = evig vekst-faktor

### **Superprofittvekst-modellen til netto driftskapital**

Verdien av netto driftskapital er lik summen av en konstant kapitalisert verdi av netto driftsresultat og nåverdien av framtidig superprofittvekst fra drift. Den framtidige veksten gir

kun verdi dersom den er lønnsom (Knivsflå, 2016). Verdien av netto driftskapital beregnes som følger:

$$VNDK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} \cdot \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPD_{T+2}}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_{T+1}) \cdot (ndk_{T+2} - g)} \right\}$$

Der superprofittvekst fra drift er  $\Delta SPD_t = \frac{(1 + ndk_1) \cdot SPD_t - (1 + ndk_t) \cdot SPD_{t-1}}{1 + ndk_t}$

$VNDK_0 =$  verdi netto driftskapital på tidspunkt 0

$NDR_1 =$  netto driftsresultat i periode 1

$\Delta SPD_t =$  superprofittvekst fra drift i periode  $t = 1, 2, \dots, T$

$ndk_t =$  netto driftskrav i periode 1, 2, ..., T

$g =$  evig vekst-faktor

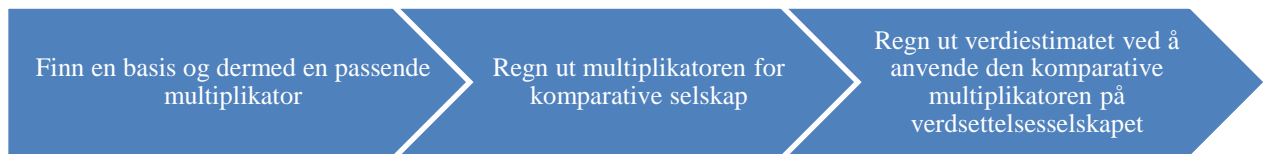
## 4.2 Komparativ verdivurdering

En komparativ verdivurdering er en markedsbasert tilnærming, der aksjeverdien estimeres ut fra hva lignende selskap sine aksjer omsettes for i markedet (Kaldestad & Møller, 2011, s. 31). Denne metoden antar at verdsettelsesselskapet prises likt som de komparative selskapene, og baserer seg på markedsverdien på aksjer fra flere sammenlignbare selskap. I likhet med den fundamentale verdivurderingen, kan egenkapitalen estimeres enten direkte eller indirekte i en komparativ verdivurdering.

Vi velger å presentere to modeller under komparativ verdivurdering, der begge finner et estimat på egenkapitalverdien i et selskap. De to modellene er multiplikatormodellen og substansverdimodellen.

### 4.2.1 Multiplikatormodellen

Multiplikatormodellen tar utgangspunkt i en basis, for eksempel en resultat- eller balansestørrelse, som multipliseres med en komparativ multiplikator for å estimere et selskaps virkelige aksjeverdi (Dyrnes, 2004, s. 43). Multiplikatoren er et forholdstall som beregnes ved å dividere aksjeprisen eller selskapsverdien på den samme størrelsen som blir brukt som basis. For verdsettelsesselskapet er nevneren i multiplikatoren og basisen lik, og dette krever en viss konsistens mellom leddene. En framgangsmåte ved bruk av multiplikatormodellen er illustrert i figur 4-1.



*Figur 4-1: Rammeverk for verdivurdering ved bruk av multiplikatormodellen (Palepu, Healy, & Peek, 2013, s. 287)*

Den komparative multiplikatoren er for eksempel gjennomsnittet av alle selskapenes egne multiplikatorer (Dyrnes, 2004). Det er derfor viktig at multiplikatorene er beregnet på samme måte og for samme tidsperiode både i de komparative selskapene og i verdsettelsesselskapet. Hvis prisen på de komparative selskapene er påvirket av betydelige engangshendelser, er det viktig at multiplikatorene blir justert for dette. Ved bruk av multiplikatormodeller i en verdivurdering er valg av komparative selskap avgjørende. Utgangspunktet er at selskapene må være sammenlignbare basert på flere forhold, blant annet risiko, avkastning og drift.

Multiplikatorer som brukes i en verdsettelse kan deles inn i to grupper – markedsverdi av egenkapital og markedsverdi av selskapskapital (Dyrnes, 2004). Egenkapitalmultiplikatorene betegnes som P, for «Price», og her finner vi multiplikatorer som for eksempel P/E (pris/fortjeneste) og P/B (pris/bok). Selskapskapitalmultiplikatorer betegnes som EV, for «Enterprise Value». Utgangspunktet er markedsverdien av selskapskapitalen, og tar således hensyn til hvordan de ulike selskapene er finansiert. De inkluderer følgelig ikke den feilkilden som ulik finansieringsstruktur vil kunne representere i beregningen av multiplikatorene.

Det er både fordeler og ulemper ved bruk av multiplikatormodellen (Kaldestad & Møller, 2011, ss. 156-157). Metoden er mye brukt i praksis ettersom den er enkel og lite tidkrevende. I tillegg er verdiene som estimeres basert på det markedet er villig til å betale for denne type selskap i dag. På motsatt side kan det være enkelt å misbruke metoden, da det er mulig å påvirke verdien i en bestemt retning ved å utelate selskap eller multiplikatorer som gir et annet svar enn det som ønskes. Det kan også være utfordrende å finne sammenlignbare selskap.



Det er flere multiplikatorer å velge mellom i en komparativ verdivurdering, der vi har valgt å presentere to av de mest vanlige innen hver av egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Disse er pris/bok (P/B), pris/fortjeneste (P/E), EV/EBIT og EV/Salg.

### **Egenkapitalmetoden**

Egenkapitalmultiplikatorer baserer seg som nevnt på markedsverdien av egenkapitalen, altså den totale børsverdien av selskapets aksjer. Verdiestimatet på egenkapitalen beregnes ved å multiplisere den komparative multiplikatoren med basisen til verdsettelsesselskapet (Dyrnes, 2004). Basis under egenkapitalmetoden er typisk bokført egenkapital per aksje eller fortjeneste per aksje.

Den komparative verdimultiplikatoren estimeres ved følgende formel, og er gjennomsnittet av pris dividert på basis for hvert av de komparative selskapene.

$$\text{Komparativ multiplikator } (m_k) = \frac{\text{Pris}}{\text{Basis for komparativ verdsettelse per aksje}}$$

### **Pris/bok (P/B)**

P/B-multiplikatoren beregnes som følger:

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Bokført egenkapital per aksje}}$$

Bokført verdi av egenkapitalen representerer aksjonærenes investeringer i selskapet. Den bokførte verdien av egenkapitalen måler derimot ikke den reelle verdien av aksjonærenes investeringer, ettersom verdien er avhengig av hvor mye investeringen er forventet å gi i avkastning i framtiden (Penman, 2013, s. 141). En høy P/B-multiplikator indikerer at markedet har tro på høy verdiskapning for selskapet i tiden som kommer. En P/B-multiplikator under 1 betyr det motsatte, der det er forventet at selskapet gjennom svak inntjening vil forringe verdier for investorene (Kaldestad & Møller, 2011, s. 161).

### **Pris/fortjeneste (P/E)**

P/E-multiplikatoren beregnes som følger:

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste (Earnings)}} = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Fortjeneste per aksje}}$$

---

Der:

$$\text{Fortjeneste per aksje} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til egenkapital}}{\text{Antall utestående aksjer}}$$

Denne multiplikatoren sammenligner dagens pris med forventet fortjeneste i framtiden (Penman, 2013, s. 50). Prisen reflekterer markedets forventning om hvor høy inntjeningen i framtiden vil bli, og fortjeneste per aksje illustrerer dagens inntjening. Hvis det forventes betydelig høyere inntjening i framtiden enn det som er i dag, bør P/E-multiplikatoren være høy. Det kan dermed sies at P/E-multiplikatoren reflekterer forventet inntjeningsvekst.

### Selskapskapitalmetoden

Tilsvarende som for fundamental verdivurdering, velger vi også her netto driftskapital som definisjon på selskapskapital. Den komparative multiplikatoren blir multiplisert med en basis for å beregne verdien av netto driftskapital, før netto finansiell gjeld trekkes fra for å finne verdien av egenkapitalen.

$$\text{Verdien av egenkapitalen} = \text{VNDK} - \text{NFG} = (m_k \cdot \text{Basis}) - \text{NFG}$$

Der:

$\text{VNDK} = \text{verdien av netto driftskapital}$

$\text{NFG} = \text{netto finansiell gjeld}$

$m_k = \text{den komparative multiplikatoren}$

### EV/EBIT-multiplikatoren

EV/EBIT-multiplikatoren gjør det mulig å sammenligne den underliggende driften til flere selskap (Kaldestad & Møller, 2011, s. 160). Ved å se på EBIT og ikke EBITDA, tar multiplikatoren i en viss grad hensyn til investeringsbehovet gjennom å inkludere avskrivninger. Denne multiplikatoren beregnes som følger:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld} - \text{Kontanter}}{\text{Driftsresultat}}$$

Siden renteinntekter ikke er en del av EBIT, trekkes de finansielle kontantene ut av selskapsverdien. Hvis dette ikke gjøres, medfører det en overvurdering av multiplikatoren (Damodaran, 2012, s. 501).

I likhet med P/E, ser EV/EBIT på verdi i forhold til resultat, men EV/EBIT tar imidlertid hensyn til forskjeller i finansieringsstruktur blant selskapene. EV/EBIT har likevel svakheter, blant annet fordi den ikke tar hensyn til forskjeller i investeringsrisiko. Multiplikatoren må derfor brukes sammen med andre modeller for å gi et helhetlig bilde av selskapet (Kaldestad & Møller, 2011, s. 161).

### ***EV/Salg***

EV/Salg måler verdien av et selskap ved å sammenligne forholdet mellom selskapsverdien og salgsinntektene som selskapet genererer (Damodaran, 2012, s. 542). EV/Salg-multiplikatoren beregnes som følger:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Salg}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld} - \text{Kontanter}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Fordelen med denne multiplikatoren er at den kan brukes til sammenligning av selskap som går med underskudd, og således vurdere hvilket potensiale som ligger i selskapets totale drift (Kaldestad & Møller, 2011, s. 159). Sammenligningen mellom selskapene sine inntekter er derimot overordnet, og gir ikke en presis sammenligning med mindre selskapene har like marginer.

### ***4.2.2 Substansverdimodellen***

I en substansverdivurdering blir verdien av selskapskapitalen estimert ved at eiendelene som selskapet eier blir sammenlignet med salgsverdien på tilsvarende eiendeler (Knivsflå, 2016). For å finne substansverdien av egenkapitalen må gjelden trekkes fra den estimerte verdien av selskapskapitalen. I mange tilfeller eksisterer det imidlertid ikke et aktivt marked for selskapets eiendeler. Salgsverdiene erstattes i de tilfellene ofte med gjenanskaffelsesverdier, der verdiene er justert for verdiforringelse (Dahl et al., 1997, s. 13).

Forskjellen i forhold til en fundamental verdivurdering er måten verdien av selskapets eiendeler beregnes på. Etter substansverdimodellen blir ikke eiendelene vurdert etter hva de brukes til i dag, men kun etter hva dagens salgsverdi er (Kaldestad & Møller, 2011, s. 169).

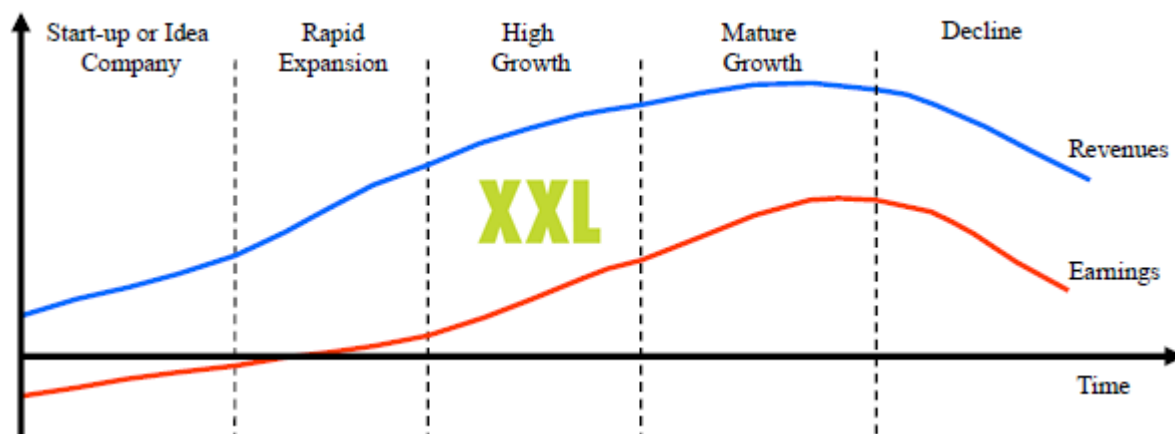
### 4.3 Opsjonsbasert verdivurdering

I en opsjonsbasert verdivurdering blir en eiendel med samme egenskaper som en opsjon, verdsatt ved bruk av en opsjonsprisindemodell. Hvis kontantstrømmen er betinget av om en hendelse inntreffer eller ikke, tilsvarende om en opsjon benyttes eller ikke, kan verdien av en eiendel være høyere enn nåverdien av den forventede kontantstrømmen (Damodaran, 2012, ss. 23-24). Denne forståelsen har vokst fram som følge av utviklingen i opsjonsbaserte modeller. Disse modellene var i utgangspunktet brukt til å verdsette noterte opsjoner, men i de senere årene har de blitt mer vanlige å bruke til verdsettelse av selskap.

En opsjon gir eieren en rettighet, men ikke en plikt, til å kjøpe eller selge en aksje til en gitt pris. På samme måte kan et selskap ha en rett, men ikke en plikt, til å for eksempel gjøre en bestemt type investering (Kaldestad & Møller, 2011). I enkelte situasjoner vil en fundamental verdivurdering undervurdere verdien av verdsettelsesobjektet, siden verdien av å besitte en slik rettighet ignoreres. I bransjer som er preget av høy usikkerhet, kan kontantstrømbaserte verdsettelsesmetoder ofte ikke være tilstrekkelig (Kaldestad & Møller, 2011, s. 194). I tilfeller der usikkerheten til framtiden er stor, vil opsjonsbasert verdivurdering være en aktuell metode som kan brukes i tillegg til tradisjonelle verdivurderingsmetoder.

### 4.4 Begrunnelse og valg av metode

Optimalt bør det benyttes flere tilnærminger i en verdivurdering. Dette bør gjøres selv om Gjesdal (2012) argumenterer for at verdien blir den samme uavhengig av hvilken metode som blir brukt, så lenge de baseres på de samme forutsetningene. I praksis er det vanlig å ende opp med varierende verdier, der de inntjeningsbaserte og markedsbaserte tilnærmingene normalt gir de mest pålitelige svarene. En bør derfor søke å kombinere noen varianter av disse metodene. Valg av metode vil avhenge av forhold knyttet til den virksomheten som skal verdsettes. Det er vanlig å se på hvilken bransje verdsettelsesselskapet er en del av, samtidig som at fasen i livssyklusen er avgjørende (Kaldestad & Møller, 2011, ss. 33-34).



Figur 4-2: Valg av verdsettelsesmetode utfra hvor XXL plasseres i Damodarans livssyklus

I Damodarans (2012, s. 645) livssyklus har vi valgt å plassere XXL i fasen «high growth», illustrert i figur 4-2. XXL er et relativt ungt selskap, spesielt i det svenske og finske markedet, og selskapstallene viser at de har vekst i både inntekter og overskudd. Det er vurdert at veksten vil være en stor del av selskapets framtid, siden de samtidig med ekspandering til nye markeder, også har vekst i den eksisterende driften. Basert på selskapets 15 år lange erfaring i Norge, vurderer vi at konsernet samlet sett er forbi fasen «rapid expansion», selv om denne fasen kunne vært passende for driften utenfor Norge. Grunnen til at vi legger mest vekt på den norske driften, er at over 50 % av omsetningen genereres her. I fasen «mature growth» har selskap en stabil vekstfase, men vi mener at XXL ikke har kommet dit enda på grunn av en fremdeles høy årlig vekst.

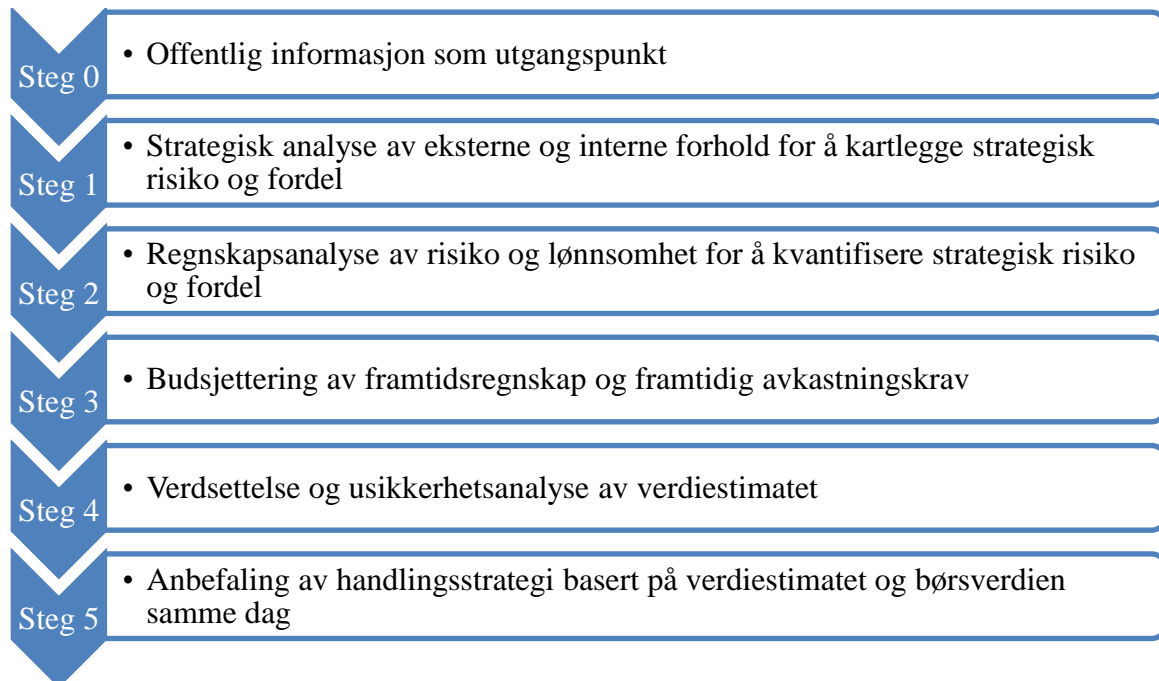
Vi har tilgang på mye informasjon om XXL fra flere år tilbake i tid, i tillegg til en del informasjon om bransjen. Basert på dette, og momentene ovenfor, har vi grunnlag for å gjøre en fundamental verdivurdering. Videre finner vi flere andre børsnoterte varehandelsselskap som kan brukes til komparativ og multipelbasert verdivurdering, og vi bruker derfor denne metoden som en supplerende verdivurdering. Substansverdimodellen passer best i bransjer der det er «lett» å finne verdien på komparative eiendeler, som i eiendomsbransjen. Opsjonsbasert verdivurdering tar større hensyn til høy vekst og usikkerhet enn fundamental verdivurdering, og passer derfor best som supplerende verdsettelsesmetode til selskap tidlig i livssyklusen.

Ved å bruke to verdsettelsesmetoder for å finne aksjeverdien for XXL, har vi høyere sannsynlighet for å estimere en pålitelig og «riktig» verdi. Under de to metodene har vi valgt

å bruke flere modeller, noe som blant annet skal bidra til å redusere risikoen for at vi gjør tekniske feil i anvendelsen av metodene. Aksjeverdien finner vi ved å estimere en verdi av egenkapitalen, og deretter dele denne verdien på antall utestående aksjer på verdsettelsestidspunktet. Vi har valgt å finne verdien av egenkapitalen både direkte og indirekte i begge metodene. I den fundamentale verdivurderingen brukes de tre modellene vi har presentert i dette kapitlet, og i multiplikatormodellen finnes aksjeverdien ved hjelp av de fire multiplikatorene vi har presentert ovenfor.

## 4.5 Rammeverk for fundamental verdivurdering

Ettersom vi har valgt å gjøre en fundamental verdivurdering av XXL, blir Knivsflås (2016) rammeverk rundt denne modellen kort presentert i figur 4-3. Dette er oppskriften vi følger i det videre arbeidet med verdsettelsen av XXL.



Figur 4-3: Rammeverk for fundamental verdivurdering i fem steg, fra strategisk analyse og regnskapsanalyse til utarbeidelse av framtidsregnskap, samt verdsettelse og handling. Kilde: Egenkomponert, basert på Knivsflås (2016) sitt rammeverk

Rammeverket er en modell i fem steg, der utgangspunktet er å få innsikt i selskapets underliggende økonomiske forhold gjennom offentlig informasjon. For å analysere denne informasjonen, starter vi med en strategisk analyse av eksterne (bransje) og interne (ressurser) forhold for å kartlegge selskapets strategiske risiko og fordel.

Deretter gjennomfører vi en regnskapsanalyse, som er en kvantitativ analyse basert på offentlige regnskapstall. Det er nødvendig å omgruppere regnskapstallene slik at de samsvarer med et investororientert fokus, og det blir gjort som en forberedelse til regnskapsanalysen. Hvis det er avdekket målefeil i regnskapet, blir disse vurdert og eventuelt justert før forholdstallsanalysen blir utført.

Til sammen danner de to første trinnene en «strategisk regnskapsanalyse», som legger grunnlaget for en regnskapsmessig og strategisk budsjettering, bestående av et framtidsregnskap og et avkastningskrav. Vi beregner det fundamentale verdiestimatet ved å diskontere inntjeningen i framtidsregnskapet med tilhørende avkastningskrav. Som en avslutning på den fundamentale verdivurderingen utfører vi analyser for å synliggjøre usikkerheten i verdiestimatet. Til slutt anbefaler vi en handlingsstrategi basert på det endelige verdiestimatet.

## 5. AVKASTNINGSKRAV

En investor forventer avkastning på den kapitalen som er skutt inn i et selskap, der avkastningen minst skal kompensere for risiko, inflasjon og tidsverdi (Kaldestad & Møller, 2011, s. 105). Avkastningskravet viser hvor mange prosent av den investerte kapitalen investoren minst krever å få igjen for å være villig til å gjennomføre en investering.

I en fundamental verdivurdering er avkastningskravet spesielt viktig ettersom det brukes som diskonteringsrente i nåverdiberegningen av inntjeningen (Dahl et al., 1997, s. 39). Avhengig av hvilken verdi som skal finnes, må det beregnes et relevant avkastningskrav. Ettersom vi har valgt å finne verdien av egenkapitalen til XXL både direkte og indirekte, skal vi se nærmere på ulike tilnærminger for å finne avkastningskrav til bruk i disse to metodene. Som ellers i en verdivurdering, er også beregningen av avkastningskrav en blanding mellom teori og skjønn. Utgangspunktet for kravet til egenkapitalen er kapitalverdimodellen, og WACC<sup>3</sup> er utgangspunktet for å finne kravet til netto driftskapital.

### 5.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

Kapitalverdimodellen er den vanligste modellen for å finne avkastningskravet til egenkapitalen (Kaldestad & Møller, 2011, s. 105). Modellen er relativt enkel og har sine svakheter, men alternativene er vesentlig mer kompliserte og har ikke tilsvarende høy forklaringskraft. Kapitalverdimodellen er illustrert ved følgende formel:

$$ekk = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Der:

*ekk = avkastningskrav til egenkapitalen*

*R<sub>f</sub> = risikofri rente*

*β = beta til egenkapitalen*

*R<sub>m</sub> = avkastning på markedsporteføljen*

I denne modellen beregnes avkastningskravet ut fra to referanseplasseringer for investors kapital (Dahl et al., 1997, s. 41). Den risikofrie renten er avkastningen på en risikofri plassering, og dermed minstekravet for enhver investering med risiko høyere enn null (Kaldestad & Møller, 2011, s. 108). Den andre delen av formelen utgjør en premie for

---

<sup>3</sup> WACC (Weighted Average Cost of Capital) = vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad



systematisk risiko. Markedsporteføljen tilsvarer totalindeksen på Oslo Børs, og avkastningen til markedsporteføljen er summen av den risikofrie renten og markedets risikopremie. Den sistnevnte er den avkastningen investorer forventer å få ut over den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2011, s. 117). Sammenhengen mellom markedsporteføljens avkastning og markedets risikopremie er:

$$\text{Markedsrisikopremie} = \text{Avkastning på markedsportefølje} - \text{Risikofri rente}$$

og kapitalverdimodellen kan på en annen måte skrives som følger:

$$ekk = R_f + \beta * mrp$$

Der:

$ekk$  = avkastningskrav til egenkapitalen

$R_f$  = risikofri rente

$\beta$  = beta til egenkapitalen

$mrp$  = markedsrisikopremie

Den siste faktoren i kapitalverdimodellen er beta til egenkapitalen. Beta er et mål på risikoen til den enkelte aksje sett relativt til aksjemarkedet, og skal reflektere hvor disponert et selskap er for den generelle markedsrisikoen (Kaldestad & Møller, 2011, s. 111). En betaverdi lik 1 tilsier at aksjen svinger i takt med gjennomsnittet av det totale aksjemarkedet, mens en betaverdi over 1 betyr at aksjen er mer volatil, har høyere risiko og kan gi en høyere avkastning enn markedet. Det motsatte gjelder når betaverdien er under 1. Hvis betaverdien er 0 er det en risikofri plassering. Betaverdien beregnes som et produkt av samvariasjonen og den relative volatiliteten mellom selskapet og markedet, og beregnes som følger:

$$\beta_{EK} = \frac{Kov(R_A, R_m)}{\sigma^2(R_m)}$$

Der:

$\beta_{EK}$  = egenkapitalbeta

$R_A$  = avkastningen til aksjen

$R_m$  = avkastning på markedsporteføljen

$Kov$  = kovarians

$\sigma^2$  = varians

I praksis er det vanlig å korrigere for skatt ved bruk av kapitalverdimodellen, og korrigeringen gjøres gjennomgående på den risikofrie renten (Dahl et al., 1997). Kapitalverdimodellen etter skatt ser følgelig slik ut:

$$ekk = R_f * (1 - s) + \beta * (R_m - R_f * (1 - s))$$

Der:

$ekk$  = avkastningskrav til egenkapitalen

$R_f$  = risikofri rente

$s$  = nominell selskapsskattesats

$\beta$  = beta til egenkapitalen

$R_m$  = avkastning på markedsporteføljen

## 5.2 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Netto driftskapital er summen av egenkapital og netto finansiell gjeld, og kravet til netto driftskapital består dermed av et egenkapitalkrav og et netto finansielt gjeldskrav. Netto finansiell gjeld er differansen mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler, og kravet til netto finansiell gjeld beregnes ved vektning av de to delenes krav.

Gjeldskravet estimeres vanligvis ved å se på selskapets faktiske rentekostnader, eller ved å ta utgangspunkt i markedsrenten. Ved beregning av historisk avkastningskrav er det mulig å bruke selskapets faktiske rentekostnader, ettersom de foreligger tydelig i regnskapet for de respektive årene. I beregningen av framtidskravet er det derimot mest naturlig å bruke markedsrenten, ettersom lån kan refinansieres innen kort tid, og renten vil derfor på sikt mest sannsynlig gå mot markedsrenten (Kaldestad & Møller, 2011, s. 123). Problemet med å bruke markedsrenten er at den ikke er bedriftstilpasset. I beregningen av framtidskrav har vi derfor valgt å bruke den risikofrie renten etter skatt pluss en kredittrisikopremie basert på selskapets konkursrisiko (Damodaran, 2012, s. 211). Denne premien skal kompensere for den risikoen kreditor tar for å låne penger til et selskap med en gitt konkursrisiko, og gjør at gjeldskravet er spesielt for det selskapet som skal verdsettes. For å ha kontinuitet i beregningen av krav, estimerer vi historisk gjeldskrav på samme måte som framtidskravet. Beregningen av konkursrisikoen gjøres i forbindelse med fastsettelsen av selskapets syntetiske rating i kapittel 8.3 og 12.2.1.

---

Finansielt eiendelskrav beregnes basert på allerede presenterte faktorer, som risikofri rente, markedsrisikopremie og kredittrisikopremie. Mer om den praktiske beregningen presenteres i kapittel 9.2.2. Både eiendelskravet og netto finansielt gjeldskrav er vektete krav, og bygger på WACC-formelen som presenteres i det følgende.

### 5.3 Avkastningskrav til netto driftskapital

WACC, Weighted Average Cost of Capital, brukes for å finne et krav som den vektete summen av to eller flere andre krav (Kaldestad & Møller, 2011, s. 106). Vi bruker WACC i flere tilfeller, der beregningen av kravet til netto driftskapital er det mest sentrale. Ved vektning av egenkapital og netto finansiell gjeld blir beregningen av avkastningskrav til netto driftskapital etter skatt som følger:

$$\text{Netto driftskrav} = ekk * \frac{EK}{EK + NFG} + nfgk * \frac{NFG}{EK + NFG}$$

Der:

*ekk* = avkastningskrav til egenkapital

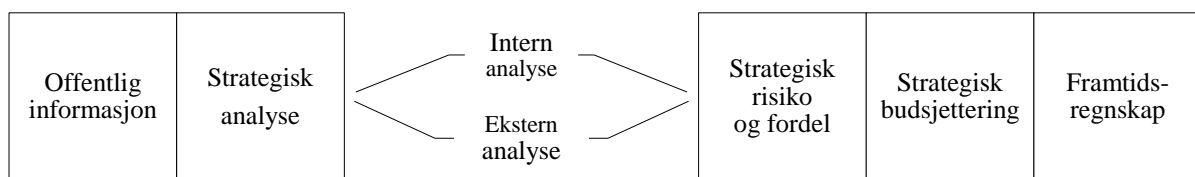
*EK* = verdi av egenkapitalen

*NFG* = verdi av netto finansiell gjeld

*nfgk* = netto finansielt gjeldskrav

## 6. STRATEGISK ANALYSE

Med utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon skal den strategiske analysen vurdere XXLs styrker og svakheter, samt muligheter og trusler i bransjen. Analysen skal synliggjøre XXLs strategiske posisjon i markedet, og om de har en evne til å generere en strategisk fordel der avkastningen overgår avkastningskravet (Knivsflå, 2016). Samtidig skal analysene kartlegge om XXL har en varig konkurransefordel. Informasjonen fra den strategiske analysen brukes videre for å skape et bilde av hvordan selskapet og bransjen kommer til å utvikle seg de neste årene, noe som igjen danner grunnlag for utformingen av framtidsregnskapet. Vi følger Knivsflås rammeverk for strategisk analyse, vist i figur 6-1.



Figur 6-1: Rammeverk for strategisk analyse (Knivsflå, 2016)

Analysen tar utgangspunkt i offentlig informasjon for å kartlegge interne og eksterne fordeler og risikoer som bygges på i strategisk budsjettering og i framtidsregnskapet

Siden XXL opererer i Norge, Sverige og Finland, må vi i de strategiske analysene ta hensyn til forskjeller i disse tre markedene. Landene er relativt like på grunnleggende områder, der alle for eksempel er velfungerende demokratier. Samtidig er det også forskjeller blant markedene, der ulike makroøkonomiske faktorer påvirker hvert land forskjellig. Selv om Norge er XXLs hjemland og deres viktigste marked, tar Sverige og Finland stadig mer plass i konsernet.

Vi begynner med å gjøre en ekstern analyse (bransjeanalyse) ved hjelp av modellene PESTEL og Porters fem krefter. Deretter gjør vi en intern analyse av selskapet, en ressursanalyse, basert på modellen VRIO. Til slutt oppsummerer vi de to analysene i en SWOT-matrise.

### 6.1 Ekstern analyse

En ekstern analyse skal gi innsikt i forhold som påvirker bransjen, og analysere om det foreligger en bransjeorientert strategisk fordel. For å kartlegge bransjefordeler og -ulempet utfører vi som nevnt analysene PESTEL og Porters fem krefter, som kartlegger makroøkonomiske og mikroøkonomiske forhold.

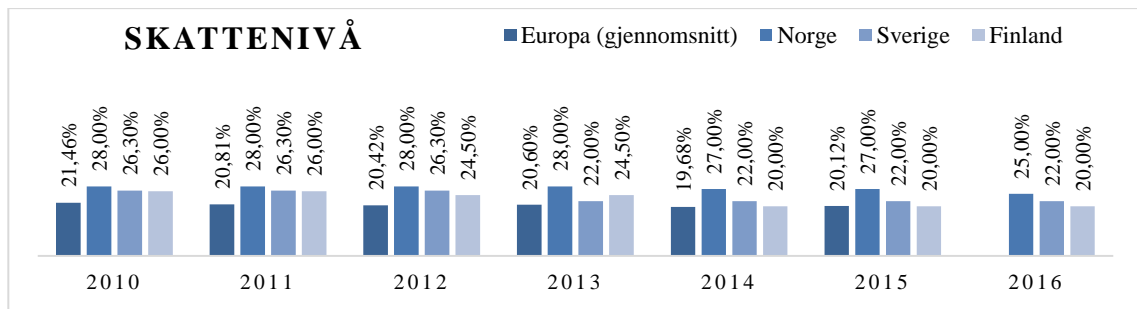
### **6.1.1 PESTEL-analyse**

PESTEL er en analyse som vurderer hvordan 6 forskjellige makroøkonomiske faktorer påvirker rentabiliteten i bransjen i dag og i framtiden, der de 6 faktorene som vurderes er politiske (P), økonomiske (E), sosiale (S), teknologiske (T), miljømessige (E) og legale (L) forhold (Johnson, Whittington, & Scholes, 2012, s. 21). Vi ønsker å finne de mest kritiske omgivelsesfaktorene, og analysere hvilke av de som er viktigst i dag og hvilke som vil være viktigst de kommende årene (Løwendahl & Wenstøp, 2010, s. 230). Hver faktor blir oppsummert med en vurdering av hvilken påvirkning denne faktoren vil ha på budsjettperioden, gradert med veldig negativ, negativ, nøytral, positiv og veldig positiv.

#### **Politiske og legale faktorer**

Politiske faktorer framhever rollen til det offentlige, mens juridiske faktorer omhandler endringer i lover og regler. Skillet mellom disse to faktorene er vagt, og vi har derfor valgt å se på de sammen.

Offentlige instanser påvirker lands næringsliv via ulike bestemmelser, og mange av disse bygger på like prinsipper i både Norge, Sverige og Finland. Det gjelder blant annet selskapsskattesatsen, som i de tre landene er på henholdsvis 25 %, 22 % og 20 % i 2016 (KPMG, 2016). Satsen i Norge ble nylig redusert fra 27 %, en reduksjon i tråd med en utredning fra Scheel-utvalget som foreslår at selskapsskattesatsen skal tilpasses den internasjonale utviklingen med lavere satser (Regjeringen, 2014). Utvalget foreslår at skattesatsen på sikt skal reduseres til 20 % og således redusere overskuddsflytting til land med et lavere skattenivå. Som figur 6-2 viser er skattenivået i Sverige og Finland nærmere gjennomsnittet i Europa, og på et lavere nivå enn i Norge. Trenden viser at skattenivået har blitt redusert i de tre landene de siste årene, men Norge ligger fremdeles på et høyere nivå. Reduksjon i skattesatsen medfører skattelette for sportskjedene i alle de tre markedene, som igjen kan føre til generelt høyere lønnsomhet.



Figur 6-2: Utvikling i nominelle skattesatser i Europa (gjennomsnitt), Norge, Sverige og Finland, i perioden 2010-2016 (KPMG, 2016)

Ved privat innførsel av varer til Norge må forbrukere betale merverdiavgift eller toll hvis sendingen har en verdi på over 350 NOK (Tolldirektoratet, 2015). Denne grensen ble økt fra og med 2015, og medførte mye motstand i næringslivet og fra handelsvirksomhetene. En økning i grensen gjør at det kan bli mer attraktivt og billigere for nordmenn å kjøpe varer fra utlandet over nett, da terskelen for å betale avgifter blir høyere. Regjeringen varslet en økning fra 200 NOK til 500 NOK, men valgte å sette grensen til 350 NOK. Argumentene mot en økning av grensen var at butikkene ville møte større konkurranse fra e-handelen, samtidig som at omsetningen i større grad kom til å tilfalle utlandet. Hvis disse antakelsene stemmer, og grensen økes ytterligere i årene framover, kan dette gi direkte innvirkning på sportsbransjen i Norge ved økt konkurranse via netthandel fra utlandet.

Sverige og Finland er medlem av EU, og har i utgangspunktet ikke grenser for betaling av toll og merverdiavgift ved innførsel av varer fra andre EU-land. Hvis forbrukerne derimot handler fra land utenfor EU, trår det i kraft tilsvarende regler som i Norge. Landene har tollgrenser på henholdsvis 1500 SEK og 150 Euro, samt en grense for betaling av merverdiavgift på 22 Euro i Finland (Tullverket, 2016) (Tulli, 2015). I Sverige må det alltid betales merverdiavgift hvis det handles med land utenfor EU. Disse grensene er generelt høyere enn de som er i Norge, og har vært stabile i de senere årene. Vi kan ikke se tegn på at grensene vil endres i årene framover.

Regjeringen i Norge har et ønske om søndagsåpne butikker, men har møtt motstand fra næringslivet. Statsministeren har uttrykt at dette kan være en av sakene som Regjeringen ikke vil få gjennom (Dagbladet, 2015). Likevel er ikke saken lagt helt på is, og Regjeringen vil fremme forslag for Stortinget om å få en avklaring i denne saken. Det kan argumenteres for at en innføring av søndagsåpne butikker i Norge kan føre til økte utgifter for butikkene, da de som minstekrav må ha ansatte i arbeid de timene de har åpent. Samtidig er det ikke gitt

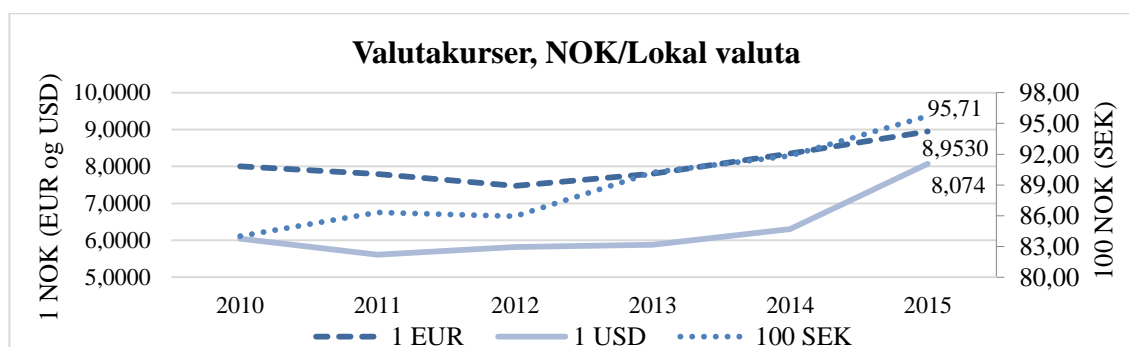
at den totale omsetningen vil øke, da det er mulig at salget heller fordeler seg på én ekstra dag. På en annen side har Sverige og Finland allerede søndagsåpne butikker, og markedene der er relativt like som i Norge. Det indikerer at Regjeringens forslag ikke nødvendigvis vil ha negativ innvirkning på bransjen.

Sportsbransjen er ikke en bransje som i stor grad er påvirket av særregler, og vi kan ikke se at legale forhold påvirker sportsbransjen av betydelig omfang. Oppsummert vurderer vi at effekten fra både politiske og legale forhold vil være nøytral i prognoseperioden.

### Økonomiske faktorer

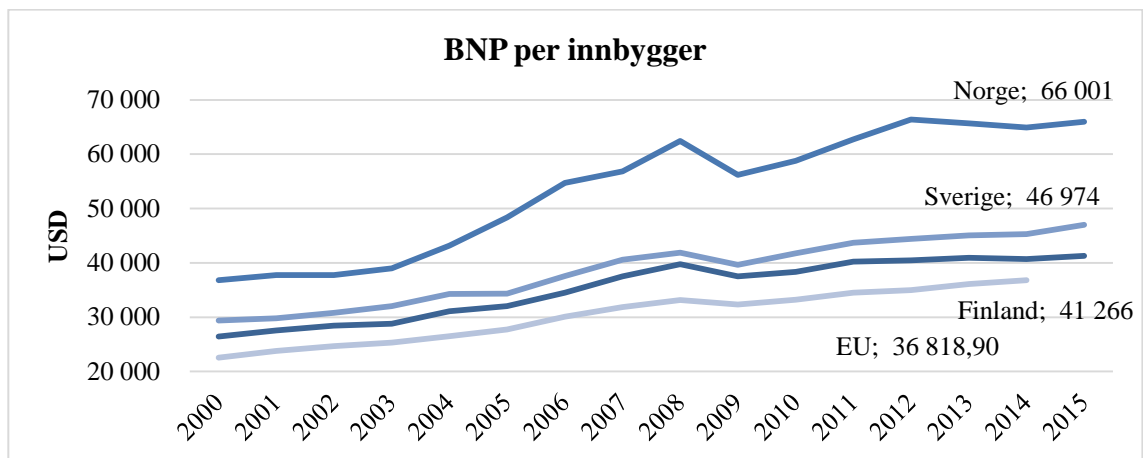
Økonomiske forhold relaterer seg til faktorer som for eksempel valutakurser, rentenivå og konjunkturer. Dette påvirker nasjonaløkonomien i de respektive land og verdensøkonomien for øvrig.

Valutakursene i Norge, Sverige og Finland er noe endret fra 2010. Figur 6-3 viser at den norske kronen er svekket mot både euro, dollar og den svenske kronen. Ifølge analytikere har ikke den norske kronen vært svakere på 40 år, og de blir stadig mer pessimistiske til utviklingen. Den store nedgangen i Norge kommer som følge av at oljenæringen er inne i en nedgangsperiode. Det er usikkert hvor lenge denne perioden vil vare og hvor hardt den vil ramme den norske økonomien (E24!, 2015b). Den svake valutaen kommer også av den lave styringsrenten, og i 2015 ble styringsrenten i Norge redusert til 0,75 prosent. Ettersom det er forventet at styringsrenten kan bli redusert ytterligere, vil kronen kunne holde seg svak. En svak kronekurs gjør norsk eksport populær ved at varer og tjenester blir billigere, mens det samtidig blir dyrere å importere varer til Norge. For sportsbransjen vil dette påvirke marginene ved import av varer, da innkjøpsprisen vil øke som følge av valutaendringene.



Figur 6-3: Utvikling i valutakursen i perioden 2010-2015. Figuren viser forholdet mellom NOK og Euro, USD og SEK (Norges Bank, 2016c)

Konjunktursvingninger kan føre til at forbrukerne blir mer sparsommelige, og reduserer forbruket av varer de ikke anser som viktige. Dette kan ramme sportsbransjen, da mange av varene som der er i omløp ikke kan klassifiseres som nødvendige varer. Vi ser i figur 6-4 at den prosentvise økningen i brutto nasjonalprodukt (BNP) per innbygger er høyest i Sverige. Svensk økonomi går bedre enn tidligere, og det er spådd at den lange lavkonjunktoren snart er over. Det er hovedsakelig husholdningenes etterspørsel som har trukket veksten opp, samt det lave rentenivået. Den svenske kronen styrker seg også etter den positive utviklingen den siste tiden (Nettavisen, 2015). OECD sin oppsummering av den svenske økonomien tilsier at produksjonen vil fortsette å vokse, og er en effekt av lave renter og stigende lønninger. Produksjonen vil løfte forbruket, inflasjonen og sysselsettingen, samtidig som at arbeidsledigheten vil avta (OECD, 2015b). I Sverige kan dette medføre forbedret økonomi for forbrukerne, samt økt omsetning for sportsbransjen.



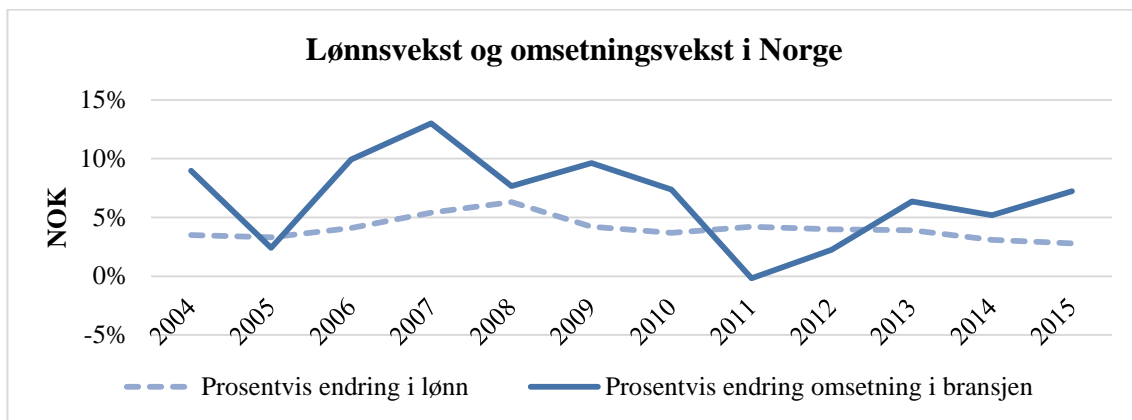
Figur 6-4: Utvikling i BNP per innbygger i Norge, Sverige, Finland, EU fra år 2000-2015. Figuren viser tall i USD (OECD Data, 2016)

Finsk økonomi er påvirket av handelsrestriksjoner med Russland samt den generelle økonomiske tilbakegangen russerne har hatt som følge av fallet i oljeprisen (E24!, 2015a). Eksportveksten er fremdeles dempet på tross av svakere euro, samtidig som at den globale etterspørselen er svekket. Nasjonal etterspørsel er avventende på grunn av økende arbeidsledighet og lav inntektsvekst (OECD, 2015a). Ifølge OECD er den finske økonomien ventet å styrke seg i 2016, etter at den langsomt har kommet ut av en lang nedgangsperiode.

Den norske økonomien har som nevnt blitt påvirket av nedgangen i oljenæringen, og en redusert etterspørsel i denne næringen bidrar til en svak aktivitetsutvikling i norsk økonomi. SSB hevder at «svak utvikling i sysselsettingen og lav reallønnsvekst trekker utviklingen i husholdningenes inntekter ned i år og neste år» (Statistisk sentralbyrå, 2015). Utsiktene for

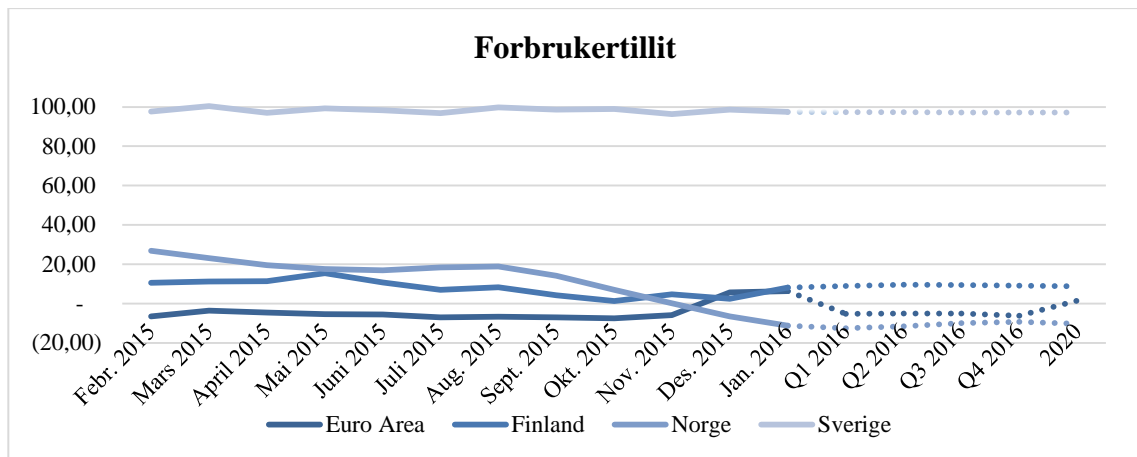


framtiden tilsier at et lavt rentenivå og lavere skatter imidlertid kan føre til høyere inntekter for husholdningene, men inntektsveksten vil likevel i følge SSB bli lavere i 2016 enn tidligere år. Konsumet i husholdningene framover vil trolig ha en moderat vekst, men likevel slik at den følger inntektsutviklingen. Imidlertid viser figur 6-5 at omsetningsveksten i sportsbransjen stort sett har vært høyere enn lønnsveksten i Norge de siste årene. Det vil si at nordmenn gjerne bruker mer og mer av lønnen sin på sportsutstyr, men vi ser også at sportsutstyr blir nedprioritert i enkelte tider. Figuren viser at det ikke er en sterk positiv korrelasjon mellom lønnsutvikling og omsetning i sportsbransjen. Det tyder på at en framtidig nedgang i lønnsnivået i Norge ikke nødvendigvis vil ha markant påvirkning på framtidig omsetning i bransjen. Oppsummert indikerer dette at bransjen ikke er like påvirket av konjunkturrendringer som det andre bransjer er, og står seg godt i både oppgangs- og nedgangstider.



Figur 6-5: Utvikling i lønnsveksten i Norge i perioden 2004-2015 (Statistisk Sentralbyrå, 2016) mot omsetningsveksten i sportsbransjen i samme periode (Sportsbransjen AS, 2016)

Forbrukertillit måler gjennomsnittet av forbrukernes forventninger til egen økonomi og landets økonomi de kommende 12 måneder, samt forventninger til egen sparing og arbeidsledighet i samme periode. Ved høy forbrukertillit, er forbrukerne mer villige til å bruke penger på større innkjøp og investeringer (Opinion, 2015). Figur 6-6 viser at forbrukertilliten i Sverige er høy, mens den i Norge og Finland er negativ eller ligger rundt null. Dette kan sies å oppsummere forholdene ovenfor, som indikerer at Norge og Finland er hardere rammet av endringene i verdensøkonomien enn Sverige.



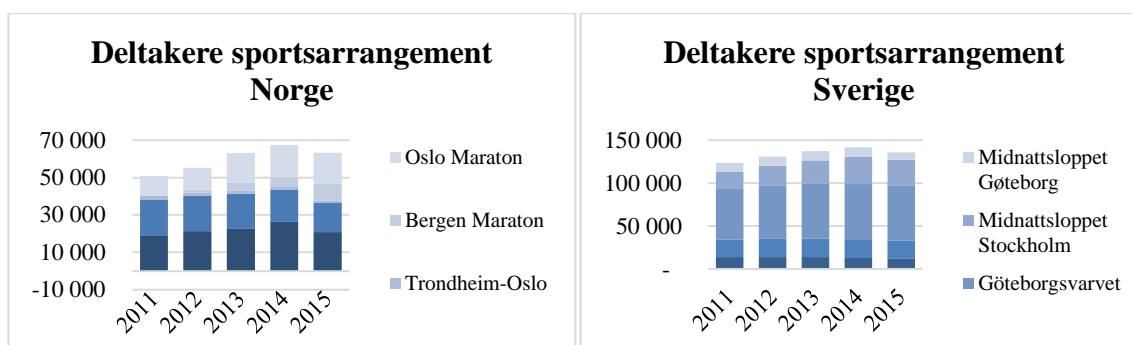
Figur 6-6: Utvikling i forbrukertillit i Norge, Sverige, Finland og Euro-sonen i perioden februar 2015 til januar 2016, samt prognose fram mot år 2020 (Trading Economics, 2016)

For sportsbransjen og XXL vil økonomien i Norge, Sverige og Finland ha påvirkning på forbrukernes kjøpsvilje framover, men relativt til andre bransjer vil trolig ikke effekten være fullt så stor. Forbrukerne blir trolig mer prisbevisste enn før, noe som vil presse framtidige marginer og omsetning i bransjen. Daglig leder i XXL uttaler at de så langt ikke har sett noen særlig nedgang i for eksempel oljebyene i Norge (Dagens Næringsliv, 2016c). Han mener at sportsutstyrssalget er mer følsomt for været enn for økonomien, selv om de dårlige tidene vil påvirke alle.

Basert på momentene ovenfor vurderer vi at de økonomiske forholdene totalt sett vil ha en negativ effekt i prognoseperioden, og således bidra til hardere konkurranse i bransjen.

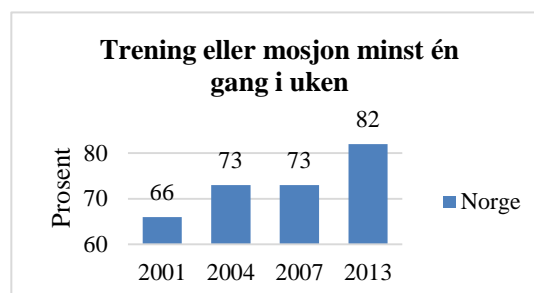
### Sosiale faktorer

Sosiale faktorer dreier seg om hvordan endringer i kultur og demografi kan påvirke bransjen. Vi ser av utviklingen i bransjen at det fortsatt er «trendy å være sporty» (Sportsbransjen AS, 2015), og det er stadig flere som deltar i blant annet mosjonskonkurranser. Nordmenn, svensker og finner ønsker å identifisere seg med en sporty livsstil, og figur 6-7 viser at utviklingen i antall deltakere på ulike sportsarrangement i Norge og Sverige øker. Tallene viser at det har vært en liten nedgang fra 2014 til 2015, men utviklingen totalt sett fra 2011 og fram til 2015 er positiv. Sportsbransjen er en væravhengig bransje, og deltakerandeler på slike arrangement vil variere årlig i takt med været.



Figur 6-7: Utvikling i antall deltakere i ulike sportsarrangement i Norge og Sverige basert på arrangørens egne resultatlister<sup>4</sup>

I tillegg til økt deltakelse i ulike sportsarrangement, viser undersøkelser at de nordiske landene representerer den delen av EU som mosjonerer mest regelmessig. Andelen av befolkningen som mosjonerer minst én gang i

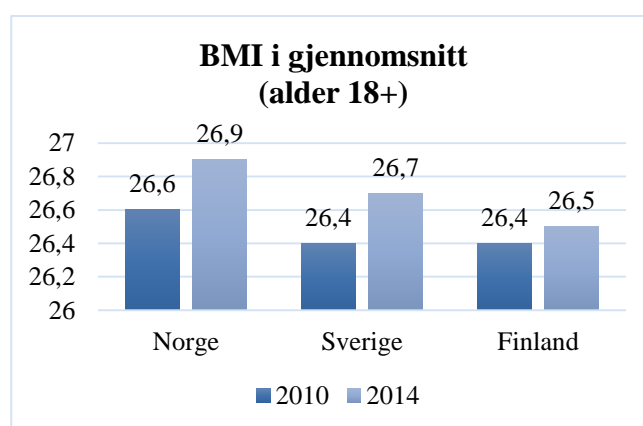


uken utgjør 70 % i Sverige og 66 % i Finland. I gjennomsnitt i EU er denne andelen bare 41 % (European Commission, 2014). Tilsvarende for

Figur 6-8: Utvikling i hvor stor prosentandel av den norske befolkningen som trener eller mosjonerer minst én gang i uken (Statistisk Sentralbyrå, 2014)

Norge viser figur 6-8 en positiv utvikling, og andelen av befolkningen som mosjonerte minst én gang i uken har økt fra 66 % i 2001 til 82 % i 2013 (Statistisk Sentralbyrå, 2014). Den økende populariteten til sport og trening i Norge, Sverige og Finland er ventet å ha en positiv effekt på sportsbransjen totalt sett.

Fokuset på å holde seg fysisk aktiv øker i mange grupper i samfunnet, men likevel er inaktivitet i ferd med å bli et alvorlig helseproblem (Sportsbransjen AS, 2015). Overvekt og fedme er et økende problem i verden, og Norge, Sverige og Finland tar del i denne negative utviklingen. Figur 6-9 viser at gjennomsnittlig BMI<sup>5</sup> har økt fra 2010 til 2014 i både Norge, Sverige og Finland, noe



Figur 6-9: Utvikling i BMI i gjennomsnitt per innbygger fra år 2010-2014 fordelt på Norge, Sverige og Finland (World Health Organization, 2016)

<sup>4</sup> Tallene i denne figuren er hentet fra arrangørens egne resultatlister på de respektive nettsider.

<sup>5</sup> BMI  $\geq$  25: overvekt, BMI  $\geq$  30: fedme (Norsk Helseinformatikk, 2014)

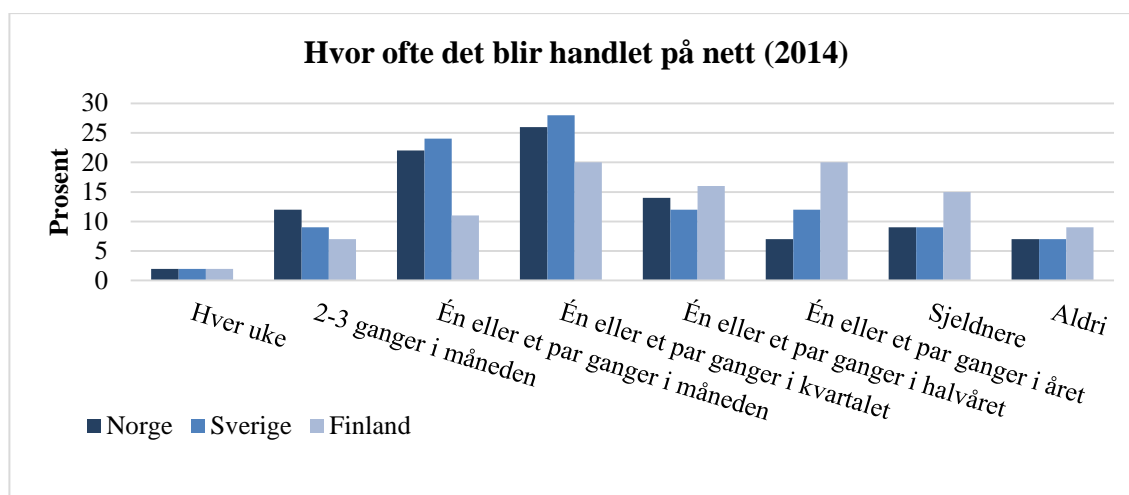
som betyr at innbyggerne i gjennomsnitt blir mer og mer overvektig. For å møte disse utfordringene i Norge, har Regjeringen blant annet styrket satsingen på hverdagslig fysisk aktivitet, og skolene sikrer blant annet mosjon for elevene (Aftenposten, 2015). I Sverige er myndighetene også klar over problemet, og de erkjenner at de ikke lenger kan lukke øynene for den helsemessige utfordringen de står overfor (Svenska Dagbladet, 2015). Mer fysisk aktivitet blant befolkningen vil bidra til økt fokus på blant annet trening og friluftsliv, noe som kan øke etterspørselen i sportsbransjen.

Sosiale faktorer vil trolig ha en veldig positiv effekt for XXL i prognoseperioden. Vi vurderer effekten av treningstrenden og helsefokuset som viktige faktorer for hvorfor forbrukerne handler sportsutstyr.

### **Teknologiske faktorer**

Teknologiske faktorer refererer til innovasjoner innen for eksempel internett. Sportsbransjens omsetning fortsetter å stige fra år til år, og veksten øker kraftigere på internett enn i butikk (Sportsbransjen AS, 2015). Det er viktigere enn noensinne å være tilgjengelig på flere arenaer, både for markedsføring av eget selskap og for varesalg via nettbutikk. De fleste butikkene i bransjen i dag er tilgjengelig på internett, og mange kunder bruker nok nettbutikkene også som oppslagsverk for å sjekke priser på tvers av de ulike butikkene for å sammenligne hvor varer er billigst. Samtidig er det viktig i landstrakte land som Norge, Sverige og Finland å ha gode plattformer for netthandel, da det ikke er lønnsomt å ha fysiske butikker som dekker hele landet rent geografisk sett (PostNord, 2015b, s. 3).

Utviklingen i de teknologiske faktorene har medført flere forandringer for både privatpersoner og bedrifter i Norden. Forbrukerne i Norge er de som handler mest på nett, og nettbutikkene i Norge har utviklet seg til det bedre den siste tiden (PostNord, 2015b). Finland skiller seg ut fra de øvrige landene i Norden ved at e-handelsløsningene ikke er like godt utviklet. Tilbudet i landet er for dårlig, og nettbutikkene klarer ikke å møte etterspørselen fra de finske forbrukerne. Vi ser av tallene i figur 6-10 at de norske og svenske forbrukerne er de som handler oftest, mens de finske forbrukerne handler sjeldnere. Dette samsvarer godt med at nettbutikkene er bedre utviklet i Norge og Sverige enn i Finland. Sports- og fritidsutstyr, samt klær og sko, er de varegruppene som det samlet sett ble handlet mest av på internett i de nordiske landene i 2014.



Figur 6-10: Oversikt over hvor ofte det ble handlet på nett i 2014. Figuren viser prosentmessig fordeling mellom Norge, Sverige og Finland (PostNord, 2015b)

Teknologien er i stadig endring, og det er viktig at bransjen følger med i utviklingen for å kunne dra nytte av de fordeler dette kan medføre. Det er mer tydelig enn noen gang at netthandelen har fått et godt feste, og den visker skillet mellom fysiske og digitale butikker mer og mer ut. For de butikkene i bransjen som har etablert gode e-handelsløsninger, vil denne utviklingen være positiv hvis de klarer å holde takt med utviklingene framover.

Sportsbransjen er preget av endringer i spesielle varegrupper. Det kommer stadig nyvinninger på markedet, og i 2015 eksploderte salget av el-sykler (Sportsbransjen AS, 2016). Forbrukerne blir mer og mer opptatt av nyvinninger, og bærer ikke preg av frykt for å prøve nye produkt. Sportsbransjen er avhengig av utvikling hvis de skal kunne møte kravene til forbrukerne. De fleste bedriftene i bransjen distribuerer bare andre sine merker, og de har dermed ikke så stor påvirkning på hvilke varer som blir utviklet og som vil komme for salg i butikkene. Ettersom historien viser at bransjen er avhengig av nye produkter, er det viktig for sportsbransjen å følge med på de produktendringene som blir presentert fra leverandørene, og at de kommer i salg så tidlig som mulig etter at de er blitt tilgjengelig på markedet.

De teknologiske faktorene gjør det enklere for kunder å utføre handler, samtidig som at teknologiske nyvinninger kan gi økt interesse for produktene som sportsbransjen selger. Disse forholdene har totalt sett en positiv effekt for XXL i prognoseperioden, da det er forventet at de teknologiske faktorene i framtiden vil skape økt rentabilitet for bransjen.

## Miljømessige faktorer

Miljømessige faktorer relaterer seg blant annet til klima, forurensning og avfall. I de senere år har forbrukere generelt blitt mer og mer opptatt av klima og miljø, og har økt fokus på miljøvennlige varer. Bedrifter svarer på dette ved ofte å ha fokus på gjenvinning og avfallssortering, samtidig som at de legger til rette for blant annet gjenbruk av varer. Fokus på miljø kan være kostnadskrevenende for bedriftene på grunn av ønsket om å møte forbrukernes krav. Samtidig kan det å la være å legge til rette for klima og miljø øke risikoen for tapt omsetning, noe som tvinger bedriftene til økt fokus på å rette seg etter miljømessige endringer i markedet.

I tillegg til dette har mange kunder fokus på at varer blir produsert miljøvennlig, og at produksjonen ikke er til skade for miljø eller dyr. Det kan ha negativ innvirkning på bransjen hvis det blir distribuert varer som ikke er akseptert av forbrukerne.

Bransjen er ikke underlagt særregler som påvirkes av de miljømessige faktorene. Vi vurderer derfor at de miljømessige faktorene totalt sett vil ha en nøytral effekt på sportsbransjen i prognoseperioden.

## Oppsummering PESTEL

Basert på PESTEL-analysen har vi vurdert at politiske, miljømessige og legale forhold vil ha en nøytral påvirkning i prognoseperioden, økonomiske forhold vil ha en negativ påvirkning, mens samfunnsmessige og teknologiske forhold vil ha en henholdsvis veldig positiv og positiv påvirkning. Dette er også illustrert i tabell 6-1, der skraverte felt viser i hvilken grad hver enkelt faktor vil påvirke fremtiden til XXL.

FAKTORER	P	E	S	T	E	L
Veldig positiv						
Positiv						
Nøytral						
Negativ						
Veldig negativ						

Tabell 6-1: Oppsummering av hvordan faktorene fra PESTEL-analysen trolig vil påvirke framtidig budsjettering for XXL. Skravert felt viser hvilken påvirkning de ulike faktorene vil ha for fremtiden.

### 6.1.2 Porters fem krefter

Vi analyserer mikroøkonomiske faktorer ved å bruke modellen Porters fem krefter. Modellen identifiserer attraktiviteten til en bransje ved å analysere fem konkurransekrefter – trusselen

---

fra inntrengere, trusselen fra substitutter, kjøpernes forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt og omfanget av rivalisering mellom konkurrenter (Johnson, Whittington, & Scholes, 2012). Til sammen utgjør dette bransjens «struktur», og viser hvordan markedskreftene fungerer. En attraktiv bransje er ifølge Porter en bransje med muligheter for høy profitt for aktørene, noe som ikke er tilfelle hvis alle de fem faktorene anses som «høy»<sup>6</sup>. Konkurransen er da for sterk til å kunne klare å oppnå fornuftig profitt (Johnson, Whittington, & Scholes, 2012, s. 25).

Sportsbransjen består som nevnt i kapittel 2.2 av både sportsbutikker og leverandører av sportsutstyr. Hovedfokus i denne analysen vil være på rene sportsbutikker, ettersom det er der tyngden av XXLs konkurrenter ligger. For hvert punkt vil vi først analysere hvordan det er for bransjen generelt, og deretter vurdere hvordan det er for XXL.

### **Rivalisering mellom bedrifter – konkurrenter**

Et marked med mange og like aktører har ofte høy konkurranseintensitet, og sportsbransjen er preget av dette i Norge, Sverige og Finland. Alle de tre markedene består av flere store og små aktører, der alle selger mer eller mindre de samme produktene. Hver og en aktør har gjerne sine særtrekk, men har likevel det meste av sportsutstyr tilgjengelig. I tillegg preges også sportsbransjen av aktører som er spesialister på én produktkategori, for eksempel sykkelbutikker. Når disse spesialistbutikkene klarer å komme seg inn på markedet, truer også det de store aktørene ettersom konkurransen blir skjerpet spesielt på det området.

Sportsbransjen har de siste årene tatt markedsandeler fra konkurrerende bransjer, spesielt fra skobransjen. Dette medfører at det for sportsbutikkene er mulig å øke salget på bekostning av butikker i andre bransjer, enn fra egne konkurrenter innenfor samme bransje. På grunn av det kan konkurransen i sportsbransjen bli svakere.

For å være konkurransedyktig i en bransje med høy konkurranse, må aktørene kunne tilfredsstille kundene. For sportsbutikker handler dette i stor grad om å ha de laveste prisene. De som klarer å opprettholde et lavt prisnivå har trolig stordriftsfordeler og gode avtaler med leverandører. Større aktører kjøper gjerne inn mer og får derfor større fordeler enn de små,

---

<sup>6</sup> En kraft som anses «høy» bidrar til økt konkurranse i markedet, og tilsvarende kan en «lav» kraft bidra til redusert konkurranse i markedet.

som igjen gir en hardere konkurranse. Konkurransen øker også når det ikke er høye byttekostnader, noe som er tilfellet i sportsbransjen.

Konkurransenarenaen er preget av avviklingsbarrierer, og hvis disse er høye kan det føre til at aktører velger å bli i markedet og satse ytterligere for å prøve å holde driften i gang. Trenden i sportsbransjen er at enkeltstående butikker enten blir kjøpt opp av de større kjedene, eller at de blir lagt ned dersom det ikke er lønnsomt å drive videre. For de større kjedene vil det å legge ned hele selskapet medføre større finansielle utfordringer, ettersom det da er en avvikling i større omfang. Hvis én butikk hos de større kjedene går dårlig og må legges ned, vil kjeden fortsatt bestå til tross for dette, og avviklingsbarrierene er ikke like høye for dem som for enkeltstående aktører. Relativt til andre bransjer er nok ikke avviklingsbarrierene så høye i sportsbransjen.

XXL er store i Norge og Sverige, og blir stadig større i Finland. For å fortsette den gode trenden må XXL blant annet være fokusert, konsentrert og oppdatert på alt som skjer rundt seg. Konkurrentene er ikke langt unna, og de kan fort gå forbi XXL hvis XXL trår feil og ikke følger utviklingen i tiden som kommer. Basert på vurderingene ovenfor, anser vi at trusselen fra konkurrenter totalt sett er høy.

### **Etableringstrussel fra inntrengere**

Hvis det er enkelt for nye aktører å komme seg inn på et marked, kan det medføre stadig økende konkurranse. Det er flere barrierer som må krysses ved inntreden, og det er varierende hvor vanskelig det kan være å krysse disse.

Ved etablering i et nytt marked, kan høye etableringskostnader medføre at færre inntrengere har muligheter og ønske om å prøve seg. I forhold til andre bransjer er kostnadene ved oppstart av en sportsbutikk relativt lave. Det er ikke behov for spesielle autorisasjoner, konsesjoner eller andre krevende godkjenninger. Grovt sett er et salgsløkal, lager, inventar, varer og ansatte det som trengs. Lokaler kan leies, og krever følgelig ikke like store kapitalbindinger som ved kjøp av fast eiendom. Formelt sett er det mulig for enhver å starte en sportsbutikk.

For en inntrenger oppstår trolig utfordringene først etter at butikken har åpnet. Inntrengerne åpner i størst grad enkeltstående butikker, og de store kjedene på markedet er følgelig en



---

trussel. Den største delen av sportsbransjen består av kjeder, og trenden viser at enkeltbutikker etter hvert ofte blir en del av en kjede. Hvis planen for en inntrenger derimot er å starte en helt ny kjede, kan sjansene for å overleve være større. Dette krever imidlertid mer av eierne, da det blant annet kreves mer kapital ved etablering, samt at de i større grad må markedsføre kjeden for å nå ut til flest mulige kunder. I dagens teknologiske samfunn er det imidlertid relativt enkelt å nå ut til kunder i det salgsområdet og salgssegmentet som inntrengeren sikter seg inn på.

Hvis inntrengeren klarer å få i gang driften, blir deretter det viktigste fokuset for dem å overleve. Slik sportsbransjen har utviklet seg i dag, er priskonkurranse mellom butikkene og fokus på marginer blitt en veldig viktig faktor. Butikker som klarer å utnytte stordriftsfordeler har et fortrinn overfor andre. Én ny enkeltstående butikk klarer trolig ikke å få de samme fordelene som de godt etablerte kjedene har, og kan derfor slite med å overleve til de er over etableringsfasen.

Siden XXL er så store som de er i Norge, og etter hvert også i Sverige, er ikke trusselen fra nykommere så høy som det den er for de mindre kjedene og butikkene. Ser vi til Finland er XXL på mange måter en nykommer selv, men på tross av dette har de tatt store markedsandeler på bare to år. Den største trusselen for XXL er ikke nystartede butikker, men store utenlandske kjeder som kan etablere seg i XXLs eksisterende markeder. På det norske markedet kan de bli utfordret allerede det kommende året, ettersom verdens største sportskjede, Decathlon, har planer om å starte nettbutikk i Norge i 2016 (Dagens Næringsliv, 2015b). Det spesielle med denne kjeden er at de stort sett selger egne merkevarer, i forhold til XXL som har hovedfokus på kjente merkevarer og egne varer. Det er imidlertid ikke sikkert at Decathlon vil klare å sette sitt preg på den norske sportsbransjen, da forbrukerne er merkebevisste og ønsker de kjente merkevarene. For noen år siden så vi et tilsvarende forsøk i matvarebransjen, da tyske Lidl mislyktes i sitt forsøk på å entre det norske markedet med salg av utelukkende egne varer.

På grunnlag av disse momentene vurderer vi trusselen fra inntrengere totalt sett som middels.

### **Trusler fra substitutter**

Substitutter til sportskjedene er andre butikker som selger utvalgte sportsartikler i tillegg til sin hovedportefølje av produkter. Eksempler på den typen butikker er Biltema, Hennes &

Mauritz, og nettbutikken Zalando. Sistnevnte er også et eksempel på at substitutter i form av nettbutikker kan komme fra utlandet, i dette tilfellet fra Tyskland. Netthandel fra utenlandske nettbutikker er populært i de nordiske landene, og nærmere halvparten av det som blir handlet fra utlandet er klær, sko og sportsutstyr (PostNord, 2015b, s. 8).

Ved å holde minst like lave priser og minst samme kvalitet som substituttene, kan sportskjedene klare å redusere trusselen fra substituttene. I dag har de fleste butikkene også nettbutikker, og det er derfor relativt enkelt å sjekke hvilken pris de andre aktørene opererer med. Når det imidlertid kommer til kvaliteten på produktene, er ikke det like enkelt å kontrollere. Sportskjedenes varer kommer fra leverandører som bare fokuserer på sportsutstyr. Det fører mest sannsynlig til at sportsbransjens aktører kan levere en kvalitet som minst tilsvarende den kvaliteten som substituttene har på sine egne varer, ettersom sportsbransjen i større grad er spesialister innenfor sitt fagfelt.

Vi tror at konseptet sportsbutikk, med den samlingen av produkter de tilbyr kundene, stiller sterkere enn det substituttene gjør med sine enkeltprodukter. Det ser vi blant annet i konkurransen mellom sportsbransjen og skobransjen, der skobransjen stadig taper terreng. På grunn av dette anser vi trusselen fra substitutter som lav.

### **Kunders forhandlingsstyrke**

Desto sterkere forhandlingsstyrke kundene har, desto lavere kan de presse prisene på varene. Sportskjedene er i en situasjon der de har veldig mange kunder, noe som indikerer at én enkelt kunde ikke har høy forhandlingsmakt. Kundemassen som helhet betyr imidlertid mye for butikkene. Vi har tidligere beskrevet konkurranseforholdene i markedet, og vi så der at markedet består av mange like aktører. Kundene har mulighet til å bytte butikk om de ikke er fornøyde, og det er derfor avgjørende for en kjede å gjøre sitt beste for at kundene vil komme tilbake. Dette har videre sammenheng med at byttekostnadene for kundemassen i sin helhet er lave eller ikke-eksisterende, ettersom kjedene i stor grad tilbyr de samme produktene.

Det er avgjørende for kjedene at kundene ønsker å komme tilbake til deres butikker neste gang de skal handle sportsutstyr. For å trekke kunder må de derfor ha noe kundene setter pris på, og dette må formidles til kundene. Hvor mye kunden vet om de ulike kjedene kan ha mye å si for hvilken butikk de velger å handle hos. Det hjelper ikke å ha god service, lave priser

---

og attraktive garantier, hvis ikke kunden er klar over dette. Dette går også på produkt differensiering, som betyr om kunden foretrekker én kjede framfor en annen. For sportskjedene har nok dette relativt lite å si ettersom pris på varene og butikkens nærhet har mest å si for kundene. Der det imidlertid er flere sportsbutikker ved siden av hverandre, kan navnet på butikken avgjøre hvor kunden går inn først.

For XXL gjelder det samme som for bransjen generelt. Uten kunder blir omsetningen svekket, og de må gjøre det de kan for å være attraktive i markedet. Ettersom byttekostnadene for kundene er lave, må XXL kjempe om kundene på lik linje med sine konkurrenter. Derfor vurderer vi kundenes forhandlingsmakt som høy.

### **Leverandørers forhandlingsstyrke**

Når vi her snakker om leverandører, mener vi leverandører av varer til videresalg. Leverandører i forbindelse med administrasjonstjenester, som for eksempel ansatte, revisor og utleier, tar vi ikke hensyn til ettersom det ikke er spesielt for bransjen.

Hvis butikkene har få leverandører, er leverandørenes forhandlingsstyrke høy, og det er lett for leverandørene å presse prisene opp. Sportsbutikkene har derimot mange leverandører å velge mellom, men må i mange tilfelle være selektive i dette valget for å kunne møte kundenes ønsker og krav. Det kan ofte ha mye å si hvilke varer som inngår i varebeholdningen til butikkene, og dette er blitt mer viktig ettersom forbrukerne har blitt mer og mer merkebevisste. Hvor stor makt en leverandør har over sportsbutikkene, korrelerer derfor med hvor kjent merkevaren til leverandøren er. Siden det kun er leverandørene selv som produserer sitt merke, er butikkene avhengig av den enkelte leverandør. På en annen side er ikke byttekostnadene nødvendigvis så store, og det er ikke sikkert at kundene alltid bryr seg om hvilket merke som står på jakken, så lenge det er kjent. Det kan derfor være at et avtalebrudd mellom for eksempel Bergans og en butikkjede ikke gjør at butikken mister kunden hvis kunden er fornøyd med en annen jakke fra et annet merke. Likevel er produkt differensieringen såpass viktig for sportsbutikkene at antallet leverandører for ett produkt gjerne er nede i én. Hvis leverandørene har kunnskap om sin attraktivitet, noe de mest sannsynlig har, kan de bruke det til å presse butikkene på for eksempel pris.

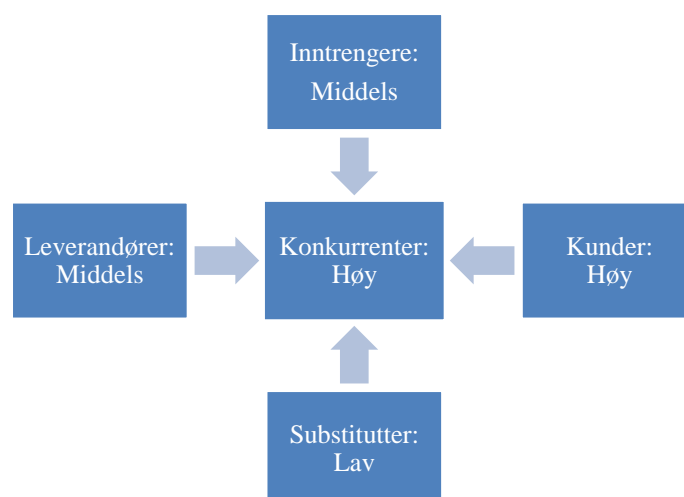
Til nå har vi beskrevet leverandørenes makt over sportsbutikkene. Sportsbransjen består også av leverandørene selv, og det gjør at integrasjon er en reell problemstilling. Flere av de store

leverandørene åpner egne «brand stores», og enda flere har egne nettbutikker. Hvis de har suksess med dette, kan de velge å kutte ut salg til sportsbutikkene og kun satse på eget salg. Vi tror derimot at de fleste leverandørene ikke har mulighet til å overleve uten sportsbutikkene, rett og slett fordi de ikke er attraktive og eksklusive nok til at kundene i stor grad velger å oppsøke den enkeltstående butikken.

Mange av de store leverandørene har altså høy makt over sportsbutikkene. Som Nordens største sportskjede har XXL derimot mer makt over sine leverandører enn det mindre kjeder og butikker har. For flere av leverandørene er XXL deres største kunde, som videre gjør at XXL kan forhandle seg fram til gode vilkår i avtaler (DNB Markets, 2014). Vi ser derfor på forholdet mellom XXL og leverandørene som et gjensidig avhengighetsforhold. Leverandørene trenger store kunder som XXL, både for salg og for å fremme merkevaren, mens XXL trenger mange leverandører for å kunne tilby det store utvalget de selv ønsker. Totalt sett anser vi derfor leverandørenes forhandlingsstyrke som middels.

### Oppsummering Porters fem krefter

Vi har til nå sett på hvilken trussel konkurrenter, inntrengere og substitutter utgjør for sportsbransjen, samt i hvor stor grad kundene og leverandørene har forhandlingsmakt. Oppsummert vurderer vi at XXL har en god posisjon på konkurransearenaen, men den kan bli svekket hvis de ikke klarer å følge med på eventuelle endringer i maktforholdene på arenaen. Porters «femkraftsmodell» for XXL ser dermed ut som i figur 6-11:



Figur 6-11: Oppsummering av hvilken grad av forhandlingsmakt som er identifisert for XXL gjennom Porters fem krefter

---

## 6.2 Intern analyse

En intern analyse gjennomføres for å kartlegge et selskap sine ressurser, og for å identifisere selskapets styrker og svakheter. En ressurs er en «innsatsfaktor som gjør det mulig for en bedrift å skape verdier for sine kunder» (Kunnskapssenteret, 2015). Målet med en ressursanalyse er å kartlegge selskapets ressurser og vurdere om de kan gi grunnlag for en midlertidig eller varig konkurransefordel. Modellen vi bruker som verktøy er VRIO. Et selskaps ressurser kan deles inn i fem forskjellige typer: kompetansebaserte, finansielle, organisatoriske, relasjonsbaserte og fysiske ressurser. Vi har vurdert et utvalg av XXLs ressurser innenfor alle disse kategoriene for å finne ut hvilke av disse som kan utgjøre en styrke eller en svakhet i forhold til resten av sportsbransjen.

### 6.2.1 VRIO

I VRIO-modellen vurderes det om hver ressurs er (V) verdifull, (R) sjelden, (I) vanskelig å imitere og (O) godt organisert og utnyttet (Kunnskapssenteret, 2015). Hvis ressursen oppfyller alle de fire kravene, utgjør ressursen en varig konkurransefordel. For hver ressurs vil vi først komme med en beskrivelse av ressursen, og deretter vurdere den opp mot disse fire kravene.

#### **Butikkkonseptet**

Butikkkonseptet til XXL går ut på å ha gjennomgående like varehus, både når det gjelder størrelse, «store-in-store»-idéen, plassering av produktene i butikken, og et stort utvalg kjente merkevarer til lave priser. For kundene handler dette om å vite hva de går til og hva de får når de går inn i en XXL-butikk.

XXL har mye høyere omsetning per butikk enn konkurrentene både i Norge og Sverige (DNB Markets, 2014), noe som blant annet skyldes de store varehusene. Vi har ikke tall fra Finland på dette, men vi antar at det samme gjelder der ettersom de andre aktørene i Finland også er på det norske eller svenske markedet. Noen konkurrenter i de eksisterende markedene prøver å etterligne XXLs butikkkonsept, deriblant G-MAX. Dette konseptet er fremdeles for nytt til at vi har konkrete tall på om det har vært en suksess.

På en annen side kan størrelse også være en ulempe med XXLs butikkkonsept. På mindre steder kan omsetningen bli for lav til at en så stor butikk er lønnsom. Fram til nå har de kun

satset på områder med høyere befolkningstetthet, der dette ikke har vært et problem. Framover kan dette imidlertid bli en aktuell problemstilling, ettersom det minker på lokasjoner med høy befolkningstetthet hvor XXL ikke har etablert seg enda.

Vi mener butikkonseptet til XXL er verdifullt, siden det tiltaler kundene og selger godt. Ettersom få av de nåværende konkurrentene har et tilsvarende konsept, er ressursen vurdert som sjelden. Vi ser derimot at konkurrentene prøver seg på lignende konsept, og ressursen er derfor imiterbar. Videre er butikkonseptet til XXL godt organisert, blant annet fordi det er gjennomgående i alle varehus.

### **Produktsammensetningen**

I sammenheng med butikkonseptet, er også produktsammensetningen til XXL en ressurs. De har mål om å ha et stort utvalg, både av ulike produktkategorier og produkter innen hver kategori. I tillegg kombinerer de kjente merkevarer med egne merkevarer for å gi utvalget en ekstra dimensjon.

Vi anser produktsammensetningen som verdifull, ettersom kundene kan velge mellom ulike prisklasser og kvaliteter på produkter de er ute etter. Kundene finner som oftest noe som passer deres behov. Kombinasjonen av kjente merkevarer og egne varer, samt utvalget til XXL, er sjeldent. Det er ikke mange konkurrenter som kan vise til det samme brede utvalget som XXL, og det er heller ikke alle som klarer å ha det samme utvalget i alle butikkene de eier. Produktsammensetningen er derimot imiterbar, da de fleste konkurrentene kan kjøpe inn store mengder produkter til sine varebeholdninger. Til slutt er produktsammensetningen organisert, ettersom den er en del av konseptet til XXL og har et sentralt fokus.

### **Driftsstruktur**

XXL driver alle butikkene selv uten franchiseordninger, og kjøper inn alle varene til sentrallagrene i Norge og Sverige, for så å distribuere varene ut til butikkene. Hele selskapet bruker det samme IT-systemet, noe som betyr at samkjøringen og kontakten mellom ledelse, lager og butikker er enkel og effektiv. Her har de oversikt over salg, lagerstatus og varebehov i varehusene til enhver tid, og kan sende varer fra lager til butikk i løpet av ett døgn. Fordeler med dette er for eksempel at alle varehusene har tilgang på de samme varene, der hvert enkelt varehus fort kan få tak i én ekstra enhet av et produkt uten å måtte kjøpe et

---

helt parti. I tillegg gir større bestillinger stordriftsfordeler, noe de kanskje ikke hadde fått i like stor grad hvis hvert enkelt varehus skulle bestille hver for seg.

Ledelsen har det overordnede ansvaret for alle butikkene, og har således full kontroll over hele selskapet. På denne måten kan XXL lage langsiktige strategier som gagnar hele konsernet på sikt, selv om det betyr at én butikk går i tap en tid framover. Hvis det ikke er lønnsomt for den ene butikken, kan det likevel totalt sett bidra til økte markedsandeler og økt lønnsomhet for konsernet. Dersom XXL ikke er villig til å ta risikoen ved å åpne butikker i områder som kan gi dårlig avkastning, kan det medføre at en konkurrent velger å ta sjansen i det samme området, og drar med det nytte av de eventuelle positive effektene som kunne tilfalt XXL. Ved å ha en sentral ledelse har de overordnet bedre kontroll til å sjonglere dette mellom butikkene.

Vi mener at XXLs driftsstruktur er verdifull, ettersom de stadig tar markedsandeler og viser at de har en drift som fungerer. Måten de strukturerer selskapet på er derimot ikke sjelden, og vi ser en tilsvarende måte å organisere driften på hos konkurrentene. På grunn av dette kan vi også si at driftsstrukturen er imiterbar. Dette gjelder dog bare for de kjedene som selv eier butikkene, og ikke for de butikkene som er organisert gjennom franchise-avtaler. For å kunne få en tilsvarende driftsstruktur som XXL, må de kjedene som ikke eier alle butikkene selv, kjøpe de opp, eller eventuelt regulere strukturen i avtaler mellom flere butikker. Driftsstrukturen til XXL er organisert, ettersom den er gjennomtenkt og er basert på en bevisst strategi.

### **Kostnadsstruktur**

Kostnadsstruktur handler om hvor effektivt og billig et selskap kan drives, noe som er et viktig fokus for XXL. Ved hjelp av en effektiv kostnadsstruktur klarer de å holde prisene på et lavt nivå. Konkurrentene ønsker en tilsvarende struktur, men har vanskeligheter for å gjennomføre den strategien. Det ble spesielt tydelig da XXL gikk inn i Finland for et par år siden. Konkurrentene prøvde å senke prisene, men måtte sette de opp igjen da de så at tapet ble for stort (E24!, 2015c). På grunn av dette tror vi at XXL har en kostnadsfordel overfor sine konkurrenter. Driftsstrukturen er tett knyttet opp til kostnadsstrukturen, da organisering av driften også handler om hvor store de faste kostnadene er. XXL jobber konstant for å ha bedre marginer enn konkurrentene, slik at de kan opprettholde det lave prisnivået. XXLs

relativt lave priser og lønnsomhet tyder på at de gjør en god jobb i å holde de faste kostnadene så lave som mulig og således klarer å operere med gode marginer.

Kostnadsstrukturen er verdifull for XXL siden strukturen gjør det mulig for selskapet å holde prisene på et lavt nivå. Den er også sjelden da vi ikke ser at det er mange aktører i markedet med tilsvarende strategi. Derimot mener vi at ressursen er imiterbar, ettersom lave kostnader er et mål for alle bedrifter og det er forventet at konkurrentene klarer å kjempe mot XXLs gode marginer på sikt. Til slutt mener vi at ressursen er organisert, på grunn av XXLs bevissthet rundt marginer og fokus på lave priser.

### **Garantiordninger**

XXL har flere ulike former for garantiordninger, som alle er til for å tilfredsstillte kundene. I Sverige reklamerer de blant annet med «bransjens beste kundegarantier» (XXL Sverige, 2016). De ulike ordningene de har er: prisløfte, 100 % fornøyd-garanti, fri retur og bytte, minst 100 dagers åpent kjøp (365 dager i Sverige) og sykkelgaranti<sup>7</sup>.

Ettersom pris er spesielt viktig for XXL, vil vi trekke fram garantien om prisløfte. Den innebærer at kunden alltid skal få den laveste prisen på markedet hos XXL. Hvis kunden kan bevise at varen er billigere et annet sted, trekker XXL fra mellomlegget slik at prisene blir like. Dette utgjør en fordel ettersom mange av XXLs kunder er prisbevisste og gjerne sjekker priser i flere butikker før de kjøper en vare. Noen av de største konkurrentene har en tilsvarende garanti, og det medfører at garantien ikke utgjør den samme fordel som hvis XXL hadde vært alene om den. Totalt sett har XXL flest garantier på markedet etter det vi kan se. Vi finner igjen tilsvarende garantier hos flere av konkurrentene, men ikke like mange hos én og samme konkurrent.

Vi mener at garantiordningen er verdifull, fordi det bidrar til å gjøre kundeservicen bedre. Fornøyde kunder gir god publisitet og kan føre til økt salg. Garantiordninger i seg selv er ikke sjeldent, ettersom konkurrentene har mange tilsvarende ordninger som XXL. Kombinasjonen og mengden av garantier som XXL har er derimot sjeldent, men garantier er likevel såpass utbredt i markedet at vi totalt sett ikke vurderer denne ressursen som sjelden. Videre kan vi også si at garantier er imiterbare. Det er mulig at ikke alle konkurrentene,

---

<sup>7</sup> Informasjon om XXLs garantiordninger har vi hentet fra deres lokale hjemmesider (XXL Norge, 2016b), (XXL Sverige, 2016), (XXL Finland, 2016).



spesielt de små, har økonomiske muligheter til å ha et prisløfte, men totalt sett finner vi igjen så mange garantier hos konkurrentene at vi anser det som imiterbart. Til slutt mener vi at XXL organiserer sine garantiordninger godt, ettersom de er gjennomgående for hele kjeden og siden de har økt fokus på blant annet kundetilfredshet og lavere priser.

### **Merkevaren**

Varemerket XXL, konseptet og forretningsideen som selskapet bygger på - «Kjente merkevarer til lave priser» - utgjør merkevaren til XXL. Produktbevisste kunder setter stor pris på lave priser, og det er trolig derfor selskapet har gjort det så bra. Flere konkurrenter prøver det samme, men ikke alle lykkes (E24!, 2015c). Ved hjelp av markedsføring og sponing jobber XXL med å bygge merkevaren, noe som viser at det er viktig for bedriften å ha et godt rykte og bli gjenkjent av potensielle kunder.

Merkevaren er verdifull ettersom kunder ofte foretrekker noe de kjenner igjen framfor noe nytt. Kjennskap til XXL kan gjøre at kunden velger de framfor en konkurrent, og det er viktig for XXL å være kundens naturlige førstevalg ved kjøp av sportsutstyr. Videre er merkevaren sjelden fordi en sterk merkevare krever strategisk riktig og langsiktig jobbing, og er derfor ikke så lett å få til. Ettersom XXL har et godt feste i det norske markedet og har størst markedsandel i bransjen, vil vi si at de har en sterk merkevare i hjemlandet. I Sverige og Finland tyder den stadige veksten i markedsandeler på at merkevaren står sterkt også der. Siden det er vanskelig å bygge opp en sterk merkevare, slik som XXL har gjort, anser vi denne ressursen som ikke imiterbar. Merkevaren er også organisert, ettersom XXL har gjennomgående fokus på å holde prisene lave og gjøre kundene fornøyde, og fokuserer på dette gjennom reklamer og daglig kundekontakt.

### **Nettbutikk**

Nettbutikken til XXL har et minst like stort utvalg som varehusene, og prisnivået er enten de samme eller lavere. En viktig faktor ved nettbutikken er kundenes mulighet for å sjekke lagerstatus i varehusene. På denne måten trenger ikke kundene dra til butikken for å sjekke om varene de ønsker er tilgjengelige. Ettersom netthandelen øker i Norden, er det viktig å være aktiv med e-handelsløsninger. XXL har blant annet lagt til rette for nettsalg ved å ha fri retur av varer kjøpt i nettbutikken (XXL Norge, 2016b), noe som er viktig for kundene, og kan øke sjansen for mersalg (Bring, 2015).

Nettbutikken er sentral i XXLs planer om ekspansjon til andre land. Mye av handelen i dag foregår på nettet, noe som gjør det mulig å åpne nettbutikker i flere land uten å samtidig åpne fysiske butikker. Dette ser vi i XXLs planer for 2016 da de skal åpne nettbutikk i Danmark uten å åpne fysiske butikker i landet. Det krever mindre ressurser å åpne en nettbutikk enn å åpne et varehus, men suksessen kan bli like stor. En stor andel av forbrukerne handler fra utenlandske butikker, også i land der det er aktuelt for XXL å etablere seg, for eksempel Tyskland (PostNord, 2015a). Der har nesten 90 % av befolkningen handlet via internett, og halvparten har handlet fra utlandet. Rapporten fra PostNord viser at klær, sko og sportsutstyr er blant de mest kjøpte produktene i netthandelen, og at tyskerne samtidig setter pris på lave priser og enkle returer. Forholdene ligger følgelig til rette for at XXL skal kunne gjøre en vellykket inntreden i blant annet Tyskland. Selskapet har gitt uttrykk for at de ønsker å ekspandere ut i Europa, og det skal etter planen skje de kommende årene (Dagens Næringsliv, 2016c).

Vi mener XXLs nettbutikk er verdifull på grunn av den økte omsetningen via e-handelen. I tillegg er det viktig å følge med i den teknologiske utviklingen for å kunne framstå som moderne og oppdatert. Et selskap som ikke følger med på den teknologiske utviklingen, gir også inntrykk av å ikke følge med i produkt- og trendutviklingen i markedet. Videre mener vi at nettbutikken ikke er sjelden, ettersom det å ha en nettbutikk nærmest er et krav i dagens handelssamfunn. XXLs nettbutikk har heller ikke mange spesielle funksjoner som det er vanskelig for konkurrentene å kopiere, og er derfor imiterbar. Nettbutikken er godt organisert, ettersom den fungerer godt og er brukervennlig.

### **Ledelsen**

Ledelsen i XXL og deres kompetanse er en viktig ressurs for selskapet. Flere medlemmer av ledelsen, blant annet CEO og styreleder (XXL ASA, 2016e) (XXL ASA, 2016a), har tidligere erfaring fra varehandel i andre selskap, både i Norge, Sverige og Finland. Ledelsen består av personer fra alle de tre landene, og de har derfor alle forutsetninger for å ha oversikt over muligheter og trusler på hvert marked. Vanligvis kan det sies at selskapets avkastning gjenspeiler ledelsens evne til å forvalte kapital. Det indikerer at XXLs ledelse er god, ettersom lønnsomheten og avkastningen til selskapet historisk sett har vært høy.

Vi mener at XXLs ledelse som en helhetlig gruppe er verdifull, siden personene har god kompetanse og lang erfaring innen varehandelen. Om den er sjelden, er derimot litt

vanskeligere å si. Det finnes veldig mange kompetente og erfarne ledere innen varehandelen, slik at XXLs ledelse ikke kan sies å være sjelden. Likevel vurderer vi at sammensetningen av personer, kompetansen og godt samarbeid er noe som taler for at selskapet har en sjeldent god ledelse. Det er derimot mulig å imitere en god ledelse, ettersom kunnskap kan videreføres til andre personer. Til slutt mener vi at blant annet sammensetningen av personer med bred kompetanse, og den historiske lønnsomheten til selskapet, viser at XXLs ledelse er godt organisert.

### Oppsummering VRIO

Hvor mange av kravene en ressurs oppfyller, avgjør i hvilken grad ressursen utgjør en forskjell for bedriften (Kunnskapsenteret, 2015). Ressurser som oppfyller alle kravene utgjør et varig konkurransefortrinn. De fire gradene er presentert i tabell 6-2:

1	Verdifull	Forskjell
2	Sjelden	Stor forskjell
3	Ikke imiterbar	Midlertidig konkurransefortrinn
4	Organisert	Varig konkurransefortrinn

Tabell 6-2: Generell gradering av ressursene i VRIO og hvorvidt de utgjør en fordel

Ut fra denne graderingen får ressursene vi har sett på følgende grad, som vist i tabell 6-3:

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke imiterbar	Organisert	Grad
Butikkkonseptet	Ja	Ja	Nei	Ja	3
Produktsammensetning	Ja	Ja	Nei	Ja	3
Driftsstruktur	Ja	Nei	Nei	Ja	2
Kostnadsstruktur	Ja	Ja	Nei	Ja	3
Garantiordninger	Ja	Nei	Nei	Ja	2
Merkevaren	Ja	Ja	Ja	Ja	4
Nettbutikken	Ja	Nei	Nei	Ja	2
Ledelsen	Ja	Ja	Nei	Ja	3

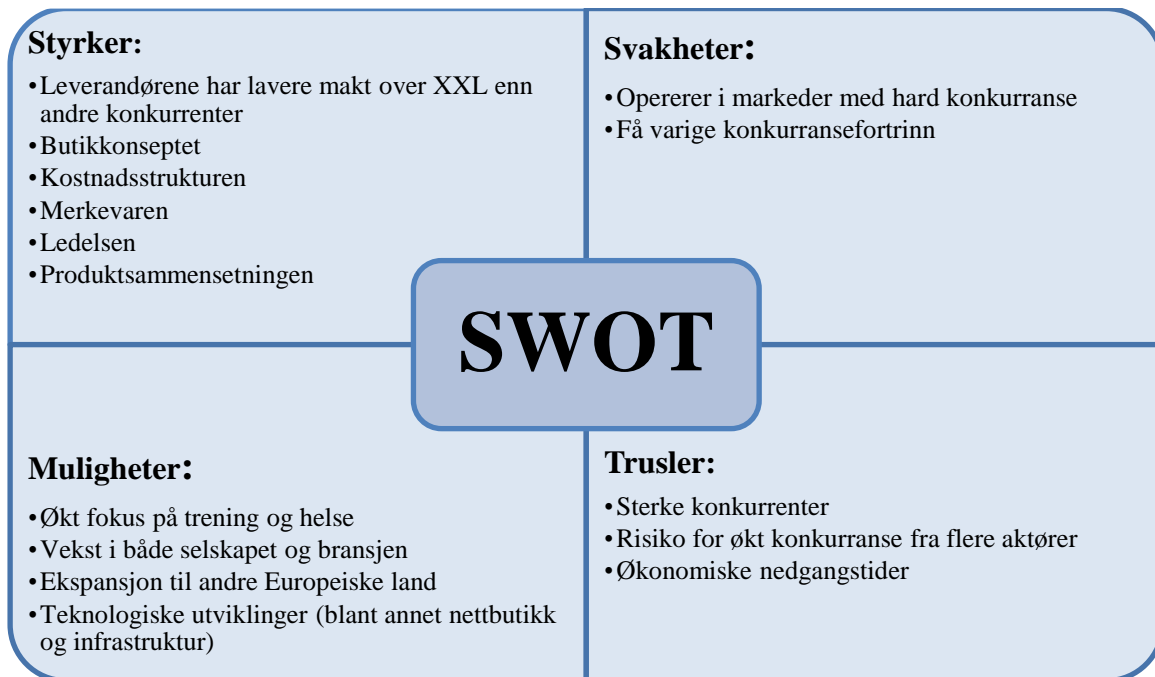
Tabell 6-3: Oppsummering av VRIO-analysen for de utvalgte ressursene til XXL, og gradering av hvorvidt de utgjør en forskjell, stor forskjell, midlertid eller varig konkurransefortrinn

De ressursene som oppsummert utgjør en konkurransefordel er butikkkonseptet, produktsammensetningen, kostnadsstrukturen, merkevaren og ledelsen. Av disse er det vurdert at kun merkevaren utgjør en varig konkurransefordel.

## 6.3 Oppsummering: SWOT

SWOT oppsummerer den strategiske analysen ved å kategorisere funnene fra analysene i styrker, svakheter, muligheter og trusler. Som tidligere nevnt er styrkene og svakhete

vurdert ut fra den interne analysen, mens mulighetene og truslene er vurdert ut fra den eksterne analysen.



Figur 6-12: Oppsummering av strategisk analyse av XXL og sportsbransjen i en SWOT-matrise

SWOT-matrisen i figur 6-12 illustrerer at styrkene er flere enn svakhetene, og mulighetene er flere enn truslene. Det indikerer at sportsbransjen har en bransjefordel og er en attraktiv arena for investorer. Samtidig har XXL ressurser som kan gi fordeler for selskapet, og de er derfor et interessant investeringsobjekt i en attraktiv bransje.

Ser vi nærmere på bransjeanalysen tyder de makroøkonomiske forholdene på at sportsbransjen er attraktiv og at det foreligger en bransjefordel. PESTEL-analysen viser at sportsbransjen er et marked med gode muligheter for å drive en god bedrift, det er lav offentlig involvering og få lover som styrer aktørene. Flere faktorer indikerer at det er muligheter for høy vekst i bransjen, og tyngden ligger på de sosiale og teknologiske faktorene. Selskapene har med det også muligheter for å vokse uten at det går på bekostning av konkurrentene de nærmeste årene. Dette kan vedvare til bransjens vekst stagnerer og butikkene igjen kjemper om kundene seg imellom. Porters fem krefter viser at bransjen er preget av sterk konkurranse, og det indikerer at den bransjefordelen som de makroøkonomiske forholdene danner grunnlag for, trolig blir presset som følge av det. Konkurranseskraftene fra både konkurrenter og kunder er høy, og det er nokså enkelt for inntrengere å komme inn på konkurransearenaen.

Sportsbransjen er imidlertid en væravhengig bransje, og er i stor grad påvirket av variasjoner i været. Omsetningen i bransjen er naturlig nok også påvirket av konjunkturedringer, da sportsutstyr er varer som kan bli kuttet ned på i dårlige tider. Likevel har vi sett at lønnsveksten i Norge har vært lavere enn omsetningsveksten i bransjen, også rundt år 2008 da det var finanskrisen i den vestlige verden. Dette tyder på at vi i fremtiden kan forvente en rentabilitet i sportsbransjen som er høyere enn kravet, til tross for forventet nedgang i de økonomiske forholdene i Norge og Finland. Oppsummert mener vi derfor at den eksterne analysen viser gode muligheter for høy vekst i sportsbransjen, i tillegg til at forholdene legger til rette for en nåværende og framtidig bransjefordel.

Den interne analysen viser at styrkene er flere enn svakhetene, og at XXL har flere konkurransefortrinn. Disse fortrinnene gjør at XXL har forutsetninger for å drive lønnsomt og posisjonere seg sterkere i markedet. Vi har i presentasjonen av XXL sett at de har hatt en kraftig vekst de siste årene i forbindelse med utvidelse til Sverige og Finland. En så kraftig vekststrategi forbindes med høy risiko, men XXLs stadige kapring av markedsandeler i disse to landene tyder på at de klarer å motkjempe denne risikoen. Likevel er det en fare for at videre ekspansjon ikke blir vellykket. Dette innebærer en strategisk risiko for selskapet, ettersom det kan gi en lavere lønnsomhet og rentabilitet enn forventet.

Oppsummert viser den strategiske analysen at XXL har en strategisk fordel, der de klarer å generere en rentabilitet høyere enn avkastningskravet. Analysen indikerer også at den strategiske fordel vil kunne opprettholdes i fremtiden, også når selskapet når konstant vekst. Dette begrunnes med blant annet at bransjens stilling vil stå sterkt i dag og i fremtiden, der det er flere faktorer som opprettholder dens muligheter og fordeler. Hvor stor den historiske strategiske fordel til XXL er, beregnes i kapittel 10, og avhenger av den relative sammenhengen mellom en bransjefordel og en ressursfordel.

## 7. REGNSKAPSANALYSE – INNLEDNING

I de kommende kapitlene skal vi gjennomføre en regnskapsanalyse for å få innsikt i XXLs historiske og nåværende økonomiske stilling. Strategisk analyse og regnskapsanalyse vil samlet sett gi oss innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i selskapet, og gjøre oss bedre rustet for å kunne si noe om selskapets utvikling framover.

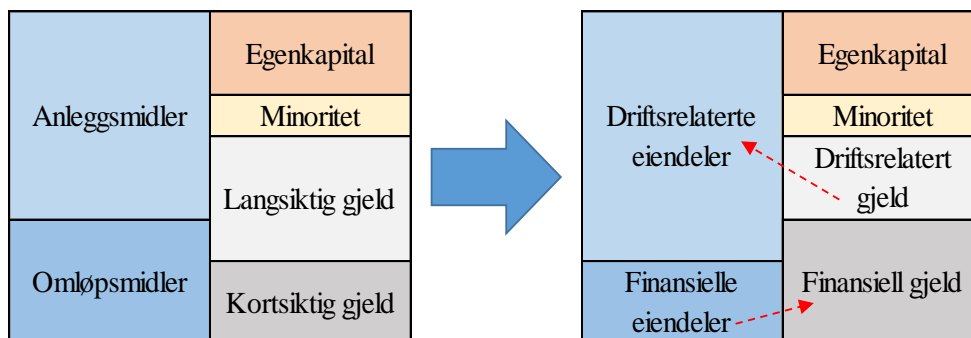
### 7.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Før vi går i gang med regnskapsanalysen, må vi først ta stilling til hvilket analyseperspektiv og analysenivå, samt hvilken analyseperiode vi skal se på. I tillegg må vi fastslå hvilke komparative selskap vårt bransjegjennomsnitt skal bestå av, og vurdere hvordan regnskapstallene skal vektas i beregningen av gjennomsnittstall i regnskapsanalysene.

#### 7.1.1 Analyseperspektiv

Regnskap som er ført etter dagens regnskapsprinsipper er kreditororientert, og fokuserer på likviditeten til eiendeler og forfallstiden til gjeld (Kaldestad & Møller, 2011, s. 36) I forbindelse med vår verdivurdering er vi interessert i å vite hvilke kapitaler som skaper verdi for eierne. Vi må derfor omgruppere regnskapet fra et kreditororientert til et mer investororientert perspektiv. Likevel kan vi ikke legge kreditorperspektivet helt vekk, ettersom XXL har gjeld. Kredittrisiko påvirker både långivere og selskapets investorer, og avkastningskravene øker når risikoen i selskapet øker. Hovedfokuset i omgrupperingen er imidlertid på investorene, da det er egenkapitalverdien vi ønsker å finne i verdivurderingen.

En omgruppering av finansregnskapet avdekker hvilke drivere som gir avkastning på egenkapitalen. Ved å skille mellom netto driftsrelaterte eiendeler og netto finansiell gjeld i balansen, får vi fram hvilke aktiviteter som generer verdi for aksjonærene (Penman, 2013).



Figur 7-1: Hvordan omgrupperingen fører balanseregnskapet et steg nærmere et investororientert perspektiv (Kaldestad & Møller, 2011, s. 36)

---

Figur 7-1 viser at skillet mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler og gjeld står sentralt i en investororientert balanse. Den opprinnelige inndelingen mellom anleggs- og omløpsmidler, og mellom kortsiktig og langsiktig gjeld er ikke like viktig (Gjesdal, 2007). Andre sentrale problemstillinger i forbindelse med omgruppering av regnskapet er fordeling av skattekostnaden på forskjellige resultatposter, samt håndtering av poster som eventuelt er ført direkte mot egenkapitalen og ikke om resultatregnskapet. I tillegg er det viktig å skille mellom normale og unormale resultatposter, ettersom normale resultat er de mest stabile og dermed best egnet til å predikere videre utvikling.

### ***7.1.2 Analysenivå***

Ved valg av analysenivå er det ulike forhold som må tas stilling til, deriblant hvilket regnskap analysene skal baseres på. Vi har tidligere nevnt at vi verdsetter konsernet XXL, men ifølge Gunnar A. Dahl (2004) er det flere mulige fallgruver ved bruk av konsernregnskap i en verdsettelse. Det kan være vanskelig å bruke konsernregnskapet som referanse i forholdstallsanalyse hvis selskapene innad i konsernet består av forskjellige virksomheter i forskjellige markeder. Tallene er gjerne ikke sammenlignbare med andre selskap, og forholdstallene vil følgelig ikke gi noen mening. Ettersom XXLs virksomhet er lik i de ulike landene de opererer i, anser vi konsernregnskapet som dekkende og representativt for verdsettelsen av XXL, og mener det ikke har en negativ innvirkning på sammenligningsgrunnlaget.

### ***7.1.3 Analyseperiode***

Ved gjennomføring av en regnskapsanalyse må vi velge hvor langt bakover i tid vi skal analysere. Valget av analyseperiode avhenger av om virksomheten har vært stabil, eller om den har endret karakter over tid, blant annet som følge av vekst.

XXL opererer i en bransje som er preget av høy vekst, der XXL alene bidrar til mye av økningen i omsetningsveksten. Etter at selskapet åpnet det første varehuset i 2001, har utviklingen vært formidabel. Vi ser av framtidsplanene til selskapet at denne veksten ikke er ventet å stagnere med det første, noe som taler for en kortere analyseperiode, ettersom eldre tall ikke vil være representative for dagens situasjon. Samtidig er de ikke lenger i oppstartsfasen, og de har historisk sett stabile tall bak seg. Dette taler for en lengre

analyseperiode. Basert på disse vurderingene, mener vi at en mellomlang analyseperiode på 5 år er passende, der vi ser på historiske IFRS-tall fra 2011 til 2015.

#### **7.1.4 Komparative selskap**

I regnskapsanalysene vil vi sammenligne regnskapstallene til XXL mot en målestokk, og vi har i denne sammenhengen valgt bransjegjennomsnittet som denne målestokken. I kapittel 2.2.3 presenterte vi en komparativ bransje, der XXL også inngår som en del av denne bransjen. Vi har ikke valgt selskap fra det finske markedet, da vi ikke har klart å finne gode nok regnskap til sammenligning. I kapittel 7.5.2 presenteres omgrupperte regnskapstall for den komparative bransjen, som brukes videre i regnskapsanalysene.

#### **7.1.5 Vekting**

I beregning av gjennomsnittlige forholdstall velger vi å vektlegge regnskapstallene forskjellig fra år til år i analyseperioden, ettersom de siste årene gir best indikasjoner på hvordan stillingen til selskapet er i dag. For XXL vektlegger vi de to siste årene mest, og vektfordelingen vi har valgt for de fem årene i analyseperioden er presentert i tabell 7-1.

Tidsvektning	2011	2012	2013	2014	2015	Sum
Fordeling	15 %	15 %	20 %	25 %	25 %	100 %

Tabell 7-1: Tidsvektning av regnskapstallene i regnskapsanalysene for XXL i analyseperioden 2011-2015

## **7.2 Presentasjon av rapporterte tall**

Konsernregnskapene til XXL ASA har etter børsnoteringen blitt utarbeidet i samsvar med de internasjonale regnskapsreglene, IFRS. Tabell 7-2, 7-3 og 7-4 presenterer XXLs rapporterte regnskapstall for analyseperioden 2011 til 2015. Regnskapsåret varer fra 1. januar til 31. desember, og tallene er oppgitt i TNOK.

Tallene for 2015 er hentet fra 4. kvartalsrapporten til XXL og er ikke like detaljerte som det årsrapportene er. I den forbindelse har vi sett det som nødvendig å ta noen forutsetninger ved å estimere noen av postene i regnskapet. Tallene vi har estimert står i kursiv i tabellene.



XXL ASA, Resultatregnskap	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	2 466 342	3 101 368	4 008 421	5 212 000	6 487 000
+ Andre driftsinntekter	4 611	5 796	1 806	3 000	0
= <b>Totale driftsinntekter</b>	<b>2 470 953</b>	<b>3 107 164</b>	<b>4 010 227</b>	<b>5 215 000</b>	<b>6 487 000</b>
- Varekostnader	1 463 281	1 882 995	2 399 497	3 083 000	3 908 000
- Lønnskostnader	351 615	449 829	606 318	799 000	991 000
- Av- og nedskrivninger	35 687	46 201	58 967	80 000	91 000
- Andre driftskostnader	331 494	403 763	544 498	732 000	863 000
= <b>Totale driftskostnader</b>	<b>2 182 077</b>	<b>2 782 788</b>	<b>3 609 280</b>	<b>4 694 000</b>	<b>5 853 000</b>
= <b>Driftsresultat</b>	<b>288 876</b>	<b>324 376</b>	<b>400 947</b>	<b>521 000</b>	<b>634 000</b>
+ Renteinntekter	1 324	6 064	3 168	8 000	16 000
+ Andre finansinntekter	9 524	5 077	39 118	93 000	126 000
= <b>Totale finansinntekter</b>	<b>10 848</b>	<b>11 141</b>	<b>42 286</b>	<b>101 000</b>	<b>142 000</b>
- Rentekostnader	227 601	240 889	249 170	194 000	146 000
- Andre finanskostnader	20 655	10 736	17 970	88 000	22 000
= <b>Totale finanskostnader</b>	<b>248 256</b>	<b>251 625</b>	<b>267 140</b>	<b>282 000</b>	<b>168 000</b>
= <b>Netto finansresultat</b>	<b>-237 408</b>	<b>-240 484</b>	<b>-224 854</b>	<b>-181 000</b>	<b>-26 000</b>
= <b>Resultat før skattekostnad</b>	<b>51 468</b>	<b>83 892</b>	<b>176 093</b>	<b>340 000</b>	<b>608 000</b>
- Skattekostnad	13 915	22 551	51 022	77 000	141 000
= <b>Årsresultat</b>	<b>37 553</b>	<b>61 341</b>	<b>125 071</b>	<b>263 000</b>	<b>467 000</b>
<b>Oppstilling over øvrige resultatelementer</b>					
+ Valutaendringer	138	-243	910	0	1 000
= <b>Øvrige resultatelementer etter skatt</b>	<b>138</b>	<b>-243</b>	<b>910</b>	<b>0</b>	<b>1 000</b>
= <b>Totalresultat for perioden</b>	<b>37 691</b>	<b>61 098</b>	<b>125 981</b>	<b>263 000</b>	<b>468 000</b>

Tabell 7-2: Rapportert resultatregnskap for XXL ASA fra 2011-2015 presentert i TNOK.

Tallene i denne tabellen og i de to neste er hentet fra års- og kvartalsrapporter for 2011–2015, og fra prospektet i forbindelse med børsnoteringen (DNB Markets, 2014).

XXL ASA, Eiendeler	01.01.2011	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
<b>ANLEGGSMIDLER</b>						
Varemerker	193 604	200 485	190 094	190 176	191 000	202 000
+ Egentilvirket programvare	1 726	1 983	1 747	14 738	20 000	15 000
+ Programvare	6 507	8 049	7 960	8 955	10 000	8 000
+ Utsatt skattefordel	0	1 676	0	0	0	0
+ Goodwill	2 731 573	2 733 969	2 733 969	2 733 969	2 734 000	2 734 000
<b>= Sum immaterielle eiendeler</b>	<b>2 933 410</b>	<b>2 946 162</b>	<b>2 933 770</b>	<b>2 947 838</b>	<b>2 955 000</b>	<b>2 959 000</b>
+ Anlegg under utførelse	0	0	25 039	5 623	3 000	3 000
+ Maskiner og utstyr	32 920	71 501	60 965	59 622	57 000	39 000
+ Tomter og bygninger	5 278	8 738	8 371	8 899	8 000	8 000
+ Transport og kjøretøy	389	468	252	1 024	1 000	1 000
+ Inventar og innredning	118 595	147 944	230 561	337 795	404 000	518 000
<b>= Sum varige driftsmidler</b>	<b>157 182</b>	<b>228 651</b>	<b>325 188</b>	<b>412 963</b>	<b>473 000</b>	<b>569 000</b>
+ Lån til tilknyttede selskap	0	5 640	5 221	4 000	0	0
+ Andre investeringer	30	30	30	30	0	0
<b>= Sum finansielle anleggsmidler</b>	<b>30</b>	<b>5 670</b>	<b>5 251</b>	<b>4 030</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>= Sum anleggsmidler</b>	<b>3 090 622</b>	<b>3 180 483</b>	<b>3 264 209</b>	<b>3 364 831</b>	<b>3 428 000</b>	<b>3 528 000</b>
<b>OMLØPSMIDLER</b>						
+ Varelager	487 682	632 794	778 246	1 072 808	1 397 000	1 928 000
+ Kundefordringer	28 147	181 919	207 597	152 491	93 000	90 000
+ Andre kortsiktige fordringer	38 751	3 143	29 543	74 180	192 000	192 000
+ Kontanter og bankinnskudd	117 394	128 272	56 932	169 792	222 000	87 000
<b>= Sum omløpsmidler</b>	<b>671 974</b>	<b>946 128</b>	<b>1 072 318</b>	<b>1 469 271</b>	<b>1 904 000</b>	<b>2 297 000</b>
<b>= Sum eiendeler</b>	<b>3 762 596</b>	<b>4 126 612</b>	<b>4 336 528</b>	<b>4 834 102</b>	<b>5 333 000</b>	<b>5 824 000</b>

Tabell 7-3: Rapportert balanseregnskap, eiendeler, for XXL ASA i perioden 2011-2015 presentert i TNOK

XXL ASA, Egenkapital og gjeld	01.01.2011	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
<b>EGENKAPITAL</b>						
Aksjekapital	107 600	109 445	109 445	109 445	55 000	55 000
+ Overkurs	968 400	986 238	986 238	986 238	2 834 000	2 831 000
+ Annen egenkapital	-142 348	-107 499	-48 182	77 798	330 000	519 000
<b>= Sum egenkapital</b>	<b>933 652</b>	<b>988 184</b>	<b>1 047 501</b>	<b>1 173 481</b>	<b>3 219 000</b>	<b>3 405 000</b>
<b>GJELD</b>						
+ Utsatt skatt	41 800	39 911	37 364	40 784	52 000	61 000
+ Andre avsetninger	0	0	0	0	0	3 000
+ Annen langsiktig gjeld	1 138 750	1 132 128	1 117 421	1 037 832	1 097 000	1 121 000
+ Lån fra aksjonær	1 253 700	1 379 070	1 516 994	1 668 675	0	0
<b>= Sum langsiktig gjeld</b>	<b>2 434 250</b>	<b>2 551 109</b>	<b>2 671 779</b>	<b>2 747 291</b>	<b>1 149 000</b>	<b>1 185 000</b>
+ Leverandørgjeld	114 003	297 604	267 839	414 784	455 000	578 000
+ Kortsiktige lån	20 000	55 000	71 667	138 794	6 000	0
+ Derivater	233	12 366	12 130	4 158	0	0
+ Betalbar skatt	38 925	17 489	25 283	47 787	75 000	141 000
+ Skyldige offentlige avgifter	74 533	78 730	94 268	120 292	185 000	228 000
+ Annen kortsiktig gjeld	147 001	126 131	146 062	187 515	245 000	287 000
<b>= Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>394 695</b>	<b>587 320</b>	<b>617 249</b>	<b>913 330</b>	<b>966 000</b>	<b>1 234 000</b>
<b>= Sum gjeld</b>	<b>2 828 945</b>	<b>3 138 429</b>	<b>3 289 028</b>	<b>3 660 621</b>	<b>2 115 000</b>	<b>2 419 000</b>
<b>= Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>3 762 596</b>	<b>4 126 612</b>	<b>4 336 528</b>	<b>4 834 102</b>	<b>5 333 000</b>	<b>5 824 000</b>

Tabell 7-4: Rapportert balanseregnskap, egenkapital og gjeld, for XXL ASA i perioden 2011-2015 presentert i TNOK

---

Som vi ser i resultatregnskapet i tabell 7-2, har omsetningen til XXL økt kraftig fra år 2011 til 2015. Omsetningsveksten relaterer seg til vekststrategien som selskapet har utarbeidet, der de årlig tar markedsandeler i bransjen og åpner nye butikker i nye og eksisterende markeder. Selskapet leverer årlig gode resultat, samtidig som at de stadig utvikler seg og ekspanderer driften.

Balanseregnskapet i tabell 7-3 og 7-4 viser ikke store, uventede endringer i analyseperioden utover økningen i egenkapitalen i 2014, som kom av en aksjeemisjon i forbindelse med børsnoteringen. Konsernets gode tall de siste årene har bidratt til en solid egenkapitalandel, samtidig som at den langsiktige gjelden ble redusert i 2014 da lånet til aksjonærene ble innfridd i forbindelse med børsnoteringen. Verdiene i konsernet er hovedsakelig fordelt på varelager og anleggsmidler, der goodwill og fast inventar utgjør den største andelen av anleggsmidlene. Posten goodwill oppstod i forbindelse med kjøpet av XXL Sport & Villmark AS i 2010. Varelagerandelen og leverandørgjelden øker årlig etter hvert som antall butikker øker. Det samme gjelder også andelen offentlige skatter og avgifter, som varierer med sysselsettingen i konsernet.

### **7.3 Omgruppering for analyse**

Vi omgrupperer som nevnt regnskapstallene til XXL for å få en mer investororientert tilnærming. Dette gjøres for både resultat- og balanseregnskapet for alle årene i analyseperioden.

#### ***7.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet***

Målet med omgruppering av resultatregnskapet er å fordele postene på drift og finans, som igjen deles i normale og unormale poster. Knivsflå (2016) presenterer en modell i fire steg for omgruppering av resultatregnskapet.

1. Identifisere det fullstendige nettoresultatet
2. Fordele det fullstendige nettoresultatet slik at alle kapitaler i balansen – selskapet (drift), kreditorer (gjeld) og eiere (egenkapitalen) – får «sitt» resultat før skatt
3. Identifisere normale og unormale poster i drift, finans og skatt
4. Fordele skattekostnaden på alle resultatene

Vi vil gjennomgå stegene i kronologisk rekkefølge, før vi til slutt presenterer det omgrupperte resultatregnskapet for XXL for perioden 2011-2015.

### **Steg 1: Identifisere det fullstendige nettoresultatet**

Det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen er definert som følger:

$$\text{Fullstendig nettoresultat} = \text{Rapportert årsresultat} + \text{Annet fullstendig resultat} + \text{"Dirty surplus"}$$

For å finne XXLs fullstendige nettoresultat til egenkapitalen, tar vi for oss hver komponent i formelen ovenfor. Etter IFRS skal et finansregnskap blant annet inneholde en oppstilling av resultatet, samt andre inntekter og kostnader for perioden. Oppstillingen av resultatet samsvarer med årsresultatet, slik det er presentert i det rapporterte resultatregnskapet. Andre inntekter og kostnader omfatter inntekts- og kostnadsposter som ikke blir innregnet i resultatet, og disse postene blir ført som «Other Comprehensive Income» (OCI) (IFRS Foundation, 2012). Postene som blir ført over OCI inngår i «annet fullstendig resultat» i formelen ovenfor.

«Dirty surplus»-føringer er kjent som rapportering av resultatposter direkte mot egenkapitalen, der postene følgelig ikke blir ført i resultatregnskapet (Penman, 2013, s. 263). Etter norske regler er «dirty surplus»-føringer et brudd med kongruensprinsippet, siden alle inntekter og kostnader etter denne regelen skal føres i resultatregnskapet. Det kan imidlertid skje unntak fra regelen, som da blir klassifisert som «dirty surplus». For regnskap som er ført etter IFRS vil det i færre tilfeller forekomme «dirty surplus», ettersom IFRS opererer med annet fullstendig resultat (OCI). Det kan likevel også her forekomme tilfeller av «dirty surplus» hvis det er inntekter og kostnader som er ført direkte mot egenkapitalen.

Tabell 7-5 oppsummerer hvilke tall som inngår i formelen som var presentert innledningsvis til steg 1, og viser således fullstendig nettoresultat til egenkapitalen for XXL. Det har ikke forekommet tilfeller av «dirty surplus» i XXL sitt tilfelle, slik at fullstendig nettoresultat til egenkapitalen er det samme som totalresultatet i det rapporterte resultatregnskapet i analyseperioden.

	2011	2012	2013	2014	2015
Årsresultat	37 553	61 341	125 071	263 000	467 000
+ Annet fullstendig resultat (OCI)	138	-243	910	0	1 000
+ «Dirty surplus»	0	0	0	0	0
= <b>Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen</b>	<b>37 691</b>	<b>61 098</b>	<b>125 981</b>	<b>263 000</b>	<b>468 000</b>

Tabell 7-5: Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen for XXL i perioden 2011-2015 presentert i TNOK

## Steg 2: Fordeling av det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen

Omgrupperingen skal som nevnt avdekke hvilke drivere som gir avkastning på egenkapitalen. Vi fordeler derfor fullstendig nettoresultat til egenkapitalen på drift, finans og skatt for å synliggjøre dette.

Fordelingen baseres på innsikt fra XXLs regnskap og tilhørende noter for analyseperioden 2011-2015. De ordinære driftsinntektene og -kostnadene blir klassifisert som driftsposter i det omgrupperte resultatregnskapet. I 2014 solgte selskapet sin andel i XXL Game Reserve Ltd for en ukjent sum. Notene til regnskapet gir opplysninger om at eierandelen ikke har gitt avkastning i perioden før salget, samtidig var posten nedskrevet til 0 kroner i regnskapet. Vi har derfor vurdert det som ikke aktuelt å omgruppere noe av resultatet i regnskapet til resultat fra driftstilknyttede selskap, eller resultat fra diskontinuerlig virksomhet.

Poster som er ført over annet fullstendig resultat (OCI) består i analyseperioden av endringer i valutakurser som følge av omregninger. Dette er vurdert å ha med driften av selskapet å gjøre, og posten er i sin helhet vurdert å være en driftsrelatert OCI. I tillegg har selskapet derivater som er direkte knyttet opp til endringene i valutakursene. Omgrupperingen av balansen vil senere vise at derivatene i balansen og 20 % av bankbeholdningen er vurdert å være netto driftseiendeler. For å opprettholde en konsistens i omgrupperingen, medfører dette at endringer på derivatene blir vurdert som driftsinntekter og driftskostnader, samt at 20 % av renteinntektene vurderes som driftsinntekter og ikke finansinntekter. Tabell 7-6 presenterer fordelingen av det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen på drift og finans.

	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	2 471 218	3 108 612	4 018 833	5 216 600	6 490 200
- Driftskostnader	2 194 210	2 782 788	3 609 280	4 694 000	5 853 000
<b>= Driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>277 008</b>	<b>325 824</b>	<b>409 553</b>	<b>522 600</b>	<b>637 200</b>
+ Resultat fra driftstilknyttede selskap	0	0	0	0	0
+ Driftsrelatert annet fullstendig resultat (OCI)	138	-243	910	0	1 000
<b>= Fullstendig driftsresultat før skatt</b>	<b>277 146</b>	<b>325 581</b>	<b>410 463</b>	<b>522 600</b>	<b>638 200</b>
+ Finansinntekter	10 583	9 693	33 680	99 400	138 800
- Finanskostnader	236 123	251 625	267 140	282 000	168 000
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0
+ Finansielt annet fullstendig resultat (OCI)	0	0	0	0	0
<b>= Resultat før skatt</b>	<b>51 606</b>	<b>83 649</b>	<b>177 003</b>	<b>340 000</b>	<b>609 000</b>
- Skattekostnad	13 915	22 551	51 022	77 000	141 000
<b>= Resultat til egenkapitalen</b>	<b>37 691</b>	<b>61 098</b>	<b>125 981</b>	<b>263 000</b>	<b>468 000</b>

Tabell 7-6: Fordeling av det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen på drift og finans. Tabellen presenterer tall i TNOK for perioden 2011-2015

### Steg 3: Identifisere normale og unormale poster i drift, finans og skatt

Etter at det fullstendige resultatet er identifisert, skal dette fordeles mellom normalt og unormalt resultat. Unormalt resultat består av engangsposter som vanligvis ikke gjentar seg regelmessig (Kaldestad & Møller, 2011, s. 58). Det er derfor kun det normale resultatet som kan forventes at gjentar seg årlig, og det er følgelig det resultatet som er relevant å basere framtidsregnskapet på.

#### *Normale og unormale driftsposter*

XXLs driftsinntekter består av generelle salgsinntekter, og er vurdert å være normale siden de inngår som en del av den normale driftssyklusen. Posten «andre driftsinntekter» er ikke nevnt spesielt i notene til regnskapet, og vi har følgelig ikke opplysninger om hvor disse inntektene kommer fra. Vi har derfor vurdert disse inntektene for å være unormale, ettersom de varierer veldig fra år til år. Renteinntektene som tilfaller driftsresultatet har vi vurdert som normale, ettersom det er stabile inntekter som kommer igjen hvert år.

Varekostnader, lønns- og personalkostnader, avskrivninger og andre driftskostnader er stabile poster og er i hovedsak vurdert å være normale i regnskapet. Det er gitt opplysninger om en engangspost i notene til regnskapet for 2014 på 36,5 MNOK som gjelder prosessen rundt børsnoteringen av selskapet. I tillegg er det foretatt noen nedskrivninger i forbindelse med vurderingen av de immaterielle eiendelene. Disse føringene er vurdert å være unormale. Regnskapsførte endringer av derivater er varierende fra år til år, og annet fullstendig resultat (OCI) består av valutadifferanser som har oppstått som følge av omregninger. Begge postene er vurdert å være unormale. Oppsummert blir det normale og unormale driftsresultatet til

XXL i analyseperioden som vist i tabell 7-7 nedenfor. Merk at driftsrelatert OCI er etter skatt.

	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	2 466 607	3 102 581	4 009 055	5 213 600	6 490 200
- Varekostnader	1 463 281	1 882 995	2 399 497	3 083 000	3 908 000
- Lønns- og personalkostnader	351 615	449 829	606 318	799 000	991 000
- Andre driftskostnader	331 494	403 763	544 498	695 495	863 000
- Avskrivninger	35 687	45 242	57 644	74 000	91 000
<b>= Normalt driftsresultat før skatt</b>	<b>284 530</b>	<b>320 753</b>	<b>401 098</b>	<b>562 105</b>	<b>637 200</b>
Driftsinntekter	4 611	6 031	9 778	3 000	0
- Andre driftskostnader	12 133	0	0	36 505	0
- Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler	0	959	1 323	6 000	0
<b>= Unormalt driftsresultat før skatt</b>	<b>-7 522</b>	<b>5 072</b>	<b>8 455</b>	<b>-39 505</b>	<b>0</b>
+ Driftsrelatert OCI etter skatt	138	-243	910	0	1 000

Tabell 7-7: Normalt og unormalt driftsresultat før skatt for perioden 2011-2015 i TNOK for XXL

### *Normale og unormale finansposter*

De unormale finanspostene består av realiserte og urealiserte valutagevinster og -tap, samt andre finansinntekter og -kostnader. Disse postene har vi trukket ut av de normale finanspostene. Oppsummert viser tabell 7-8 det normale og det unormale finansresultatet, begge før skatt.

	2011	2012	2013	2014	2015
Finansinntekter	1 059	4 851	2 534	6 400	12 800
- Finanskostnader	227 601	240 889	249 170	194 000	146 000
<b>= Normalt finansresultat før skatt</b>	<b>-226 542</b>	<b>-236 038</b>	<b>-246 636</b>	<b>-187 600</b>	<b>-133 200</b>
Unormale finansinntekter	9 524	4 842	31 146	93 000	126 000
- Unormale finanskostnader	8 522	10 736	17 970	88 000	22 000
<b>= Unormalt finansresultat før skatt</b>	<b>1 002</b>	<b>-5 894</b>	<b>13 176</b>	<b>5 000</b>	<b>104 000</b>

Tabell 7-8: Normalt finansresultat før skatt for perioden 2011-2015 i TNOK for XXL

### *Skattekostnad*

Den rapporterte skattekostnaden, slik den framkommer i regnskapet, klassifiserer vi i sin helhet som en normal skattekostnad. Det er ikke gitt opplysninger i regnskapet som tilsier at deler av denne posten består av en direkte unormal skattekostnad.

### **Steg 4: Fordele skattekostnaden på alle resultatene**

I siste steg skal rapportert skattekostnad fordeles på en normal skattekostnad, som igjen fordeles på normalt og unormalt drifts- og finansresultat. Vi tar først for oss fordelingen av skattekostnaden på finansresultatet, før vi ser på fordelingen på driftsresultatet. Historisk selskapsskattesats i Norge var 28 % fra 2011 til 2013, og 27 % fra 2014 til 2015. Ved beregning av skatt på både finansresultatet og driftsresultatet, tar vi hensyn til de endringene

som er gjort i skattesatsene. Vi tar derimot ikke hensyn til eventuelle effekter som en endring i selskapsskattesats kan ha på utsatt skatt.

### **Finansresultatet**

I regnskapet til XXL består finansinntektene utelukkende av inntekter som ikke faller inn under fritaksmetoden. Dermed blir både finansinntekter, finanskostnader og unormalt finansresultat skattlagt med selskapsskattesatsen. Tabell 7-9 viser beregningen av netto finansinntekter og -kostnader, samt netto unormalt finansresultat. Oppsummert finner vi total finansskatt som vi i neste avsnitt bruker til beregning av driftsskattesatsen.

	2011	2012	2013	2014	2015
Finansinntekter	1 059	4 851	2 534	6 400	12 800
- Finansinntektsskatt	297	1 358	710	1 728	3 456
<b>= Netto finansinntekter</b>	<b>763</b>	<b>3 493</b>	<b>1 825</b>	<b>4 672</b>	<b>9 344</b>
Finanskostnader	227 601	240 889	249 170	194 000	146 000
- Finanskostnadsskatt (skatteinntekt)	63 728	67 449	69 768	52 380	39 420
<b>= Netto finanskostnader</b>	<b>163 873</b>	<b>173 440</b>	<b>179 402</b>	<b>141 620</b>	<b>106 580</b>
Unormale finansinntekter	9 524	4 842	31 146	93 000	126 000
- Unormale finanskostnader	8 522	10 736	17 970	88 000	22 000
- Skatt på unormalt finansresultat	281	-1 650	3 689	1 350	28 080
<b>= Unormalt finansresultat etter skatt</b>	<b>721</b>	<b>-4 244</b>	<b>9 487</b>	<b>3 650</b>	<b>75 920</b>
<b>= Total finansskatt</b>	<b>-63 151</b>	<b>-67 741</b>	<b>-65 369</b>	<b>-49 302</b>	<b>-7 884</b>

Tabell 7-9: Beregnet skattekostnad på normalt og unormalt finansresultat for XXL i TNOK for perioden 2011-2015

### **Driftsresultatet**

Den effektive skattekostnaden på driftsresultat er presentert ved driftsskattesatsen. Satsen kan variere veldig fra den nominelle selskapsskattesatsen, noe som for eksempel kommer av effekten fra permanente forskjeller og framførbart underskudd. Vi har beregnet driftsskattesatsen på driftsresultatet (både normalt og unormalt) ved å bruke formelen nedenfor:

$$\text{Driftsskattesats (dss)} = \frac{\text{Normal skattekostnad} - \text{Fordelt finansskatt}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

Normal skattekostnad er skattekostnaden slik den fremkommer i de rapporterte resultatregnskapene til XXL. Fordelt finansskatt har vi regnet ut ovenfor i tabell 7-9. Driftsresultat før skatt består både av normalt og unormalt driftsresultat, og vi har beregnet disse beløpene i tabell 7-7 ovenfor. Oppsummert får vi derfor en beregning av årlig driftsskattesats, som vist i tabell 7-10:

	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsskattesats (dss)	27,82 %	27,71 %	28,42 %	24,17 %	23,37 %

Tabell 7-10: Beregnet driftsskattesats for XXL i perioden 2011-2015 basert på normal skattekostnad



Driftsskattesatsen bruker vi blant annet i beregningen av normalisert driftsskattesats, som igjen brukes til å beregne driftsrelatert skattekostnad. Den normaliserte driftsskattesatsen er det minst ekstreme tallet av medianen og gjennomsnittet av tallrekken i tabell 7-10 (Knivsflå, 2016). Vi finner at medianen er den minst ekstreme prosentsetsatsen, og den normaliserte driftsskattesatsen er derfor beregnet til å være 27,71 % for analyseperioden.

For å beregne driftsrelatert skattekostnad, multipliserer vi innværende års normale driftsresultat med den normaliserte driftsskattesatsen. Det gir oss følgende oppstilling av netto driftsresultat over analyseperioden, som vist i tabell 7-11:

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Driftsinntekter</b>	<b>2 466 607</b>	<b>3 102 581</b>	<b>4 009 055</b>	<b>5 213 600</b>	<b>6 490 200</b>
- Varekostnader	1 463 281	1 882 995	2 399 497	3 083 000	3 908 000
- Lønns- og personalkostnader	351 615	449 829	606 318	799 000	991 000
- Andre driftskostnader	331 494	403 763	544 498	695 495	863 000
- Avskrivninger	35 687	45 242	57 644	74 000	91 000
<b>= Driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>284 530</b>	<b>320 752</b>	<b>401 098</b>	<b>562 105</b>	<b>637 200</b>
- Driftsrelatert skattekostnad	78 848	88 886	111 151	155 769	176 580
<b>= Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>205 681</b>	<b>231 866</b>	<b>289 946</b>	<b>406 336</b>	<b>460 620</b>
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	0	0	0	0	0
<b>= Netto driftsresultat</b>	<b>205 681</b>	<b>231 866</b>	<b>289 946</b>	<b>406 336</b>	<b>460 620</b>

Tabell 7-11: Omgruppert netto driftsresultat for XXL i perioden 2011-2015 i TNOK

Videre skal skattekostnaden som inngår i det unormale netto driftsresultatet beregnes. I denne posten inngår både skatt på unormalt driftsresultat og unormal driftsskatt på normalt driftsresultat.

Vi beregner skatt på unormalt driftsresultat ved å multiplisere driftsskattesatsen med det unormale driftsresultatet. For å så kunne beregne den unormale driftsskatten på normalt driftsresultat, må vi først beregne den unormale driftsskattesatsen. Denne satsen finner vi ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Unormal driftsskattesats}_t = \text{Driftsskattesats}_t - \text{Normalisert driftsskattesats}$$

Der:

$t = \text{regnskapsår } 2011, 2012, \dots, 2015$

Dette gir oss unormale driftsskattesatser i analyseperioden som vist i tabell 7-12:

	2011	2012	2013	2014	2015
Unormal driftsskattesats (dss - ndss)	0,11 %	0,00 %	0,71 %	-3,54 %	-4,35 %

Tabell 7-12: Unormal driftsskattesats i det omgrupperte regnskapet til XXL i analyseperioden 2011-2015

Den unormale driftsskatten på normalt driftsresultat blir så beregnet ved å multiplisere den unormale driftsskattesatsen med det normaliserte driftsresultatet før skatt fra tabell 7-7.

Oppsummert finner vi således unormalt netto driftsresultat ved å trekke skattekostnadene som er funnet ovenfor fra det unormale driftsresultatet. Til slutt legger vi til driftsrelatert OCI ettersom den er presentert etter skatt i det rapporterte resultatregnskapet til XXL. Tabell 7-13 viser det unormale driftsresultatet etter skatt for analyseperioden:

	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	4 611	6 031	9 778	3 000	0
- Andre driftskostnader	12 133	0	0	36 505	0
- Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler	0	959	1 323	6 000	0
= <b>Unormalt driftsresultat før skatt</b>	<b>-7 522</b>	<b>5 072</b>	<b>8 455</b>	<b>-39 505</b>	<b>0</b>
- Skatt på unormalt driftsresultat	-2 093	1 406	2 403	-9 548	0
+ Driftsrelatert OCI etter skatt	138	-243	910	0	1 000
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	311	0	2 837	-19 920	-27 696
= <b>Unormalt netto driftsresultat</b>	<b>-5 602</b>	<b>3 423</b>	<b>4 126</b>	<b>-10 038</b>	<b>28 696</b>

Tabell 7-13: Unormalt netto driftsresultat etter omgruppering for XXL i analyseperioden 2011-2015 i TNOK

I tabellene ovenfor har vi som nevnt fordelt den årlige rapporterte skattekostnaden på en normal skattekostnad, som igjen er fordelt på det normale og unormale drifts- og finansresultatet. Når vi summerer skattekostnadene som tilfaller drifts- og finansresultatet, samsvarer dette med den årlige rapporterte skattekostnaden. Dette viser at fordelingen som er gjort bare er en omgruppering av de allerede eksisterende kostnadene.

### Presentasjon av omgruppert resultatregnskap

Vi har nå gjennomført stegene i rammeverket, og har med det kommet fram til et omgruppert resultatregnskap. I tabell 7-14 presenteres det omgrupperte resultatregnskapet for XXL i analyseperioden 2011-2015:

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Driftsinntekter</b>	<b>2 466 607</b>	<b>3 102 581</b>	<b>4 009 055</b>	<b>5 213 600</b>	<b>6 490 200</b>
- Varekostnader	1 463 281	1 882 995	2 399 497	3 083 000	3 908 000
- Lønns- og personalkostnader	351 615	449 829	606 318	799 000	991 000
- Andre driftskostnader	331 494	403 763	544 498	695 495	863 000
- Avskrivninger	35 687	45 242	57 644	74 000	91 000
= <b>Driftsresultat</b>	<b>284 530</b>	<b>320 752</b>	<b>401 098</b>	<b>562 105</b>	<b>637 200</b>
- Driftsrelatert skattekostnad	78 848	88 886	111 151	155 769	176 580
= <b>Netto driftsresultat</b>	<b>205 681</b>	<b>231 866</b>	<b>289 946</b>	<b>406 336</b>	<b>460 620</b>
+ Netto finansinntekt	763	3 493	1 825	4 672	9 344
= <b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>206 444</b>	<b>235 359</b>	<b>291 771</b>	<b>411 008</b>	<b>469 964</b>
- Netto finanskostnad	163 873	173 440	179 402	141 620	106 580
= <b>Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>42 571</b>	<b>61 918</b>	<b>112 369</b>	<b>269 388</b>	<b>363 384</b>
+ Unormalt netto driftsresultat	-5 602	3 423	4 126	-10 038	28 696
+ Unormalt netto finansresultat	721	-4 244	9 487	3 650	75 920
= <b>Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>37 691</b>	<b>61 098</b>	<b>125 981</b>	<b>263 000</b>	<b>468 000</b>
- Netto betalt utbytte	-16 842	1 782	0	-1 784 000	281 000
= <b>Endring i egenkapital fra drift</b>	<b>54 533</b>	<b>59 316</b>	<b>125 981</b>	<b>2 047 000</b>	<b>187 000</b>

Tabell 7-14: Omgruppert resultatregnskap for XXL i analyseperioden 2011-2015 i TNOK

Det omgrupperte og normaliserte resultatregnskapet ovenfor viser at netto driftsresultat har vært stabilt i perioden fram til år 2013, og har videre økt etter dette. Selskapet har trolig merket virkningen av ekspanderingen til Finland i 2014, samtidig som at de klarer å dra nytte av de fordelene som konseptet legger til rette for. Nettoresultatet til egenkapital er noe mindre stabilt, men viser positive tall og en stigende trend. Tallene er forbedret i 2014 og 2015 ettersom finanskostnadene er redusert i denne perioden. Dette kommer som en følge av at lånet til aksjonærene ble innfridd i 2014 og de øvrige lånene ble reforhandlet samme år (XXL ASA, 2015, s. 14).

Vi vurderer det omgrupperte og normaliserte resultatregnskapet som representativt for analyseperioden. Det er følgelig et regnskap vi kan bygge videre på i oppgaven.

### 7.3.2 Omgruppering av balanseregnskapet

Balanseregnskapet slik det er presentert i henhold til IFRS, er som nevnt kreditororientert og har fokus på likviditeten til eiendeler og forfallstiden til gjeld. For å endre fokuset til et mer investororientert syn, må vi omgruppere balanseregnskapet slik at det presenterer et skille mellom drift og finans. Ved omgruppering av balanseregnskapet blir den rapporterte totalkapitalen omgruppert til en balanse som uttrykker netto driftskapital, der Knivsfå (2016) presenterer et rammeverk for omgruppering bestående av fire steg. Vi vil gjennomgå stegene i kronologisk rekkefølge, før vi til slutt presenterer det omgrupperte balanseregnskapet for XXL i årene 2011-2015. De fire stegene er:

1. Reklassifisere eventuelt avsatt utbytte til egenkapital
2. Skille mellom drift og finans i totalbalansen
3. Omgruppere totalkapital til sysselsatt kapital
4. Omgruppere sysselsatt kapital til netto driftskapital

### **Steg 1: Reklassifisere eventuelt avsatt utbytte til egenkapital**

I første steg skal eventuelt avsatt utbytte reklassifiseres fra gjeld til egenkapital. Dette blir gjort fordi avsatt utbytte ikke skal redusere verdien av selskapet. Årsaken til det er at utbytte er gjeld til eierne, og eierne kan som prinsipp ikke ha gjeld til seg selv (Kaldestad & Møller, 2011, s. 145).

Etter NGAAP blir foreslått utbytte for inneværende regnskapsår avsatt i balansen som kortsiktig gjeld i påvente av endelig vedtak fra generalforsamlingen. Etter IFRS blir derimot foreslått utbytte klassifisert som egenkapital fram til generalforsamlingen har vedtatt utbyttet, noe som betyr at det ikke er behov for en reklassifisering. XXL fører som nevnt etter IFRS, og steg 1 har dermed ingen påvirkning for denne omgrupperingen.

### **Steg 2: Skille mellom drift og finans i totalbalansen**

Vi omgrupperer balansen og skiller mellom driftseiendeler og -gjeld, samt finansielle eiendeler og gjeld. I omgrupperingen er det viktig å opprettholde konsistens mellom balansen og resultatet. Det betyr at en eiendel- eller gjeldspost som genererer driftsinntekter eller -kostnader i resultatregnskapet, skal klassifiseres som en driftspost i balanseregnskapet. Tilsvarende gjelder for de finansielle postene.

Driftsrelaterte eiendeler er direkte knyttet til driften og inngår i driftssyklusen til selskapet, mens finansielle eiendeler er pengeplasseringer som er fremmede for driften i forhold til driftssyklusen (Knivsflå, 2016). Finansiell gjeld er lån som er tatt opp hos banker eller andre kredittinstitusjoner, og som inngår i finansieringen av selskapet. Dette er lån som selskapet betaler renter av, og vi kan forenklet si at den finansielle gjelden er selskapets rentebærende gjeld. Driftsrelatert gjeld er lån som blir tatt opp som en del av driftssyklusen og som det i utgangspunktet ikke blir betalt renter av. Det er fordi denne type gjeld ikke er å anse som en aktiv gjeldsplassering, i motsetning til banklån som selskapet tar opp for investeringsformål. Oppsummert kan vi si at den driftsrelaterte gjelden er selskapets ikke-rentebærende gjeld.

---

Ved omgruppering av balanseregnskapet gjennomgår vi de ulike balansepostene for å vurdere om denne er tilknyttet drift eller finans. Til slutt vil vi presentere det ferdige omgrupperte balanseregnskapet for XXL for analyseperioden 2011-2015.

### ***Anleggsmidler***

De immaterielle eiendelene og varige driftsmidlene består av goodwill, programvare, varemerke og fast inventar. Goodwill-posten oppstod som nevnt i forbindelse med kjøp av XXL Sport & Villmark AS i 2010. Deler av posten «varemerke» oppstod også som følge av denne overtakelsen, mens det i de senere år har blitt tilført ytterligere tilganger på denne posten. Vi har ikke funnet informasjon i regnskapet eller tilhørende noter som gir indikasjoner på at de immaterielle eiendelene og de varige driftsmidlene er noe annet enn driftsrelaterte, og de er følgelig vurdert som driftseiendeler.

Finansielle investeringer bestod i perioden 2011-2013 av et lån til det tilknyttede selskapet XXL Game Reserve Ltd. XXL solgte sine andeler i dette selskapet i 2014, og på samme tid ble lånet gjort opp. Andeler i tilknyttede selskap er ofte vurdert å være driftsrelaterte hvis begge selskapene har tilnærmet lik drift. Vi har ikke opplysninger som tilsier at driften mellom selskapene er signifikant forskjellig, og vi vurderer derfor denne posten som en driftsrelatert eiendel. Lånet som er gitt til selskapet er imidlertid vurdert å være en finansiell eiendel, da lån faller utenfor den daglige driften av selskapet. Samtidig blir det beregnet renteinntekter på lånet, og for å opprettholde konsistens mellom resultatregnskapet og balanseregnskapet, blir lånet derfor vurdert å være en finansiell eiendel.

### ***Omløpsmidler***

Varelageret, kundefordringer og andre fordringer er eiendeler som direkte inngår i driftssyklusen av selskapet, og er i denne sammenhengen vurdert å være driftsrelaterte eiendeler. Det kan diskuteres om «andre kortsiktige fordringer» kan være finansielle, men notene til regnskapet gir ikke utfyllende informasjon om hva denne posten består av, da den er presentert som en oppsummert post. Det er følgelig rimelig å vurdere posten som en driftsrelatert eiendel når vi ser den i sammenheng med de øvrige fordringene.

Kaldestad & Møller (2011, s. 136) hevder at bankinnskudd er en sammensetning av arbeidskapital og finansielle eiendeler. Etter at det er tatt hensyn til skattetrekkmidler og nødvendig driftslikviditet, vil den resterende andelen av bankinnskuddet være

overskuddslikviditet. Det er bare overskuddslikviditeten som er å anse som en finansiell eiendel. Spørsmålet blir derfor hvor mye av den totale kontant- og bankbeholdningen som er direkte knyttet opp til den daglige driften, og hvor mye som er vurdert å være overskuddslikviditet.

Det forventes at XXL ikke trenger en betydelig likviditetsbeholdning for å opprettholde den daglige driften av selskapet. De investerer ikke i fast eiendom, men leier heller lokaler til butikkene sine. Samtidig har de sentralisert viktige funksjoner i selskapet for å dra nytte av kompetansen på tvers av organisasjonen. Det medfører at de kan dra nytte av ressurser på et bredere plan, noe som kan redusere behovet for menneskelig kapital. I tillegg er varebeholdningene sentralisert på de to sentrallagrene i Norge og Sverige. Det gir selskapet bedre oversikt over blant annet behovet for varer. På den andre siden har selskapet hatt en vekststrategi som har resultert i nye butikker og nye markeder i analyseperioden. Dette har medført at behovet for kapital har vært høyere for å opprettholde driften i denne perioden. De har i forbindelse med denne veksten hatt behov for å øke varelagerbeholdningen, investere i ny butikkinnredning, og trolig også å intensivere markedsføringsstrategien for å trekke kunder i de nye markedene.

Basert på momentene ovenfor antar vi at den daglige driften av selskapet i utgangspunktet ikke krever en høy kapitalbeholdning, men at vekststrategien medfører at kapitalbehovet er høyere. Det tilsier at selskapet har behov for mer likvider i den daglige driften. Vi vurderer derfor at den driftsrelaterte bankbeholdningen tilsvarer 20 % av den bokførte verdien av likvider for inneværende år. Den bokførte bankbeholdningen utover dette er vurdert å være finansielle eiendeler.

### ***Egenkapital***

Egenkapital er en egen balansepost i den omgrupperte balansen, og skal ikke klassifiseres som drift eller finans. Det er derfor ikke nødvendig med noen ytterligere vurdering rundt denne posten. Selskapet har ikke hatt minoritetsinteresser i analyseperioden.

### ***Langsiktig gjeld***

Utsatt skatt har oppstått hovedsakelig som følge av skatteforskjeller som er tilknyttet driften. Posten blir derfor i sin helhet vurdert som en driftsrelatert gjeldspost. Andre langsiktige avsetninger er en post som først er kommet i 4. kvartal 2015, og notene til kvartalsrapporten

---

er ikke uttømmende. Vi har følgelig ikke god informasjon om hvorfor posten har oppstått. Hvis vi drar paralleller til de kortsiktige avsetningene, har de oppstått som følge av forpliktelser knyttet til ulike leieforhold i Norge, Sverige og Finland. Det indikerer at avsetningen i 4. kvartal kan være knyttet til den forventede ekspanderingen til Danmark i 2016. På grunn av dette vurderer vi posten som en driftsrelatert gjeldspost.

Selskapet har langsiktige banklån, samtidig som at de har hatt et aksjonærlån som ble gjort opp i forbindelse med børsnoteringen av selskapet i 2014. Begge lånene er rentebærende, og de er derfor vurdert å være finansiell gjeld.

### ***Kortsiktig gjeld***

Derivatene har vi tidligere argumentert for at er knyttet til driften av selskapet, da de sikrer ulike valutaendringer som oppstår. Leverandørgjeld og skyldige offentlige avgifter er poster som oppstår som følge av den daglige driften av selskapet. Alle disse postene er således vurdert for å være driftsrelaterte gjeldsposter.

Betalbar skatt er hovedsakelig knyttet opp mot driften av selskapet, men det kan argumenteres for at de finansielle postene i resultatregnskapet medfører at noe av den betalbare skatten skulle vært fordelt mellom drift og finans (Knivsflå, 2016). Det er imidlertid ikke enkelt å si hvor mye av den totale posten som tilhører de finansielle postene, så i all enkelhet blir den betalbare skatten vurdert å være en driftsrelatert gjeldspost.

Notene til regnskapet gir ikke utfyllende informasjon om hva posten annen kortsiktig gjeld består av. Noe av posten har oppstått som følge av avsetningen knyttet opp mot forpliktelser rundt ulike leieforhold. Vi har tidligere argumentert for at disse avsetningene er knyttet til driften av selskapet. Notene gir ingen indikasjoner på at resten av posten inneholder finansielle poster, og vi har derfor vurdert posten i sin helhet som en driftsrelatert gjeldspost.

Kortsiktige lån blir fordelt mellom driftsrelatert gjeld og finansielle gjeldsposter, da posten inneholder avsetninger knyttet til finansiell leasing, samt avsetninger knyttet til nye anlegg i forbindelse med ekspanderingen. Dette er avsetninger som vi vurderer som driftsrelaterte gjeldsposter. I løpet av analyseperioden har posten i tillegg omfattet kortsiktige banklån, og dette er vurdert som finansielle gjeldsposter.

### ***Omgruppert balanseregnskap***

Oppsummert viser tabell 7-15 det omgrupperte balanseregnskapet, der postene i regnskapet er fordelt mellom driftsrelaterte og finansielle poster.

	01.01.2011	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Driftsrelaterte anleggsmidler	3 090 622	3 174 843	3 258 988	3 360 831	3 428 000	3 528 000
+ Driftsrelaterte omløpsmidler	578 080	843 556	1 026 786	1 333 479	1 726 400	2 227 400
<b>= Driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>3 668 702</b>	<b>4 018 399</b>	<b>4 285 774</b>	<b>4 694 310</b>	<b>5 154 400</b>	<b>5 755 400</b>
Finansielle anleggsmidler	0	5 640	5 221	4 000	0	0
+ Finansielle omløpsmidler	93 894	102 572	45 532	135 792	177 600	69 600
<b>= Finansielle eiendeler</b>	<b>93 894</b>	<b>108 212</b>	<b>50 753</b>	<b>139 792</b>	<b>177 600</b>	<b>69 600</b>
<b>= Totale eiendeler</b>	<b>3 762 597</b>	<b>4 126 612</b>	<b>4 336 528</b>	<b>4 834 102</b>	<b>5 333 000</b>	<b>5 825 000</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>933 652</b>	<b>988 184</b>	<b>1 047 501</b>	<b>1 173 481</b>	<b>3 219 000</b>	<b>3 405 000</b>
<b>Minoritetsinteresser</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Langsiktig driftsrelatert gjeld	41 800	39 911	37 364	40 784	52 000	64 000
+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	374 695	532 320	545 582	813 330	966 000	1 234 000
<b>= Driftsrelatert gjeld</b>	<b>416 495</b>	<b>572 231</b>	<b>582 946</b>	<b>854 114</b>	<b>1 018 000</b>	<b>1 298 000</b>
Langsiktig finansiell gjeld	2 392 450	2 511 198	2 634 415	2 706 507	1 097 000	1 121 000
+ Kortsiktig finansiell gjeld	20 000	55 000	71 667	100 000	0	0
<b>= Finansiell gjeld</b>	<b>2 412 450</b>	<b>2 566 198</b>	<b>2 706 082</b>	<b>2 806 507</b>	<b>1 097 000</b>	<b>1 121 000</b>
<b>= Totalkapital</b>	<b>3 762 597</b>	<b>4 126 612</b>	<b>4 336 528</b>	<b>4 834 102</b>	<b>5 333 000</b>	<b>5 825 000</b>

Tabell 7-15: Omgruppert balanseregnskap fordelt på drift og finans for XXL i analyseperioden 2011-2015 i TNOK

### **Steg 3: Omgruppere fra totalkapital til sysselsatt kapital**

Sysselsatte eiendeler består av netto driftsrelaterte og finansielle eiendeler, mens sysselsatt kapital består av egenkapital og rentebærende gjeld (Gjesdal, 2007, s. 8). Dette er den kapitalen som er skutt inn og sysselsatt av eierne og av finansielle långivere. Driftsrelatert gjeld er ikke sysselsatt kapital som er plassert aktivt gjennom kapitalmarkedet, men oppstår som en del av den daglige driften av selskapet (Knivsflå, 2016). Det er derfor naturlig å presentere netto driftseiendeler samlet, og ikke hver for seg. Netto driftseiendeler deles i langsiktige og kortsiktige eiendeler, kalt henholdsvis netto anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital. Balanseregnskapet viser da sysselsatte eiendeler som er finansiert gjennom sysselsatt kapital. Tabell 7-16 viser det omgrupperte balanseregnskapet til sysselsatt kapital.

	01.01.2011	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3 048 822	3 134 932	3 221 624	3 320 047	3 376 000	3 464 000
+ Driftsrelatert arbeidskapital	203 385	311 236	481 204	520 149	760 400	993 400
<b>= Netto driftseiendeler</b>	<b>3 252 208</b>	<b>3 446 169</b>	<b>3 702 829</b>	<b>3 840 196</b>	<b>4 137 400</b>	<b>4 457 400</b>
+ Finansielle eiendeler	93 894	108 212	50 753	139 792	177 600	69 600
<b>= Sysselsatte eiendeler</b>	<b>3 346 102</b>	<b>3 554 381</b>	<b>3 753 582</b>	<b>3 979 988</b>	<b>4 315 000</b>	<b>4 527 000</b>
Egenkapital	933 652	988 184	1 047 501	1 173 481	3 219 000	3 405 000
+ Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0
+ Finansiell gjeld	2 412 450	2 566 198	2 706 082	2 806 507	1 097 000	1 121 000
<b>= Sysselsatt kapital</b>	<b>3 346 102</b>	<b>3 554 381</b>	<b>3 753 582</b>	<b>3 979 988</b>	<b>4 315 000</b>	<b>4 527 000</b>

Tabell 7-16: Omgruppert balanseregnskap med fokus på sysselsatt kapital for XXL i analyseperioden 2011-2015 i TNOK



#### Steg 4: Omgruppere sysselsatt kapital til netto driftskapital

Vi vil videre utforme et balanseregnskap som er basert på netto driftskapital. Det er den kapitalen som er investert i driften av selskapet, og ikke i de finansielle eiendelene (Knivsflå, 2016).

$$\text{Netto driftskapital} = \text{Egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld}$$

Forskjellen fra steg 3 er at vi nå ser på netto finansiell gjeld, og ikke finansielle eiendeler og finansiell gjeld hver for seg. Knivsflå (2016) hevder at det er naturlig å analysere finansiell gjeld netto, da finansielle eiendeler er likvider som raskt kan brukes til å betale ned på finansiell gjeld. Netto finansiell gjeld finner vi dermed ved å ta utgangspunkt i følgende formel:

$$\text{Netto finansiell gjeld} = \text{Finansiell gjeld} - \text{Finansielle eiendeler}$$

Tabell 7-17 viser det omgrupperte balanseregnskapet basert på netto driftskapital.

	01.01.2011	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3 048 822	3 134 932	3 221 624	3 320 047	3 376 000	3 464 000
+ Driftsrelatert arbeidskapital	203 385	311 236	481 204	520 149	760 400	993 400
<b>= Netto driftseiendeler</b>	<b>3 252 208</b>	<b>3 446 169</b>	<b>3 702 829</b>	<b>3 840 196</b>	<b>4 137 400</b>	<b>4 457 400</b>
Egenkapital	933 652	988 184	1 047 501	1 173 481	3 219 000	3 405 000
+ Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0
+ Netto finansiell gjeld	2 318 556	2 457 986	2 655 329	2 666 715	919 400	1 051 400
<b>= Netto driftskapital</b>	<b>3 252 208</b>	<b>3 446 169</b>	<b>3 702 829</b>	<b>3 840 196</b>	<b>4 137 400</b>	<b>4 457 400</b>

Tabell 7-17: Omgruppert balanseregnskap med fokus på netto driftskapital for XXL i analyseperioden 2011-2015 i TNOK

## 7.4 Analyse av målefeil og justeringer

### 7.4.1 Presentasjon av målefeil

Før vi går videre med regnskapsanalysene, må vi vurdere om det foreligger målefeil i det omgrupperte resultat- og balanseregnskapet til XXL, og om eventuelle målefeil må korrigeres og justeres. Det omgrupperte regnskapet bør justeres hvis vi ikke er enig i de regnskapsprinsipper og vurderinger som selskapet har basert regnskapet på (Gjesdal, 2007, s. 16). Palepu, Healy & Peek (2013, s. 136) hevder at vårt fokus som analytikere bør være på de regnskapsestimater og metoder som selskapet bruker i målingen av de viktigste risiko- og suksessfaktorer. Ledelsens vurderinger kan føre til målefeil som kan kreve justering. Vi må i denne sammenhengen vurdere om dette er tilfelle, der justering bør gjennomføres hvis de vurderingene som er gjort ikke reflekterer de faktiske forholdene i regnskapet.

Knivsflå (2016) skiller mellom tre typer av målefeil:

*Type 1:* Målefeil av type 1 gir uttrykk for en strategisk fordel når målingen er god, og er derfor en interessant målefeil som vi ikke ønsker å justere. En strategisk fordel tilsvarer superrentabiliteten til egenkapitalen, og oppstår dersom egenkapitalrentabiliteten er høyere enn det tilhørende egenkapitalkravet. Dette er tilfelle hvis poster i regnskapet kunne vært ført til virkelig verdi, men er ført til historisk kost. Hvis alle postene i regnskapet er ført til virkelig verdi, betyr det at det ikke vil oppstå målefeil av type 1. XXL fører sitt regnskap etter IFRS, som er et rammeverk der bruken av virkelig verdi i regnskapet er mer utbredt enn det det er etter NGAAP. Dette medfører at det kan være færre målefeil av type 1 i det rapporterte regnskapet til XXL enn til selskap som fører etter andre regnskapsregler.

*Type 2:* Målefeil av type 2 oppstår fordi regnskapsregler, både norske og internasjonale, tillater eller krever at poster føres i regnskapet på en viss måte. Et eksempel på det er at kostnader til egenutviklet forskning skal kostnadsføres direkte etter IFRS, og ikke balanseføres fortløpende. Slike føringer kan føre til målefeil i superrentabilitet siden balansen undervurderes og resultatene overvurderes (Knivsflå, 2016). Vi vil vurdere målefeil av type 2 for XXL i neste delkapittel.

*Type 3:* Målefeil av type 3 skyldes kreativ regnskapsføring, og kan forekomme hvis selskapet rapporterer noe annet enn det de skal etter gjeldende regnskapsregler. Slike målefeil fører til en overvurdering av rentabiliteten i forhold til den selskapet skulle hatt hvis de hadde ført regnskapet i samsvar med regnskapsreglene (Knivsflå, 2016). Den innsikten vi har opparbeidet oss om selskapet og deres regnskap er basert på offentlig tilgjengelig informasjon i markedet. Det foreligger ikke forhold som indikerer at regnskapene til XXL er manipulert. Vi kan ikke eliminere risikoen for målefeil av type 3, men vi vurderer denne risikoen som lav. Revisor har avgitt normal revisjonsberetning de siste årene, som er med på å underbygge at denne risikoen er lav.

#### ***7.4.2 Vurdering av målefeil for XXL***

Vi tar som nevnt utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon i markedet, og har derfor ikke bedre kunnskap om selskapet enn de som utarbeider regnskapet. Ved justering av regnskapet må vi vurdere om fordelene fra justeringen er store nok til at regnskapstallene blir bedre. Målet med justering er at den strategiske fordelene som blir gjenspeilet i den

---

strategiske analysen og regnskapsanalysen skal være en avbildning av den faktiske strategiske fordelene i selskapet. For å få til dette må vi eliminere målefeil av type 2 og 3 i det omgrupperte regnskapet, ettersom målefeil av disse typene skaper «støy» i rentabilitetsmålingen. Risikoen for målefeil av type 3 i XXL vurderte vi som lav ovenfor, og det blir derfor ikke foretatt justeringer av denne typen målefeil.

Ved justering av målefeil av type 2 er målet å få inn manglende investert kapital i balansen (Knivsflå, 2016). Det er mange forhold som kan være aktuelle for justering, men det er vanlig å justere for de absolutt viktigste. I XXL sitt tilfelle har vi vurdert leiekapital som aktuell for justering, ettersom selskapet driver den største delen av driften fra leide lokaler. I notene til regnskapet opplyser selskapet at de har både operasjonell og finansiell leasing, der operasjonell leasing blir kostnadsført løpende. Vi vurderer denne typen leasing som opphav til målefeil av type 2, ettersom XXL blåser opp rentabiliteten ved å føre den løpende leien som en kostnad, og ikke som investert kapital.

### **Leiekapital**

Ett av målene med balansen er å gjenspeile de eiendeler som genererer avkastning, og som selskapet bærer risikoen til (Palepu, Healy, & Peek, 2013, s. 143). Dette kan også inkludere eiendeler som selskapet ikke eier, men leier eksternt. Det er to metoder for hvordan et selskap kan bokføre leide eiendeler i regnskapet. Det er enten som operasjonell eller finansiell leasing. Hvis eiendelene blir bokført som operasjonell leasing, blir et fast leiebeløp direkte kostnadsført i den perioden kostnaden oppstår, og eiendelen blir da ikke gjenspeilet i balansen. Hvis eiendelene blir bokført som finansiell leasing blir eiendelen ført i balansen, både som en leierett og et leiekraft. Resultateffekten forekommer da ved at eiendelen blir avskrevet over leieperioden, samtidig som at leiekraften forrentes.

Ved en justering av regnskapet til XXL, er det nødvendig å også justere regnskapene til den komparative bransjen for å få samme utgangspunkt til de senere forholdstallsanalysene. Vi har som nevnt i kapittel 7.1.4, valgt fire selskap som inngår i den komparative bransjen. De fleste selskapene i denne bransjen består av ikke-børsnoterte selskap, og regnskapene er ikke fullt så detaljerte. Bransjetallene gir opplysninger om hvordan leasingkostnadene er behandlet, men det gis ikke ytterligere informasjon om hvor mye som er kostnadsført i analyseperioden og som er aktuelt for kapitalisering i balansen. Det er følgelig ikke mulig å justere bransjetallene, da informasjonen fra de regnskapene er mangelfull.

Vi mener imidlertid at regnskapet, slik det er rapportert for XXL, inneholder målefeil av type 2 som bør justeres. Som følge av det velger vi å kapitalisere de operasjonelle leasingkostnadene som er resultatført i analyseperioden, til tross for at bransjetallene ikke kan justeres. Vi får dermed et justert regnskap for XXL som bedre reflekterer de faktiske økonomiske forholdene i selskapet, men som ikke direkte kan sammenlignes med bransjetallene. For at analysene i de neste kapitlene ikke skal sammenligne to regnskap som er vurdert på forskjellige måter, presenterer vi følgelig tre regnskap i analysene. Dette blir da en sammenligning av sportsbransjen og de ujusterte tallene til XXL, samt en presentasjon av de justerte tallene til XXL for å vise effekten justeringen har på forholdstallene som skal beregnes. Justeringen som gjøres er også viktig for vekstanalysen og budsjetteringen i framtidsregnskapet. Det er fordi framtidsregnskapet bygger på de justerte regnskapstallene, og skal reflektere de faktiske økonomiske forholdene i XXL.

### ***7.4.3 Justering av leiekapital***

Ved justering av de resultatførte leasingkostnadene, blir den operasjonelle leasingen som nevnt bokført som en finansiell leasing i balansen. Nåverdien av framtidige leiekostnader blir følgelig balanseført som en leierett og et leiekraav, der størrelsen på disse postene er like store og har således ikke egenkapitaleffekt. Mesteparten av leasingen som er aktuell å balanseføre for XXL, vedrører lokaler og lager som er direkte knyttet opp mot de driftsrelaterte eiendelene i selskapet. Justeringen har ikke effekt på fullstendig nettoresultat til egenkapitalen, ettersom reduseringen i driftskostnader utlignes av en tilsvarende økning i finanskostnader siden leiekraavet skal forrentes. Følgende formel blir brukt for å beregne hvor mye av leasingkostnadene som skal balanseføres i analyseperioden (Knivsfå, 2016):

$$Kapital = leie \cdot innvers annuitet$$

Der:

$$Annuitet = \frac{1}{r} - \frac{1}{r \cdot (1 + r)^T}$$

$r =$  rente på leiekraav

$T =$  levetid leierett

Den årlige leiekostnaden finner vi i noteinformasjonen til regnskapene for XXL, med unntak for 2015 da kvartalsrapporten ikke gir utfyllende opplysninger om denne kostnaden. Vi har følgelig estimert leiekostnaden for dette året ved å ta fjorårets kostnad multiplisert med

kostnadsveksten fra 2014 til 2015. Renten på leiekrevet er gjennomsnittet av den årlige betalte renten før skatt i analyseperioden. Selskapet inngår kontrakter med levetid mellom 10 og 15 år (DNB Markets, 2014), men noteopplysningene til regnskapet gir informasjon om at de fleste kontraktene forfaller i tidsrommet mellom 1 år til 5 år, og etter 5 år. På bakgrunn av det mener vi at en levetid på mellom 10 og 15 år er for lenge, og at et perspektiv på 8 år er mer representativt for de resterende leasingkontraktene.

Gjennomsnittlig leiekapital finner vi ved å multiplisere gjennomsnittlige leasingkostnader i analyseperioden med den beregnede annuitetsfaktoren. Effekten av justeringen for XXL i balanseregnskapet vises i tabell 7-18 nedenfor. Justeringen får stor effekt på netto driftskapital, som øker med 17 % i 2015. Justeringen får også effekt på egenkapitalandelen, ettersom den synker når netto finansiell gjeld øker.

	2011	2012	2013	2014	2015 (T)
Effekt på driftseiendeler	1 063 016	1 063 016	1 063 016	1 063 016	1 063 016
- Effekt på utsatt skatt	294 581	294 581	294 581	294 581	294 581
<b>= Total effekt på netto driftseiendeler</b>	<b>768 435</b>	<b>768 435</b>	<b>768 435</b>	<b>768 435</b>	<b>768 435</b>
Effekt på egenkapitalen	0	0	0	0	0
+ Effekt på netto kortsiktig finansiell gjeld	12 865	34 095	72 243	119 651	101 417
+ Effekt på netto langsiktig finansiell gjeld	755 570	734 340	696 192	648 784	667 018
<b>= Total effekt på netto finansiell gjeld</b>	<b>768 435</b>	<b>768 435</b>	<b>768 435</b>	<b>768 435</b>	<b>768 435</b>

Tabell 7-18: Oversikt over hvilken effekt kapitalisering av operasjonell leasing har på balanseregnskapet til XXL i analyseperioden 2011-2015 i TNOK

Justeringen av den operasjonelle leasingen får effekt på driftskostnadene, utsatt skatt og finanskostnadene i resultatregnskapet. Endringene i driftskostnader oppstår som differansen mellom årlig tilbakeført leie og den årlige avskrivningen av leieretten. Denne endringen blir multiplisert med den normaliserte driftsskattesatsen for å finne skattekomponenten til justeringen. Effekten på netto finanskostnader er summen av endringene på netto driftsresultat. Oppsummert viser tabell 7-19 effekten av justeringen i resultatregnskapet.

	2011	2012	2013	2014	2015 (T)
Netto driftsresultat (fjerning av rentekostnad)	100 290	99 785	97 880	73 481	141 477
- Reduksjon i utsatt skatt	27 792	27 652	27 124	20 363	39 206
<b>= Effekt på netto drifts- og finansresultat</b>	<b>72 497</b>	<b>72 133</b>	<b>70 756</b>	<b>53 118</b>	<b>102 271</b>

Tabell 7-19: Oversikt over hvilken effekt kapitalisering av operasjonell leasing har på resultatregnskapet til XXL analyseperioden 2011-2015 i TNOK

#### 7.4.4 Presentasjon av omgrupperte og justerte regnskapstall for XXL

Det omgrupperte og justerte resultat- og balanseregnskapet for XXL presenteres i tabell 7-20 og 7-21.

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Driftsinntekter</b>	2 466 607	3 102 581	4 009 055	5 213 600	6 490 200
- Varekostnader	1 463 281	1 882 995	2 399 497	3 083 000	3 908 000
- Lønns- og personalkostnader	351 615	449 829	606 318	799 000	991 000
- Andre driftskostnader	231 204	303 978	446 618	622 014	721 523
- Avskrivninger	35 687	45 242	57 644	74 000	91 000
<b>= Driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>384 819</b>	<b>420 537</b>	<b>498 978</b>	<b>635 586</b>	<b>778 677</b>
- Driftsrelatert skattekostnad	106 640	116 538	138 276	176 132	215 785
<b>= Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>278 179</b>	<b>303 999</b>	<b>360 702</b>	<b>459 454</b>	<b>562 892</b>
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	0	0	0	0	0
<b>= Netto driftsresultat</b>	<b>278 179</b>	<b>303 999</b>	<b>360 702</b>	<b>459 454</b>	<b>562 892</b>
+ Netto finansinntekt	763	3 493	1 825	4 672	9 344
<b>= Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>278 942</b>	<b>307 492</b>	<b>362 527</b>	<b>464 126</b>	<b>572 236</b>
- Netto finanskostnad	236 370	245 573	250 158	194 738	208 851
+ Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0
<b>= Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>42 571</b>	<b>61 918</b>	<b>112 369</b>	<b>269 388</b>	<b>363 384</b>
+ Unormalt netto driftsresultat	-5 602	3 423	4 126	-10 038	28 696
+ Unormalt netto finansresultat	721	-4 244	9 487	3 650	75 920
+ Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0
<b>= Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>37 691</b>	<b>61 098</b>	<b>125 981</b>	<b>263 000</b>	<b>468 000</b>
- Netto betalt utbytte	-16 842	1 782	0	-1 784 000	281 000
<b>= Endring i egenkapital fra drift</b>	<b>54 533</b>	<b>59 316</b>	<b>125 981</b>	<b>2 047 000</b>	<b>187 000</b>

Tabell 7-20: Omgruppert og justert resultatregnskap for XXL for analyseperioden 2011-2015 i TNOK

	01.01.2011	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3 817 257	3 903 367	3 990 059	4 088 482	4 144 435	4 232 435
+ Driftsrelatert arbeidskapital	203 385	311 236	481 204	520 149	760 400	993 400
<b>= Netto driftseiendeler</b>	<b>4 020 642</b>	<b>4 214 604</b>	<b>4 471 264</b>	<b>4 608 631</b>	<b>4 905 835</b>	<b>5 225 835</b>
Egenkapital	933 652	988 184	1 047 501	1 173 481	3 219 000	3 405 000
+ Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0
+ Netto finansiell gjeld	3 086 991	3 226 421	3 423 764	3 435 150	1 687 835	1 819 835
<b>= Netto driftskapital</b>	<b>4 020 642</b>	<b>4 214 604</b>	<b>4 471 264</b>	<b>4 608 631</b>	<b>4 905 835</b>	<b>5 225 835</b>

Tabell 7-21: Omgruppert og justert balanseregnskap for XXL for analyseperioden 2011-2015 i TNOK

## 7.5 Omgrupperte regnskap for sportsbransjen

I det følgende presenterer vi omgrupperte regnskapstall for sportsbransjen. Bransjeregnskapet er summen av resultat- og balanseregnskapene til hvert av selskapene i vår komparative bransje, regnet om til rapporteringsvalutaen for XXL.

### 7.5.1 Forutsetninger for omgruppering av bransjetall

I forbindelse med omgrupperingen av tallene til bransjen har vi tatt en del forutsetninger. Vi har tatt utgangspunkt i hvordan de rapporterte regnskapstallene ble omgruppert for XXL, og har gjort tilsvarende endringer for bransjetallene. Der regnskapene og notene for de aktuelle

selskapene har gitt informasjon som tilsier spesielle vurderinger i omgrupperingen, er det tatt hensyn til. Videre har vi regnet om de ikke-norske regnskapstallene til NOK ved å beregne en gjennomsnittskurs fra første til siste regnskapsdag basert på Norges Banks historiske valutaregister. De omregningsdifferanser som er avdekket, er ført under det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen som en «dirty surplus». Resultateffektene er forholdsmessig fordelt på driftsresultatet, finansresultatet og minoritetsresultatet, der alt tilfaller de unormale resultatene.

Noen av de komparative selskapene har avvikende regnskapsår, men for analyseformål har vi lagt regnskapene til det kalenderåret som de fleste månedene i regnskapet berører. Det betyr for eksempel at regnskapet til Stadium AB for 01.09.13 til 31.08.14 tilfaller kalenderåret 2014.

### 7.5.2 Presentasjon av bransjetall

Tabell 7-22 og 7-23 viser de omgrupperte regnskapstallene for sportsbransjen. For 2015 har vi ikke fått tilgang til regnskapstall for de andre selskapene enn XXL, slik at tabellene for sportsbransjen nedenfor bare presenterer regnskapstall for perioden 2011-2014.

	2011	2012	2013	2014
<b>Driftsinntekter</b>	25 780 064	29 595 117	36 872 865	44 261 618
- Driftskostnader	23 863 272	27 328 296	33 817 325	40 210 871
<b>= Driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>1 916 792</b>	<b>2 266 821</b>	<b>3 055 541</b>	<b>4 050 747</b>
- Driftsrelatert skattekostnad	503 075	588 481	803 902	1 063 832
<b>= Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>1 413 716</b>	<b>1 678 339</b>	<b>2 251 639</b>	<b>2 986 915</b>
+ Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	5 015	12 021	21 781	32 257
<b>= Netto driftsresultat</b>	<b>1 418 731</b>	<b>1 690 360</b>	<b>2 273 420</b>	<b>3 019 172</b>
+ Netto finansinntekt	26 946	19 907	14 399	21 276
<b>= Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>1 445 678</b>	<b>1 710 267</b>	<b>2 287 819</b>	<b>3 040 448</b>
- Netto finanskostnad	264 910	288 193	295 773	274 818
- Netto minoritetsresultat	0	0	0	0
<b>= Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>1 180 768</b>	<b>1 422 074</b>	<b>1 992 046</b>	<b>2 765 630</b>
+ Unormalt netto driftsresultat	-81 464	260 803	-339 768	1 933 758
+ Unormalt netto finansresultat	-58 297	-8 704	540 072	215 628
+ Unormalt netto minoritetsresultat	5 232	-495	6 232	-5 860
<b>= Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>1 046 238</b>	<b>1 673 678</b>	<b>2 198 581</b>	<b>4 909 157</b>
- Netto betalt utbytte	-186 501	34 431	-6 932	-1 952 308
<b>= Endring i egenkapital</b>	<b>1 232 739</b>	<b>1 639 247</b>	<b>2 205 513</b>	<b>6 861 465</b>

Tabell 7-22: Omgruppert resultatregnskap for sportsbransjen for analyseperioden 2011-2014 i TNOK

	01.01.2011	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	7 300 668	8 239 361	9 117 248	10 561 704	11 489 643
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 037 465	2 019 642	2 702 639	3 855 106	6 154 549
= <b>Netto driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>8 338 134</b>	<b>10 259 004</b>	<b>11 819 888</b>	<b>14 416 810</b>	<b>17 645 192</b>
Egenkapital	4 326 695	5 559 433	7 198 723	9 404 218	16 264 202
+ Minoritetsinteresser	3 632	-4 539	-2 313	-34 008	-30 633
+ Netto finansiell gjeld	4 007 807	4 704 111	4 623 479	5 046 600	1 412 623
= <b>Netto driftskapital</b>	<b>8 338 134</b>	<b>10 259 004</b>	<b>11 819 888</b>	<b>14 416 810</b>	<b>17 645 192</b>

Tabell 7-23: Omgruppert balanseregnskap for sportsbransjen for analyseperioden 2011-2014 i TNOK

Vektfordelingen av tallene i regnskapsanalysen til sportsbransjen fordeler seg annerledes enn for XXL, da vi bare har regnskapstall for 4 år. De ulike vektingene mellom XXL og bransjen vil gi noe ulikt sammenligningsgrunnlag. Dette er vi imidlertid klar over, men differansen er ikke så stor at den anses som betydelig. Tidsvektingen har vi vurdert for å være som vist i tabell 7-24.

	2011	2012	2013	2014	Sum
Fordeling	20 %	20 %	30 %	30 %	100 %

Tabell 7-24: Tidsvekting av regnskapstallene i regnskapsanalysene til sportsbransjen for analyseperioden 2011-2014

## 7.6 Videre rammeverk for forholdstallsanalyse

Det omgrupperte resultat- og balanseregnskapet benytter vi videre i regnskapsanalysene i kapittel 8 og 10, der vi analyserer XXLs likviditet, soliditet og rentabilitet opp mot tallene i bransjen. Analysene bygger på de normaliserte regnskapstallene som ble presentert i 7.4.4, ettersom framtidsregnskapet i utgangspunktet er basert på normaliserte tall. I tillegg danner regnskapsanalysene grunnlaget for den framtidige budsjetteringen, og vi anser derfor kun de normaliserte regnskapstallene som relevante for verdsettelsen.

Forholdstallsanalysene kan gjennomføres som tidsserie- og/eller bransjetallsanalyser. En tidsserieanalyse ser på trenden i selskapets forholdstall og sammenligner utviklingen over tid. En bransjetallsanalyse vurderer selskapets ytelser relativt til bransjen, der forholdstallene sammenlignes mellom selskapet og bransjen (Palepu, Healy, & Peek, 2013, s. 181). Vi vil i kapittel 8 og 10 gjennomføre både tidsserie- og bransjetallsanalyser for XXL, der vi analyserer de ujusterte regnskapstallene til XXL opp mot sportsbransjen. Dette gjøres fordi disse regnskapene som nevnt er direkte sammenlignbare. I tillegg utfører vi en tidsserieanalyse av de justerte tallene til XXL, for å se hvilken effekt justeringen har hatt på regnskapstallene, samt hvordan trenden har vært for disse tallene i analyseperioden.



Vi bygger videre på likviditets- og soliditetsanalysene i beregningen av det historiske avkastningskravet i kapittel 9. Avkastningskravet blir brukt som målestokk ved analyse av rentabiliteten til XXL i kapittel 10, der selskapet har en superrentabilitet hvis egenkapitalrentabiliteten er høyere enn det tilhørende avkastningskravet.

## 8. REGNSKAPSANALYSE – RISIKO

I dette kapitlet vil vi gjennomføre en todelt risikoanalyse, først en likviditetsanalyse som fokuserer på kortsiktig risiko, deretter en soliditetsanalyse som fokuserer på langsiktig risiko. Den samlede kredittrisikoen oppsummeres gjennom at selskapet får en karakter i forhold til den underliggende risikoen, kalt syntetisk rating (Knivsflå, 2016). Den syntetiske ratingen viser hvor høy risiko det er for at selskapet går konkurs innen ett år, og ratingen brukes til å finne en kredittrisikopremie som innarbeides i de finansielle kravene i kapittel 9. Ved høy kredittrisiko blir eierne kompensert gjennom høyere egenkapitalkrav.

På grunn av manglende bransjetall for 2015, vil tabeller og figurer i dette kapitlet kun vise tall fram til 2014 for sportsbransjen.

### 8.1 Likviditetsanalyse – analyse av kortsiktig risiko

Ved å ta opp fremmedkapital i tillegg til egenkapital, har et selskap mulighet for å ha eiendeler av høyere verdi enn verdien av egenkapitalen. Fremmedkapital øker selskapets egenkapitalavkastning, så lenge kostnaden ved å ha gjelden er lavere enn avkastningen som oppnås ved å investere disse midlene. Låneopptak har potensiale for å komme et selskaps aksjonærer til gode, men det kan også øke selskapets risiko. Et selskap står overfor risikoen for økonomiske vanskeligheter hvis de ikke klarer å oppfylle gjeldens betalingsbetingelser (Palepu, Healy, & Peek, 2013, s. 196).

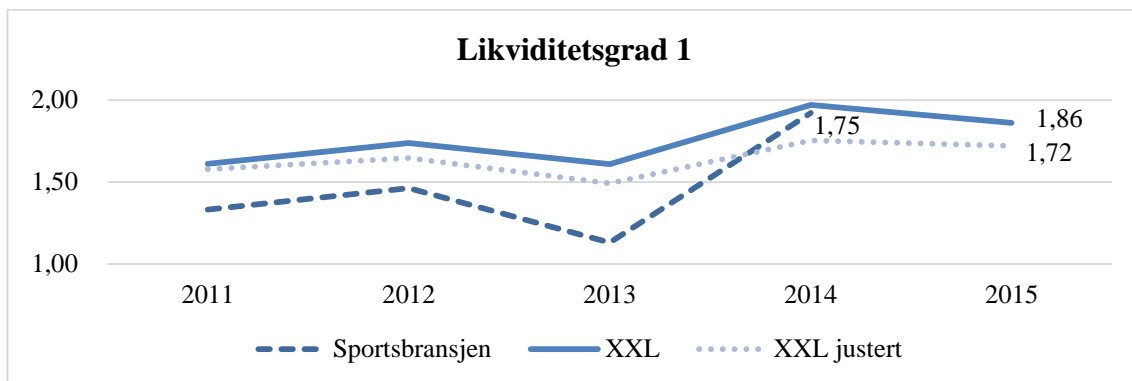
Det er nyttig for oss å gjennomføre en likviditetsanalyse for å kartlegge selskapets kredittrisiko, og for å vurdere om de har tilstrekkelig med likvide midler for å dekke krav etter hvert som de forfaller til betaling. I analysen ser vi på forholdstallene likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad, samt endringer i de finansielle eiendelene i en kontantstrømanalyse.

#### 8.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 vurderer et selskaps mest likvide eiendeler i forhold til gjeld med kort forfallstid. De mest likvide eiendelene består av driftsrelaterte og finansielle omløpsmidler, mens gjeld med kort forfallstid består av kortsiktig driftsrelatert og finansiell gjeld (Knivsflå, 2016).

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Driftsrelaterte omløpsmidler} + \text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig driftsrelatert gjeld} + \text{Kortsiktig finansiell gjeld}}$$

Ettersom omløpsmidler og kortsiktig gjeld kan sammenlignes på grunn av kort varighet, gir dette forholdstallet en indikasjon på selskapets kortsiktige likviditet (Palepu, Healy, & Peek, 2013, s. 196). En tommelfingerregel tilsier at likviditetsgrad 1 bør være omtrent 2, selv om dekning av den kortsiktige gjelden skjer ved et forholdstall på 1. Et høyt forholdstall tilsier at selskapet har tilstrekkelig med likvide midler for å dekke de kortsiktige forpliktelsene etter hvert som de forfaller. I motsatt tilfelle, vil et lavt forholdstall indikere at selskapet har høyere likviditetsrisiko, og kan ha utfordringer med å innfri de kortsiktige forpliktelsene ved forfall. I en bransjeanalyse er det mer hensiktsmessig å se mot bransjesnittet.



Figur 8-1: Utvikling i likviditetsgrad 1 for XXL og sportsbransjen for analyseperioden 2011-2015. Figuren presenterer utviklingen i de ujusterte regnskapstallene for XXL mot ujusterte regnskapstall i sportsbransjen. I tillegg presenteres utviklingen i de justerte regnskapstallene for XXL og synliggjør hvilken effekt justeringen har hatt på forholdstallet

Figur 8-1 viser at de ujusterte tallene til XXL har hatt en likviditetsgrad 1 som ligger over snittet i sportsbransjen i hele analyseperioden. Analysen indikerer at verken XXL eller bransjen har tilstrekkelig god likviditet i henhold til tommelfingerregelen. XXL har imidlertid hatt et tidsvektet snitt på 1,78, der tallet for år 2015 er over dette snittet. Det viser at utviklingen i analyseperioden har vært positiv for selskapet. Tidsvektet snitt i sportsbransjen er på 1,47, og er lavere enn for XXL. Dette indikerer at selskapet har en bedre likviditet sett relativt til bransjen.

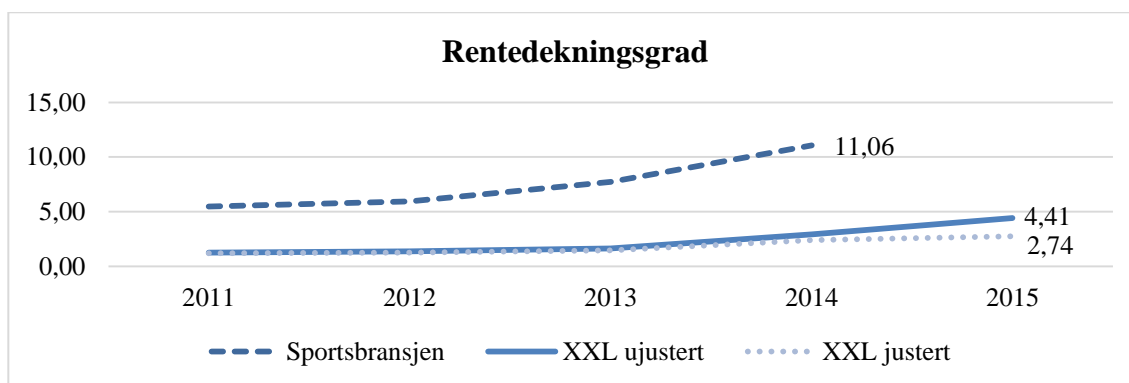
Effekten av justeringen kommer fram av figuren, og viser at den faktiske likviditetsgraden til XXL er lavere enn det de ujusterte tallene gir uttrykk for. Utviklingen er tilsvarende som for de ujusterte tallene, og har vært forholdsvis stabil de to siste årene.

### 8.1.2 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden måler i hvor stor grad selskapets inntjening dekker dets renteforpliktelser, samtidig som at den gir uttrykk for selskapets evne til å påta seg nye

renteforpliktelser. Forholdstallet måles som forholdet mellom nettoresultatet fra sysselsatt kapital og netto finanskostnader (Knivsfå, 2016).

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto finansinntekter}}{\text{Netto finanskostnader}}$$



Figur 8-2: Utvikling i rentedeckningsgrad for XXL og sportsbransjen for analyseperioden 2011-2015. Figuren presenterer utviklingen i de ujusterte regnskapstallene for XXL mot ujusterte regnskapstall i sportsbransjen. I tillegg presenteres utviklingen i de justerte regnskapstallene for XXL og synliggjør hvilken effekt justeringen har hatt på forholdstallet

Figur 8-2 viser at XXLs ujusterte tall har en lavere rentedeckningsgrad i hele analyseperioden enn det sportsbransjen har, med et tidsvektet snitt på 2,55 mot 7,92 i bransjen. Selskapet hadde en positiv utvikling i 2014, da rentekostnadene ble redusert som følge av at lånet til aksjonærene ble innfridd i forbindelse med børsnoteringen. Likevel har selskapet fremdeles en mye lavere rentedeckningsgrad enn bransjen, noe som skyldes at XXL har mer rentebærende gjeld enn det konkurrentene har. Trenden er den samme for XXL som for bransjen, men bransjen har en brattere positiv utvikling enn det XXL har hatt.

Justeringen av regnskapet til XXL medfører at tidsvektet snitt blir redusert til 1,94, og viser at den positive utviklingen er mindre i 2014. Forholdstallet er imidlertid høyere i 2015 enn det tidsvektede snittet, og viser at utviklingen totalt sett har vært positiv for selskapet.

### 8.1.3 Kontantstrømanalyse

Tabell 8-1 viser kontantstrømoppstillingen for XXL i analyseperioden 2011-2015, og har fokus på endringen i finansielle eiendeler, ettersom dette er de eiendelene som er vurdert å være de mest likvide. Kontantstrømmen til en kapital er differansen mellom resultatet til kapitalen og endringen i kapitalen. Vi har her valgt å gjøre en analyse basert på de justerte

tallene, da det er de tallene vi bygger videre på i vekstanalysen. Utgående finansielle eiendeler i 2014 og 2015 stemmer ikke helt med regnskapstallene slik de er presentert i tabell 7-16. Dette skyldes øreavrundinger i forbindelse med overgang fra rapportering i hele NOK til TNOK, der effekten kommer fram i beregningen av endring i kapital.

	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsresultat	278 179	303 999	360 702	459 454	562 892
+ Unormalt netto driftsresultat	-5 602	3 423	4 126	-10 038	28 696
- Endring i netto driftseiendeler	193 961	256 660	137 368	296 204	321 000
= <b>Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>78 616</b>	<b>50 762</b>	<b>227 460</b>	<b>153 212</b>	<b>270 587</b>
- Netto finanskostnader	236 370	245 573	250 158	194 738	208 851
+ Endring i finansiell gjeld	153 748	139 884	100 425	-1 709 507	24 000
= <b>Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift</b>	<b>-4 006</b>	<b>-54 927</b>	<b>77 727</b>	<b>-1 751 033</b>	<b>85 736</b>
- Netto betalt utbytte	-16 842	1 782	0	-1 784 000	281 000
= <b>Fri kontantstrøm til finansiell investering</b>	<b>12 836</b>	<b>-56 709</b>	<b>77 727</b>	<b>32 967</b>	<b>-195 264</b>
+ Netto finansinntekt	763	3 493	1 825	4 672	9 344
+ Unormal netto finansresultat	721	-4 244	9 487	3 650	75 920
= <b>Kontantstrøm til finansiell investering</b>	<b>14 320</b>	<b>-57 460</b>	<b>89 038</b>	<b>41 289</b>	<b>-110 000</b>
+ Inngående finansielle eiendeler	93 894	108 212	50 753	139 792	177 600
= <b>Utgående finansielle eiendeler</b>	<b>108 214</b>	<b>50 752</b>	<b>139 791</b>	<b>181 081</b>	<b>67 600</b>
<i>Fordelt på:</i>					
Kontanter	102 574	45 531	135 791	181 081	67 600
Fordringer	5 640	5 221	4 000	0	0
Investeringer	0	0	0	0	0

Tabell 8-1: Kontantstrømanalyse for XXLs justerte regnskapstall med fokus på utvikling i finansielle eiendeler i analyseperioden 2011-2015 i TNOK. Kilde kontantstrømoppsett: (Knivsflå, 2016).

Tabellen ovenfor viser at fri kontantstrøm fra drift er positiv i alle år, og driften til XXL tilfører således kontanter til selskapet i analyseperioden. Når vi tar hensyn til finanskostnader og endring i finansiell gjeld, får vi fram den frie kontantstrømmen til egenkapital fra drift. Dette er den kapitalen selskapet har disponibel før eventuell utbetaling av utbytte til aksjonærene og gjennomføring av finansielle investeringer i selskapet. Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift har vært svingende for XXL i analyseperioden, og var svært negativ i 2014. Den negative kontantstrømmen dette året kom som følge av at gjelden til aksjonærene ble innfridd. I 2014 ser vi at hele den negative posten er dekket inn, noe som hovedsakelig skyldes kapitalinnskudd fra eierne. I 2015 har selskapet betalt ut utbytte til aksjonærene. Det har ført til at kontantstrømmen til finansiell investering er negativ dette året.

Når vi tar hensyn til netto betalt utbytte, får vi fram kontantstrømmen til finansielle investeringer. Denne kontantstrømmen samsvarer med endringen i finansielle eiendeler for inneværende år. Vi ser av analysen at kontantstrøm til finansiell investering har vært positiv for alle år, med unntak av år 2012 og 2015.

Gjennomgående gode resultater fra driften av selskapet har vært med på å finansiere investeringer i netto driftseiendeler. Siden økningen i netto driftseiendeler har vært utelukkende positiv i analyseperioden, har selskapet også økt den finansielle gjelden for å finansiere investeringene. Fri kontantstrøm fra drift, fratrukket netto finanskostnader, har ikke klart å generere tilstrekkelig med kapital for investeringsbehov, med unntak for år 2015, og behovet for å øke den finansielle gjelden har vært til stede. De store investeringene i analyseperioden, sammenstilt med vekststrategien til selskapet, er sammenfallende med den jevnt lave kontantbeholdningen i selskapet.

#### ***8.1.4 Oppsummering av likviditetsanalysen***

Selskapets likviditetsgrad 1 er svak i forhold til tommelfingerregelen, men har i hele analyseperioden vært høyere enn bransjen, og må anses å være bra. Rentedekningsgraden viser et forholdstall som er klart lavere for XXL enn for bransjen, noe den har vært i hele perioden. Totalt sett kan dette indikere at likviditeten er noe presset, men utviklingen er positiv og viser bedre likviditet totalt sett for selskapet.

Det er viktig å huske på at XXL har hatt en aggressiv vekststrategi, noe som har vært kapitalkrevende over tid, blant annet fordi de har investert i nye lokasjoner, varelager, inventar og humankapital. Selskapet sin faktiske likviditet er naturlig nok påvirket av vekststrategien, og selskapet har som nevnt tatt opp mye lån for å finansiere investeringene som er utført. De andre selskapene i sportsbransjen har ambisjoner om vekst, men har ikke hatt en like stor økning som det XXL har hatt. XXL har lagt ned mye kapital og ressurser for å utvikle seg i flere markeder, og tallene gjenspeiler dette. Forholdstallene ovenfor kan derfor gi et dårligere inntrykk av selskapets faktiske likviditetssituasjon hvis vi tar hensyn til de bakenforliggende strategiske forholdene.

## **8.2 Soliditetsanalyse – analyse av langsiktig risiko**

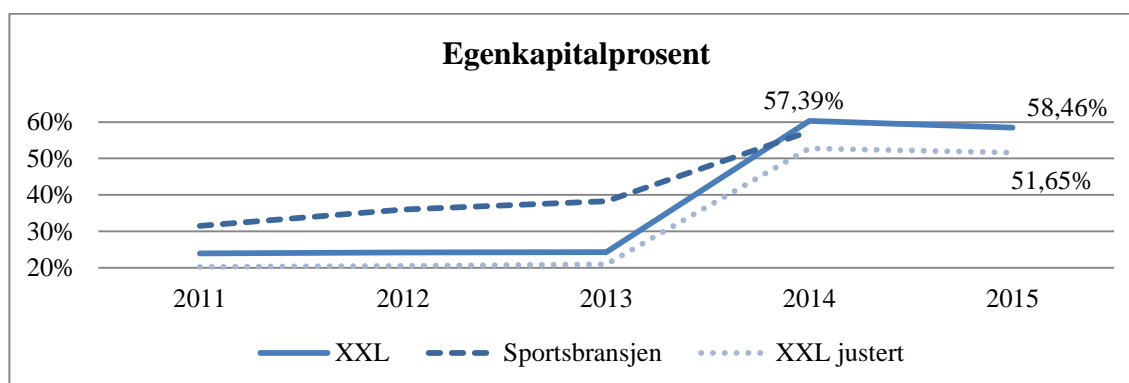
Målet med en soliditetsanalyse er å kartlegge selskapets langsiktige økonomiske risiko. Dette gjøres ved å analysere ulike forholdstall, der vi har valgt å se på egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. I tillegg kartlegger vi XXLs og bransjens finansieringsstruktur ved å se på en finansieringsmatrise.

### 8.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten er egenkapitalen i prosent av totalkapitalen, og viser hvor mye av selskapet som er finansiert av egenkapital. Formelen for beregning av egenkapitalprosenten er:

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Egenkapitalprosenten til XXL og bransjen er som vist i figur 8-3:



Figur 8-3: Utvikling i egenkapitalprosent for XXL og sportsbransjen for analyseperioden 2011-2015. Figuren presenterer utviklingen i de ujusterte regnskapstallene for XXL mot ujusterte regnskapstall i sportsbransjen. I tillegg presenteres utviklingen i de justerte regnskapstallene for XXL og synliggjør hvilken effekt justeringen har hatt på forholdstallet

Egenkapitalprosenten til XXL har historisk sett vært litt lavere enn bransjens, men fra 2013 til 2014 har det vært en kraftig økning. Det kom som en følge av at kapitalstrukturen ble endret i forbindelse med børsnoteringen av XXL høsten 2014. Selskapet gjennomførte da en kapitaløkning som nesten doblet egenkapitalen, samtidig som at de innfridde et stort lån og med det mer enn halverte den finansielle gjelden. Dette førte til at egenkapitalen styrket seg i forhold til totalkapitalen.

De justerte forholdstallene viser en positiv utvikling i analyseperioden. Egenkapitalprosenten er imidlertid mindre da den justerte balansen inneholder mer gjeld, og har følgelig en lavere andel egenkapital i forhold til totalkapital.

### 8.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet måler hvor høy avkastning som genereres fra netto driftsrelaterte eiendeler. Et selskap med høy netto driftsrentabilitet klarer å generere høy avkastning av den investerte driftskapitalen, og har derfor et fortrinn overfor konkurrenter med lavere netto

driftsrentabilitet når det kommer til det å drive lønnsomt. Netto driftsrentabilitet beregnes som følger:

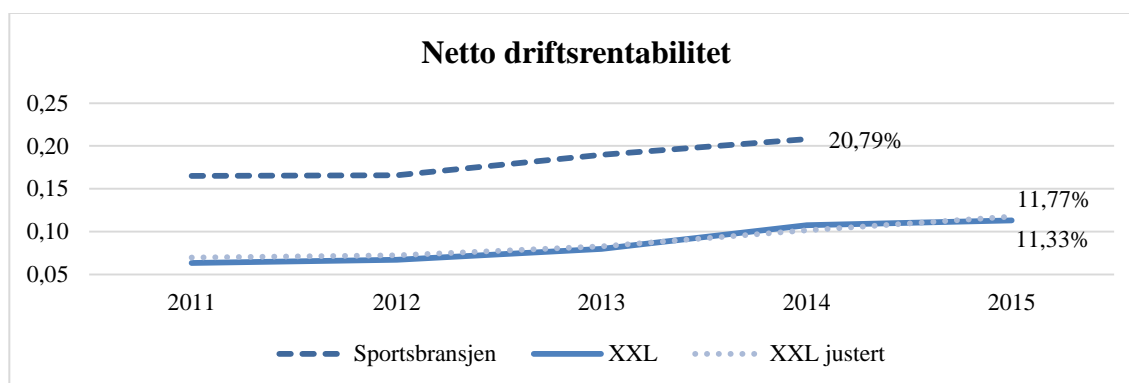
$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}_t}{\text{Netto driftseiendeler}_{t-1} + \frac{(\Delta \text{Netto driftseiendeler}_t - \text{Netto driftsresultat}_t)}{2}}$$

Der:

$t = \text{år } 2011, 2012, \dots, 2015$

$\Delta = \text{endring}$

For XXL og sportsbransjen ser utviklingen i netto driftsrentabilitet ut som følger:



Figur 8-4: Utvikling i netto driftsrentabilitet for XXL og sportsbransjen for analyseperioden 2011-2015.

Figuren presenterer utviklingen i de ujusterte regnskapstallene for XXL mot ujusterte regnskapstall i sportsbransjen. I tillegg presenteres utviklingen i de justerte regnskapstallene for XXL og synliggjør hvilken effekt justeringen har hatt på forholdstallet

XXLs netto driftsrentabilitet er betydelig lavere en sportsbransjens, noe figur 8-4 viser. Årsaken til det er at XXL er i en fase med høyere vekst enn flere av konkurrentene. De tar i den sammenheng høyere økonomiske risikoer ved blant annet opptak av lån til investeringsformål. Dette går ut over soliditeten til XXL. Likevel er deres netto driftsrentabilitet økende og vi ser derfor ikke at de er i en økonomisk faresone på grunn av de relativt lave tallene.

Vi vil komme tilbake til en grundigere analyse av selskapets og bransjens lønnsomhet i kapittel 10.



### 8.2.3 Finansieringsmatrise

En finansieringsmatrise viser selskapet eller bransjens finansieringsstruktur, og viser hvilke kapitaler som finansierer hvilke eiendeler (Knivsflå, 2016). Desto fortere kurven når bunnen, desto mer solid og mindre risikabel er selskapets finansiering. Tabellen viser kapitalene horisontalt sortert etter likviditet, med egenkapital først og kortsiktig finansiell gjeld sist. Vertikalt er eiendelene sortert etter levetid, med de driftsrelaterte anleggsmidlene først.

I denne sammenhengen er det finansieringsstrukturen på sist kjente tidspunkt som er relevant å se på, ikke hvordan det har vært historisk. Vi har derfor laget finansieringsmatriser for XXL i 2015 og for sportsbransjen i 2014, som vist i tabell 8-2 og 8-3.

XXL 2015, ujustert							
	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Eiendeler
DAM	96,51 %	0,00 %	1,81 %	1,67 %			60,57 %
FAM				0,00 %			0,00 %
DOM				47,68 %	52,32 %		38,24 %
FOM					100,00 %		1,19 %
TK	58,46 %	0,00 %	1,10 %	19,25 %	21,19 %	0,00 %	100,00 %

Tabell 8-2: Finansieringsmatrise for XXL for 2015 basert på de ujusterte regnskapstallene

Sportsbransjen 2014							
	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Eiendeler
DAM	100,00 %						44,76 %
FAM	100,00 %						5,68 %
DOM	15,69 %	-0,24 %	9,20 %	28,19 %	47,16 %		44,99 %
FOM					43,99 %	56,01 %	4,57 %
TK	57,50 %	-0,11 %	4,14 %	12,68 %	23,23 %	2,57 %	100,00 %

Tabell 8-3: Finansieringsmatrise for sportsbransjen for år 2014

Der:

DAM = driftsrelaterte anleggsmidler

DOM = driftsrelaterte omløpsmidler

TK = total kapital

MI = minoritetsinteresser

LFG = langsiktig finansiell gjeld

KFG = kortsiktig finansiell gjeld

FAM = finansielle anleggsmidler

FOM = finansielle omløpsmidler

EK = egenkapital

LDG = langsiktig driftsrelatert gjeld

KDG = kortsiktig driftsrelatert gjeld

Sammenligner vi tabell 8-2 med 8-3 ser vi, med utgangspunkt i de ujusterte tallene, at XXL har relativt risikofylt kapitalstruktur i forhold til sportsbransjen. De driftsrelaterte eiendelene til XXL er finansiert med både egenkapital, langsiktig driftsrelatert og langsiktig finansiell gjeld, i forhold til bransjen der egenkapitalen finansierer alle anleggsmidler og deler av de driftsrelaterte omløpsmidlene. På en annen side har XXL ingen kortsiktig finansiell gjeld, og kurven går derfor til bunnen av tabellen tidligere enn det den gjør for bransjen.

Vi velger også å presentere en finansieringsmatrise for de justerte tallene til XXL, for å vise effekten som justeringen har på balansen.

XXL 2015, justert							
	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Eiendeler
DAM	79,25 %	0,00 %	1,49 %	19,26 %			65,16 %
FAM				0,00 %			0,00 %
DOM				43,13 %	55,40 %	1,47 %	33,78 %
FOM						100,00 %	1,06 %
TK	51,65 %	0,00 %	0,97 %	27,12 %	18,72 %	1,54 %	100,00 %

Tabell 8-4: Finansieringsmatrise for XXL for 2015 basert på justerte regnskapstall

Tabell 8-4 viser at justeringen har medført en liten endring i finansieringsstrukturen, ettersom at langsiktig og kortsiktig finansiell gjeld har økt. Dette kommer av at den operasjonelle leasingen som nevnt er kapitalisert og klassifisert som finansiell leasing.

Samlet sett anser vi finansieringsstrukturen til XXL som holdbar utfra den vekstsituasjonen de står overfor. Det som trekker ned er at sportsbransjen har en mer solid finansiering enn XXL, mens det som trekker opp er at kun en liten del av eiendelene er finansiert med kortsiktig gjeld.

### 8.2.4 Oppsummering av soliditetsanalysen

Soliditetsanalysen har vist at XXL har vært et gjeldstynget selskap fram til børsnoteringen. På dette tidspunktet ble store deler av gjelden innfridd, egenkapitalen ble økt som følge av aksjeemisjonen og selskapet fikk dermed en mye høyere egenkapitalprosent. Selskapets netto driftsrentabilitet har vært lavere enn bransjens gjennom hele analyseperioden, men har samtidig hatt en positiv utvikling. Finansieringsstrukturen til selskapet er ikke fullt så solid som bransjens, til tross for liten grad kortsiktig finansiering. Totalt sett er XXL vurdert for å være et solid selskap, til tross for at bransjens soliditet er bedre. Utviklingen for XXL må anses å være positiv.

## 8.3 Syntetisk rating

Risikoanalysen blir oppsummert ved at tallene vi fant i likviditets- og soliditetsanalysen settes sammen til en syntetisk rating (Knivsflå, 2016). Denne ratingen reflekterer en karakter på selskapets risiko. Karakteren gjøres om til en konkurrisiko som forteller hvor høy risikoen er for at selskapet går konkurs innen ett år. Samtidig reflekterer karakteren en

kredittrisikopremie som brukes i beregningen av finansielt gjelds- og eiendelskrav i kapittel 9.2.

For å finne en syntetisk rating, bruker vi en tabell utarbeidet av Knivsflå (2016). Tabellen er basert på Standard & Poors' rating services' tabeller, og er tilpasset norske forhold. Den beste karakteren på skalaen er AAA, deretter AA, og slik fortsetter den ned til D. Standard & Poors gjør selv vurderinger av mange selskap, også norske, men siden de ikke har gjort en vurdering av XXL utarbeider vi vår egen vurdering. I tillegg finner vi bransjens karakter for å sammenligne med XXL.

I beregningen av den syntetiske ratingen for XXL kom vi fram til karakteren BBB både med de justerte og de ujusterte tallene. På grunn av dette har vi kun valgt å presentere de justerte tallene, siden det er de som brukes videre i verdsettelsen.

<b>XXL, justert</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>Vektet snitt</b>
Likviditetsgrad 1	1,5764	1,6463	1,4908	1,7538	1,7201	1,6500
Rentedekningsgrad	1,1801	1,2521	1,4492	2,3833	2,7399	1,9355
Egenkapitalprosent	0,2019	0,2052	0,2095	0,5275	0,5165	0,3639
Netto driftsrentabilitet	0,0699	0,0725	0,0827	0,1015	0,1177	0,0927
<b>Rating</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>Vektet snitt</b>
Likviditetsgrad 1	BB+	BBB	BB+	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	BB	BB	BB	BBB	BBB+	BB+
Egenkapitalprosent	B	B	B	BBB+	BBB+	BB+
Netto driftsrentabilitet	BB	BB	BB+	BBB	BBB	BBB
<b>Totalt</b>	<b>BB</b>	<b>BB</b>	<b>BB</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>

Tabell 8-5: Syntetisk rating for XXL for analyseperioden 2011-2015 basert på de justerte regnskapstallene

Tabell 8-5 viser at ratingen til XXL har hatt en positiv utvikling. Vi legger mest vekt på de siste årene, og fastsetter en total rating på BBB. Basert på de gjennomførte regnskapsanalysene, samt en helhetsvurdering av XXLs kredittrisiko, vurderer vi at selskapet ikke står overfor en vesentlig konkurrisiko. En syntetisk rating med karakter BBB tilsvarer en konkurrisiko på 0,26 % (Knivsflå, 2016). Tallene viser dermed at det er tilnærmet ingen risiko for at XXL kommer til å gå konkurs innen ett år. Ratingen tilsvarer også en lang kredittrisikopremie på 1,4 % og en kort kredittrisikopremie på 1 %. For rating BB tilsvarer den lange premien 3,1 % og den korte 2,7 %.

<b>Sportsbransjen</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Vektet snitt</b>
Likviditetsgrad 1	1,3318	1,4627	1,1303	1,9212	1,4744
Rentedekningsgrad	5,4572	5,9345	7,7350	11,0635	7,9179
Egenkapitalprosent	0,3148	0,3598	0,3826	0,5739	0,4219
Netto driftsrentabilitet	0,1652	0,1658	0,1897	0,2079	0,1855
<b>Rating</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Vektet snitt</b>
Likviditetsgrad 1	BB	BB+	BB	BBB	BB+
Rentedekningsgrad	A+	A+	AA	AA+	AA
Egenkapitalprosent	BB	BB	BB+	BBB+	BBB
Netto driftsrentabilitet	A	A	A	A+	A
<b>Totalt</b>					<b>BBB+</b>

Tabell 8-6: Syntetisk rating for sportsbransjen for analyseperioden 2011-2014

Tabell 8-6 viser at sportsbransjen har en syntetisk rating på BBB+, og bransjen har dermed en lavere konkurrisiko enn XXL. Risikoanalysen viser at XXL tar større risikoer og investerer mer enn bransjen på grunn av vekstsituasjonen. Selv om XXL har en litt lavere syntetisk rating enn bransjen, mener vi at selskapet likevel ikke er utsatt for en betydelig høy økonomisk risiko, verken på kort eller lang sikt.

## 9. HISTORISK AVKASTNINGSKRAV

I dette kapitlet beregner vi det historiske avkastningskravet til XXL, som vi skal bruke som målestokk i rentabilitetsanalysen i neste kapittel. Beregningene vi gjør her er basert på den presenterte teorien om avkastningskrav i kapittel 5.

Flere av beregningene i dette kapitlet gjøres ved bruk av WACC, altså vektet gjennomsnitt av to eller flere kapitaler. I den forbindelse har vi beregnet vektene på samme måte som vi gjør i rentabilitetsanalysen i neste kapittel for at sammenligningsgrunnlaget skal være så presist som mulig, og for å opprettholde konsistens i beregningene. Vi har følgelig beregnet hver kapital, altså egenkapital, finansielle eiendeler, finansiell gjeld, netto finansiell gjeld og netto driftskapital, etter følgende formel (Knivsflå, 2016):

$$Kapital = IB\ kapital + \frac{\Delta Kapital - Nettoresultat\ til\ kapitalen}{2}$$

Når denne formelen brukes, gjøres det under den forutsetning av at kapitalen endres midt i året, samtidig som at den korrigeres for det opptjente resultatet. Beregninger av de forskjellige vektene finnes i vedlegg 1.

### 9.1 Avkastningskrav til egenkapital

Vi bruker kapitalverdimodellen for å finne avkastningskravet til egenkapitalen. Ettersom vi tar hensyn til skatt, bruker vi kapitalverdimodellen som følger:

$$ekk = R_f \cdot (1 - s) + \beta \cdot (R_m - R_f \cdot (1 - s))$$

Der:

$ekk$  = avkastningskrav til egenkapitalen

$R_f$  = risikofri rente

$s$  = nominell selskapsskattesats

$\beta$  = beta til egenkapitalen

$R_m$  = avkastning på markedsporteføljen

#### 9.1.1 Risikofri rente

Det første vi trenger å finne er den risikofrie renten. Den representerer minstekravet for enhver investering med risiko større enn null. Kaldestad & Møller (2011, s. 108) hevder at

risikofri rente tilsvarer en hypotetisk avkastning på blant annet aksjer som ikke har konkurs- eller kreditt risiko. Det nærmeste man kommer en slik rente er Norges Banks rente for statsobligasjoner. Spørsmålet videre er følgelig om vi skal bruke en kortsiktig eller langsiktig rente, ettersom det er fordeler og ulemper ved bruk av begge tidsperspektivene.

I mange år har analytikere flest lagt til grunn 10-årig statsobligasjonsrente, men andelen har gått ned de siste årene. Likevel er det et klart flertall for bruk av 10-årsrenten i avkastningskravet (PWC, 2015). Kaldestad & Møller (2011, s. 110) påpeker at en lang rente gir et mer stabilt avkastningskrav, ettersom den er mindre volatil enn den korte renten. Det kan derimot være innbakt en likviditetspremie og en premie for inflasjonsrisiko i renten, noe som kan føre til at den lange obligasjonsrenten egentlig ikke er risikofri. Det foreligger fordeler og ulemper ved å velge en langsiktig over en kortsiktig statsobligasjonsrente, men Kaldestad & Møller (2011, s. 111) hevder at det er et greit kompromiss mellom teori og praksis å velge en langsiktig rente. Det er derimot mindre optimalt å velge en langsiktig rente hvis denne er mye høyere enn den kortsiktige. I dette tilfellet er den langsiktige renten i underkant av ett prosentpoeng høyere enn den kortsiktige, noe vi her anser som en ubetydelig differanse. Vi bruker derfor den langsiktige statsobligasjonsrenten i beregningene nedenfor.

Risikofri rente før og etter skatt er presentert i tabell 9-1 nedenfor, og utgangspunktet er gjennomsnittlig 10-årig statsobligasjonsrente (Norges Bank, 2016b). Vi har tatt hensyn til skatteeffekten, og redusert renten med selskapsskattesatsen for det aktuelle året.

	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Risikofri rente før skatt	3,12 %	2,10 %	2,58 %	2,52 %	1,57 %	2,38 %
Risikofri rente etter skatt	2,25 %	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,15 %	1,72 %

Tabell 9-1: Risikofri rente før og etter skatt basert på 10-årig statsobligasjonsrente for analyseperioden 2011- 2015 (Norges Bank, 2016b)

### 9.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den avkastningen investorer forventer å få på en investering utover den risikofrie renten.

$$\text{Markedsrisikopremie} = \text{Avkastning på markedsporteføljen} - \text{Risikofri rente etter skatt}$$

Markedets risikopremie kan finnes på flere måter, blant annet ved beregning av historisk premie, implisitt fra avkastningskravet eller ved spørreundersøkelse blant investorer og

---

akademikere (Kaldestad & Møller, 2011, s. 117). En implisitt beregning av premien krever at avkastningskravet og de andre faktorene i kapitalverdimodellen allerede er kjent, og vi kan derfor ikke bruke denne metoden på dette tidspunktet. Den historiske premien estimeres som differansen mellom aksjers historiske avkastning (Oslo Børs, 2016a) og risikofri rente. Basert på Oslo Børs' årsstatistikk over egenkapitalinstrumenter og risikofri rente etter skatt som presentert over, beregner vi en risikopremie på 5,88 % i perioden 2011 til 2015. Ideelt sett skulle beregningen blitt gjort ut fra en betydelig lenger periode. Vi har imidlertid ikke funnet tilstrekkelig med informasjon på Oslo Børs, og har derfor valgt å se på analytikerens vurderinger for å rimelighetsvurdere vårt estimat på 5,88 %.

Revisjonsselskapet PwC foretar årlige undersøkelser blant norske finansanalytikere for å kartlegge hvilket nivå analytikerne mener markedsrisikopremien ligger på (PWC, 2015). Analytikerne som har deltatt i undersøkelsen arbeider innen ulike fagområder, og har tilnærmet samme oppfatning av hvilket nivå markedsrisikopremien bør ligge på. De siste årene har hovedvekten av svarene ligget mellom 4 og 6 %, mens medianen og flertallet av svarene har vært 5 %. Basert på det tyder det på at vårt estimat på 5,88 % er rimelig, men med tanke på den korte perioden kan vi ikke fastslå om dette skyldes tilfeldigheter eller ikke. I følge Norli (2011, s. 19) vil en markedsrisikopremie ligge på mellom 4,5 og 5,5 % når premien er beregnet på data tilbake til tidlig 1900-tallet, og vårt estimat kan derfor synes å være litt høyt. Basert på en helhetsvurdering fra finansanalytikerne og Norlis analyse over en lengre tidsperiode, kan et estimat på 5 % synes å være mer rimelig enn vårt estimat på 5,88 %. Vi velger derfor å basere det historiske avkastningskravet til XXL på en markedsrisikopremie på 5 %.

### ***9.1.3 Egenkapitalbeta***

Beta er som nevnt et mål på risikoen til den enkelte aksje sett relativt til aksjemarkedet, og sier noe om hvor disponert aksjen er for den generelle markedsrisikoen. For å estimere egenkapitalbetaen, kan vi for børsnoterte selskap enten estimere denne på basis av selskapets historiske kursdata, eller dra nytte av en beta som er estimert av andre analytikere (Kaldestad & Møller, 2011). Vi velger å estimere egenkapitalbetaen basert på XXLs historiske kursdata fra Oslo Børs, samtidig som vi sammenligner denne med beta som er estimert av andre for å få en indikasjon på hvordan vårt estimat er i forhold til analytikerens oppfatninger.

XXL ble børsnotert i oktober 2014, noe som betyr at vi ikke har kursdata lenger tilbake enn til dette tidspunktet. Vi baserer vårt estimat på egenkapitalbetaen utfra daglige kursdata fra og med 3. oktober 2014 fram til dato for vår verdivurdering, 19. februar 2016. På grunn av den korte perioden baserer vi estimatet på daglige kurser, ettersom det vil gi oss et mer nøyaktig estimat enn om vi baserer det på månedlige kurser. Betaestimaten blir beregnet ved en regresjon mellom børsavkastningen til XXL og avkastningen til markedet, der markedet er representert ved hovedindeksen på Oslo Børs, OSEBX (Damodaran, 2015). Utregning av egenkapitalbetaen til XXL blir utført ved at de daglige kursene til selskapet blir analysert mot de daglige kursene til hovedindeksen, for det nevnte tidsrommet.

Ved utført regresjonsanalyse finner vi at XXL har en gjennomsnittlig egenkapitalbeta i det angitte tidsrommet på 0,47 (se vedlegg 1). Det vil si at aksjekursen til XXL svinger cirka halvparten av det hovedindeksen på Oslo Børs gjør, noe som igjen betyr at hvis hovedindeksen går opp med 1 krone går kursen til XXL-aksjen opp med 47 øre. Den estimerte betaen viser dermed at den systematiske risikoen for aksjen til XXL er mindre enn for hovedindeksen.

En beta på 0,47 anser vi som en lav beta, og gjenspeiler etter vårt skjønn ikke XXLs risiko. Et selskap i høy vekst er utsatt for høyere risiko enn selskap i en mer stabil fase på grunn av ekspansering til ukjente markeder, flere investeringer og høyere risiko for tap. En alternativ måte å estimere en betaverdi på er børskopiering, der vi finner betaverdien til komparative selskap og deretter tilpasser den etter selskapets finansieringsstruktur. Med tanke på at vi kun har historiske data for XXL knappe ett og et halvt år tilbake i tid, kan dette være en aktuell metode. Siden ingen av XXLs nevnte konkurrenter i Norden er børsnotert, er det ikke mulig med børskopiering. Vi kunne ha utført en børskopiering av andre børsnoterte selskap, men på grunn av forskjeller i blant annet marked, geografi, vekstsituasjon og finansieringsstruktur, er vi ikke garantert å få et mer rimelig betaestimaten enn det regresjonsanalysen ovenfor har gitt oss. Dette baserer vi på at vi faktisk har reelle tall for XXL for en kort periode, som er det beste utgangspunktet for beregning av egenkapitalbetaen. Verdien vi er ute etter skal være et estimat på den virkelige betaverdien, og Kaldestad og Møller (2011, s. 115) poengterer at et estimat basert på subjektive vurderinger kan være like «riktig» som et estimat basert på historiske data og matematiske beregninger.



Det er rimelig å tro at en aksjes beta på sikt går mot markedsbetaen på 1, antakeligvis på grunn av store selskap sin diversifiserte drift (Damodaran, 2012, s. 187). I utgangspunktet vil det beste estimatet på en aksjes beta dermed være 1 hvis det ikke foreligger informasjon som tilsier noe annet. Med tanke på at vi faktisk har noe tilgjengelig kursdata, velger vi å kombinere de tidligere nevnte metodene for å estimere en betaverdi. Vi gjør derfor subjektive vurderinger basert på fundamentale forhold kombinert med bruk av estimatet fra regresjonsanalysen. For å få det vi mener er en mer reell betaverdi, har vi valgt å justere den estimerte verdien mot markedsbetaen på 1, i samsvar med vanlig praksis blant analytikere. Vektingen mellom markedsbeta og estimert beta er ifølge Damodaran (2012, s. 187) en skjønnsmessig vurdering, der prosentvektingen 33/67 har blitt en standard blant analytikere. Vi har derimot valgt å beregne en egenkapitalbeta basert på en tidsvekting av tiden før og etter børsnoteringen, der betaen antas å ha vært 1 før noteringen og 0,47 etter, i samsvar med regresjonsanalysen. Perioden fra børsnoteringen til verdsettelsesdatoen, altså fra 03.10.14 til 19.02.16, utgjør ca. 27 % av den totale analyseperioden på ca. fem år. Vi vekter derfor vårt estimat med 27 %, og markedsbetaen med de resterende 73 %. Det gir oss en justert egenkapitalbeta på 0,86, noe vi mener er et mer realistisk estimat med tanke på den risikoen som er knyttet til et selskap i høy vekst.

For å sammenligne vårt justerte betaestimat med en ekstern analytiker, har vi valgt å beregne XXLs egenkapitalbeta basert på Damodarans globale bransjebeta for bransjen «Retail (Special Lines)», der XXL inngår (Damodaran, 2016b). Vi har valgt å bruke hans estimat på global beta for å unngå effekten av at noen børser er sterkt påvirket av én industri, slik som for eksempel Oslo Børs er av oljeindustrien. Bransjebetaen vi da finner er 0,78 («unlevered»). Denne betaen tilpasses XXLs kapitalstruktur ved å multiplisere den med netto finansiell gjeldsgrad, uttrykt ved følgende formel (Damodaran, 2012, s. 195):

$$\beta_{EK} = \beta_{Unlevered} * (1 + (1 - s) * nfgg)$$

Der:

$\beta_{EK}$  = beta til egenkapitalen

$\beta_{Unlevered}$  = bransjebeta som ikke tar hensyn til kapitalstruktur

$s$  = nominell selskapsskattesats

$nfgg$  = netto finansiell gjeldsgrad

Netto finansiell gjeldsgrad er gjeld i prosent av egenkapital, der egenkapitalen blir beregnet ut fra markedsverdier. Markedsverdien til netto finansiell gjeld forutsettes å være lik som bokført verdi. Vi har som nevnt bare historiske data tilbake til oktober 2014, noe som betyr at vi velger å beregne netto finansiell gjeldsgrad ut fra gjennomsnittlige verdier per 31.12.14, 31.12.15 og 19.02.16. Skattesatsen vi har valgt å bruke er gjennomsnittet av skattesatsen på de aktuelle datoene, altså 27 % for de to første og 25 % for den siste datoen. Dermed blir regnestykket:

$$\beta_{Egenkapital} = 0,78 * (1 + (1 - 0,2633) * 0,1556) = 0,8694$$

Denne verdien er tilnærmet likt vårt estimat, noe som tyder på at våre vurderinger er rimelige. Vi mener følgelig at en betaverdi på 0,86 er et godt estimat på den virkelige betaverdien til XXL, og dette estimatet blir derfor brukt i de videre beregningene.

Egenkapitalbetaen på 0,86 som vi nå har funnet, er et estimat på den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen for analyseperioden 2011 til 2015, og er ikke lik den årlige egenkapitalbetaen. For å kunne beregne årlige avkastningskrav til egenkapitalen, må vi estimere en egenkapitalbeta for hvert enkelt år i analyseperioden, der gjennomsnittet på 0,86 blir brukt som utgangspunkt for disse beregningene.

### **Fremgangsmåte for å finne årlig beta til egenkapital**

Når vi skal finne den årlige egenkapitalbetaen må vi gjennomføre flere beregninger gjennom flere steg. Først må vi estimere gjennomsnittlige betaer til netto finansiell gjeld og netto driftskapital før vi kan finne årlig egenkapitalbeta. I den forbindelse må vi ta en vesentlig forutsetning for netto driftsbeta. Miller & Modigliani sitt 1. teorem argumenterer for at verdien av et selskap er uavhengig av kapitalstrukturen i selskapet, noe som innebærer at en endring i finansieringsstrukturen ikke skal ha effekt på verdien av selskapet (Damodaran, 2012, s. 858). Legger vi dette teoremet til grunn, innebærer det at netto driftsbeta vil være konstant over analyseperioden, altså lik den gjennomsnittlige betaen som vi beregner. Det betyr at vi, etter beregning av årlige betaer for netto finansiell gjeld og netto driftskapital, står igjen med én ukjent, og kan ved vektning finne den årlige egenkapitalbetaen.

### **Beregning av netto finansiell gjeldsbeta**

I tillegg til egenkapital, består netto driftskapital av netto finansiell gjeld, som er en differanse mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler. For å finne beta til netto finansiell

gjeld, blir betaene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler vektet, slik at den første beregningen vi derfor må gjøre er å finne årlig finansiell gjeldsbeta. Det gjøres på følgende måte:

$$\beta_{\text{Finansiell gjeld}} = \frac{\text{Lang kredittrisikopremie}}{\text{Markedsrisikopremie}} * \text{Markedsrisikodel}$$

Den lange kredittrisikopremien fant vi i kapittel 8 i forbindelse med den syntetiske ratingen, og er 3,1 % for rating BB og 1,4 % for rating BBB. Markedsrisikopremien har vi forklart ovenfor, og fastslått til å være 5 %. Betaen vi finner i første summelinje i tabell 9-2 er den finansielle gjeldsbetaen når markedsrisikodelen er lik 1, altså hvis selskapets risiko er lik markedets risiko. Vi må imidlertid finne den markedsrisikodelen som er tilpasset XXLs risiko.  $R^2$  fra regresjonen av egenkapitalbeta anses som et rimelig mål på hvor mye av markedsrisikoen selskapet bærer, og justert for gjeld, anses den som et passende estimat på den selskapsspesifikke markedsrisikodelen (Knivsfå, 2016). I vårt tilfelle er  $R^2$  0,1029 (vedlegg 1) og den finansielle gjelden cirka 30 % av netto driftskapital. Dette gir en markedsrisikodel på 0,0309, og beregningen av årlig finansiell gjeldsbeta blir dermed som vist i tabell 9-2.

	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Syntetisk rating	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB
Lang kredittrisikopremie	3,10 %	3,10 %	3,10 %	1,40 %	1,40 %	2,42 %
/ Markedspremie	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
= <b>Finansiell gjeldsbeta når markedsrisikodel = 1</b>	<b>0,6200</b>	<b>0,6200</b>	<b>0,6200</b>	<b>0,2800</b>	<b>0,2800</b>	<b>0,4840</b>
* Markedsrisikodel FG	0,0309	0,0309	0,0309	0,0309	0,0309	0,0309
= <b>Finansiell gjeldsbeta</b>	<b>0,0191</b>	<b>0,0191</b>	<b>0,0191</b>	<b>0,0086</b>	<b>0,0086</b>	<b>0,0149</b>

Tabell 9-2: Beregnet årlig historisk finansiell gjeldsbeta for XXL for analyseperioden 2011-2015

Andre del i beregningen av netto finansiell gjeldsbeta, er å finne finansiell eiendelsbeta. Finansielle eiendeler deles inn i kontanter, fordringer og investeringer, og vektes til en totalbeta på følgende måte:

$$\beta_{\text{Finansielle eiendeler}} = \beta_{\text{KON}} * \frac{\text{KON}}{\text{FE}} + \beta_{\text{FOR}} * \frac{\text{FOR}}{\text{FE}} + \beta_{\text{INV}} * \frac{\text{INV}}{\text{FE}}$$

Der:

$\beta_{\text{KON}}$  = beta for kontanter

$\text{KON/FE}$  = kontantvekt

$\beta_{\text{FOR}}$  = beta for fordringer

$\text{FOR/FE}$  = fordringsvekt

$\beta_{\text{INV}}$  = beta for investeringer

$\text{INV/FE}$  = investeringsvekt

Vi må ta noen forutsetninger i forkant av beregningen av eiendelsbeta (Knivsflå, 2016). Den første forutsetningen er at kontantene er risikofrie, og med det har en beta på 0. Den andre er at investeringene følger markedet, og har en beta på 1. Den siste forutsetningen er at fordringene etter tapsavsetning er utsatt for kreditt risiko. Vi beregner derfor en årlig beta for fordringene på samme måte som for finansiell gjeld (vedlegg 1). Med det ender vi opp med en eiendelsbeta som følger i tabell 9-3:

	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
<b>Kontantbeta</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,0000</b>	0,0000
* Kontantvekt	0,9479	0,8971	0,9714	1,0000	1,0000	0,9633
<b>+ Fordringsbeta</b>	<b>0,0062</b>	<b>0,0062</b>	<b>0,0062</b>	<b>0,0062</b>	<b>0,0062</b>	<b>0,0062</b>
* Fordringsvekt	0,0521	0,1029	0,0286	0,0000	0,0000	0,0367
<b>+ Investeringsbeta</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>
* Investeringsvekt	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
<b>= Finansiell eiendelsbeta</b>	<b>0,0003</b>	<b>0,0006</b>	<b>0,0002</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,0002</b>

Tabell 9-3: Beregnet årlig historisk finansiell eiendelsbeta for XXL for analyseperioden 2011-2015

Vi har beregnet beta til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, og kan videre beregne beta til netto finansiell gjeld ved å vekte disse to betaene:

$$\beta_{\text{Netto finansiell gjeld}} = \beta_{FG} * \frac{FG}{NFG} - \beta_{FE} * \frac{FE}{NFG}$$

Der:

$\beta_{FG}$  = beta til finansiell gjeld

$FG/NFG$  = finansiell gjeldsvekt

$\beta_{FE}$  = beta til finansiell eiendelsbeta

$FE/NFG$  = finansiell eiendelsvekt

Netto finansiell gjeldsbeta er beregnet og vist i tabell 9-4.

	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
<b>Finansiell gjeldsbeta</b>	<b>0,0191</b>	<b>0,0191</b>	<b>0,0191</b>	<b>0,0086</b>	<b>0,0086</b>	<b>0,0149</b>
* Finansiell gjeldsvekt	1,0331	1,0243	1,0285	1,0634	1,0719	1,0442
<b>- Finansiell eiendelsbeta</b>	<b>0,0003</b>	<b>0,0006</b>	<b>0,0002</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,0002</b>
* Finansiell eiendelsvekt	0,0331	0,0243	0,0285	0,0634	0,0719	0,0442
<b>= Netto finansiell gjeldsbeta</b>	<b>0,0198</b>	<b>0,0196</b>	<b>0,0197</b>	<b>0,0092</b>	<b>0,0093</b>	<b>0,0155</b>

Tabell 9-4: Beregnet årlig historisk netto finansiell gjeldsbeta for XXL for analyseperioden 2011-2015

### Beregning av netto driftsbeta

Før vi til slutt kan beregne årlig egenkapitalbeta, må vi først finne netto driftsbeta. Som nevnt forutsetter vi at denne er konstant over hele analyseperioden, og vi kan derfor beregne den ved hjelp av de gjennomsnittlige betaverdiene vi nå har funnet. Netto driftsbeta blir fastsatt gjennom en WACC med vektning av egenkapitalbeta og netto finansiell gjeldsbeta, og er illustrert med følgende formel:

$$\beta_{\text{Netto driftskapital}} = \beta_{EK} \cdot \frac{EK}{NDK} + \beta_{NFG} \cdot \frac{NFG}{NDK}$$

Der:

$\beta_{EK}$  = egenkapitalbeta

$EK/NDK$  = egenkapitalsvekt

$\beta_{NFG}$  = netto finansiell gjeldsbeta

$NFG/NDK$  = netto finansiell gjeldsvekt

Med en gjennomsnittlig egenkapitalbeta på 0,86, en egenkapitalvekt på 36 %, gjennomsnittlig netto finansiell gjeldsbeta på 0,02 og en netto finansiell gjeldsvekt på 64 %, får vi en netto driftsbeta på 0,32. Når denne settes lik hvert år, er det kun den årlige egenkapitalbetaen vi ikke kjenner i uttrykket for å kunne beregne årlig avkastningskrav til egenkapitalen.

En selskapsbeta på 0,32 representerer ifølge Kaldestad og Møller (2011, s. 117) en lav eller svært lav risiko. Det kan argumenteres for om en beta på dette nivået ikke helt reflekterer XXL og deres risiko. Det er viktig å merke seg at Oslo Børs er preget av at mange selskap er knyttet til oljerelatert industri, noe som medfører at denne børsen i stor grad varierer med oljeprisen. XXLs drift avhenger ikke direkte av oljeprisen, og relativt til Oslo Børs anser vi en lav netto driftsbeta som rimelig. Det er viktig å poengtere at XXLs netto driftsbeta er basert på gjennomsnittlige betaer for netto finansiell gjeld og egenkapital i analyseperioden. Etter børsnoteringen ble store deler av gjelden innfridd, og gjeldsandelen ble samtidig kraftig redusert. Med tanke på at egenkapitalbetaen er høyere enn netto finansiell gjeldsbeta, vil den økte egenkapitalandelen føre til at gjennomsnittlig netto driftsbeta trolig burde vært høyere basert på finansieringsstrukturen ved utgangen av analyseperioden. Oppjusteringen av den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen mot 1 har imidlertid også ført til en oppjustering av netto driftsbeta, og vi justerer derfor ikke netto driftsbeta ytterligere. Vi anser derfor 0,32 som et rimelig estimat basert på vurderingene ovenfor og på den underliggende risikoen i selskapet.

### Beregning av årlig egenkapitalbeta

Ved å omformulere formelen ved beregning av netto driftsbeta, og sette inn de tallene vi til nå har beregnet, finner vi en egenkapitalbeta for hvert år i analyseperioden. Den nye formelen ser ut som følger:

$$\beta_{\text{Egenkapital}} = \frac{\beta_{NDK} - (\beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK})}{\frac{EK}{NDK}}$$

Der:

$\beta_{NDK}$  = beta til netto driftskapital

$EK/NDK$  = egenkapitalvekt

$\beta_{NFG}$  = netto finansiell gjeldsbeta

$NFG/NDK$  = netto finansiell gjeldsvekt

Dette gir årlige egenkapitalbetaer som vist i tabell 9-5.

	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Netto driftsbeta	0,3223	0,3223	0,3223	0,3223	0,3223	0,3223
- Netto finansiell gjeldsbeta	0,0198	0,0196	0,0197	0,0092	0,0093	0,0155
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,7638	0,7645	0,7582	0,5447	0,3457	0,6354
/ Egenkapitalvekt	0,2362	0,2355	0,2418	0,4553	0,6543	0,3646
= <b>Egenkapitalbeta</b>	<b>1,3008</b>	<b>1,3052</b>	<b>1,2711</b>	<b>0,6969</b>	<b>0,4877</b>	<b>0,8570</b>

Tabell 9-5: Beregnet årlig historisk egenkapitalbeta for XXL for analyseperioden 2011-2015

### 9.1.4 Avkastningskrav til egenkapital

Fram til nå har vi beregnet alle ukjente variabler til kapitalverdimodellen, og vi kan følgelig beregne de årlige avkastningskravene til egenkapitalen for XXL i år 2011-2015 som vist i tabell 9-6:

	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Risikofri rente	3,12 %	2,10 %	2,58 %	2,52 %	1,57 %	2,38 %
- Nominell skattesats	28,00 %	28,00 %	28,00 %	27,00 %	27,00 %	27,60 %
= Risikofri rente etter skatt	2,25 %	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,15 %	1,72 %
+ Egenkapitalbeta	1,3008	1,3052	1,2711	0,6969	0,4877	0,8570
* Markedets risikopremie	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
= <b>Egenkapitalkrav etter skatt</b>	<b>8,75 %</b>	<b>8,04 %</b>	<b>8,21 %</b>	<b>5,32 %</b>	<b>3,58 %</b>	<b>6,00 %</b>

Tabell 9-6: Beregnet årlig historisk avkastningskrav til egenkapitalen for XXL for analyseperioden 2011-2015

Når vi beregner gjennomsnittet av betaene i tallrekken ovenfor, blir ikke dette tallet det samme som den beregnede gjennomsnittsbetaen på 0,86. Årsaken er at det er ikke-lineæritet i de observasjonene som ble brukt i regresjonen da vi beregnet den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen. Som en følge av det får vi at gjennomsnittet av tallrekken knyttet til egenkapitalkravene etter skatt er 0,78 % høyere enn det beregnede gjennomsnittet på 6,00 %. I den store sammenhengen er ikke denne differansen så stor at det gir betydelig utslag i beregning av andre forholdstall, og vi har derfor valgt å ikke justere avkastningskravet til egenkapitalen ytterligere.

## 9.2 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld beregnes som differansen mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler, og beta til finansiell gjeld beregnes dermed ved vektning av de to kapitalenes

betaverdier. Det samme gjelder avkastningskravet til netto finansiell gjeld, og vi må derfor først finne avkastningskravet til henholdsvis finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

### 9.2.1 Avkastningskrav til finansiell gjeld

Det finansielle gjeldskravet består av risikofri rente og den lange kredittrisikopremien tilknyttet selskapets syntetiske rating, begge etter skatt. Formelen blir med det:

$$\text{Finansielt gjeldskrav} = r_f * (1 - s) + krp_{es}$$

Der:

$r_f$  = risikofri rente

$s$  = nominell selskapsskattesats

$krp_{es}$  = lang kredittrisikopremien etter skatt

For XXL, som har en rating på BB de tre første årene og BBB de to siste årene, blir det finansielle gjeldskravet som vist i tabell 9-7.

	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Risikofri rente etter skatt	2,25 %	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,15 %	1,72 %
+ Lang kredittrisikopremie	3,10 %	3,10 %	3,10 %	1,40 %	1,40 %	2,42 %
= <b>Finansielt gjeldskrav</b>	<b>5,35 %</b>	<b>4,61 %</b>	<b>4,96 %</b>	<b>3,24 %</b>	<b>2,55 %</b>	<b>4,14 %</b>

Tabell 9-7: Beregnet årlig historisk finansielt gjeldskrav for XXL for analyseperioden 2011-2015

### 9.2.2 Avkastningskrav til finansielle eiendeler

De finansielle eiendelene blir også her delt inn i kontanter, fordringer og investeringer, tilsvarende som under beregningen av finansiell eiendelsbeta. Hver del har sitt eget krav som til slutt blir vektet og summert til totalt avkastningskrav til finansielle eiendeler. Det gjøres som følger:

$$\text{Finansielt eiendelskrav} = r_{f,es} * \frac{KON}{FE} + (r_{f,es} + krp_{FOR}) * \frac{FOR}{FE} + (r_{f,es} + \beta_{INV} * mrp) * \frac{INV}{FE}$$

Der:

$r_{f,es}$  = risikofri rente etter skatt

$KON/FE$  = kontantvekt

$krp_{FOR}$  = den korte kredittrisikopremien

$FOR/FE$  = fordringsvekt

$\beta_{INV}$  = investeringsbeta

$INV/FE$  = investeringsvekt

$mrp$  = markedsrisikopremie

Utgangspunktet for alle de tre kravene er den risikofrie renten etter skatt, mens fordringene får et tillegg tilsvarende den korte kredittrisikopremien, og investeringene får et tillegg

tilsvarende den risikjusterte markedsrisikopremien. Det historiske avkastningskravet til de finansielle eiendelene beregnes som vist i tabell 9-8.

	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Kontantkrav	2,25 %	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,15 %	1,72 %
* Kontantvekt	0,9479	0,8971	0,9714	1,0000	1,0000	0,9633
+ Fordringskrav	4,95 %	4,21 %	4,56 %	2,84 %	2,15 %	3,74 %
* Fordringsvekt	0,0521	0,1029	0,0286	0,0000	0,0000	0,0367
+ Investeringskrav	7,25 %	6,51 %	6,86 %	6,84 %	6,15 %	6,72 %
* Investeringsvekt	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
= <b>Finansielt eiendelskrav</b>	<b>2,39 %</b>	<b>1,79 %</b>	<b>1,94 %</b>	<b>1,84 %</b>	<b>1,15 %</b>	<b>1,82 %</b>

Tabell 9-8: Beregnet årlig historisk avkastningskrav til de finansielle eiendelene for XXL for analyseperioden 2011-2015

### 9.2.3 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Når vi vekter og summerer de to kravene vi nå har funnet, får vi XXLs avkastningskrav til netto finansiell gjeld for hvert år i analyseperioden. De årlige kravene er vist i tabell 9-9.

	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Finansielt gjeldskrav	5,35 %	4,61 %	4,96 %	3,24 %	2,55 %	4,14 %
* FG/NFG	1,0379	1,0243	1,0285	1,0634	1,0719	1,0452
- Finansielt eiendelskrav	2,39 %	1,79 %	1,94 %	1,84 %	1,15 %	1,82 %
* FE/NFG	0,0379	0,0243	0,0285	0,0634	0,0719	0,0452
= <b>Netto finansielt gjeldskrav</b>	<b>5,46 %</b>	<b>4,68 %</b>	<b>5,05 %</b>	<b>3,32 %</b>	<b>2,65 %</b>	<b>4,23 %</b>

Tabell 9-9: Beregnet årlig historisk avkastningskrav til netto finansiell gjeld for XXL for analyseperioden 2011-2015

### 9.3 Avkastningskrav til netto driftskapital

Til slutt vekter og summerer vi avkastningskravet til henholdsvis egenkapital og netto finansiell gjeld i tabell 9-10, og får de årlige avkastningskravene til netto driftskapital for XXL.

	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
EK-krav	8,75 %	8,04 %	8,21 %	5,32 %	3,58 %	6,78 %
* EK/NDK	0,2362	0,2355	0,2418	0,4553	0,6543	0,3646
+ NFG-krav	5,45 %	4,68 %	5,05 %	3,32 %	2,65 %	4,23 %
* NFG/NDK	0,7638	0,7645	0,7582	0,5447	0,3457	0,6354
= <b>Netto driftskrav</b>	<b>6,23 %</b>	<b>5,47 %</b>	<b>5,81 %</b>	<b>4,23 %</b>	<b>3,26 %</b>	<b>5,00 %</b>

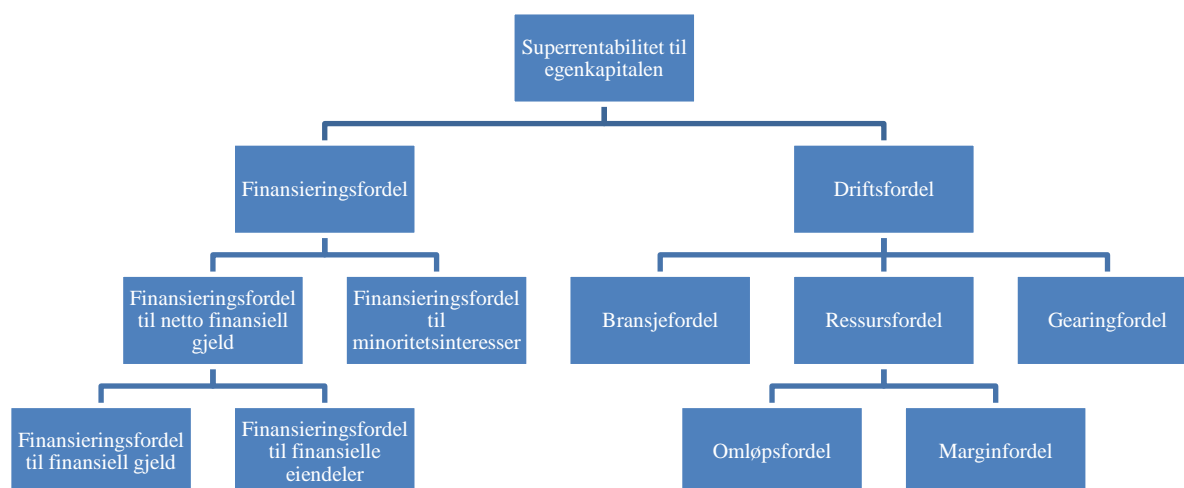
Tabell 9-10: Beregnet årlig historisk avkastningskrav til netto driftskapital for XXL for analyseperioden 2011-2015



## 10. REGNSKAPSANALYSE – RENTABILITET

Rentabilitetsanalyse vurderer lønnsomheten i et selskap over tid, og ser hvor høy avkastning selskapet genererer fra hver kapital. Vi vil utføre en strategisk rentabilitetsanalyse der vi sammenligner alle forholdstall relativt til en målestokk. I vårt tilfelle er denne målestokken de historiske avkastningskravene beregnet i forrige kapittel. Målet med analysen er å finne XXLs kvantitative strategiske fordel, som er uttrykt ved differansen mellom egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet. Det er viktig å ha et kritisk blikk på den estimerte strategiske fordel, ettersom lave avkastningskrav kan medføre en høy strategisk fordel som kanskje ikke er reell.

For å få bedre innsikt i hva som skaper den strategiske fordelen til XXL, dekomponerer vi den strategiske fordelen i ulike komponenter som vist i figur 10-1.



Figur 10-1: Oversikt over hvordan superrentabilitet til egenkapitalen kan dekomponeres i en finansieringsfordel og driftsfordel (Knivsflå, 2016)

Rentabiliteten til en kapital viser avkastningen som kapitalen genererer. Denne analysen baseres på det normale nettoresultatet til kapitalen, ettersom det er det resultatet som danner grunnlaget for budsjettering og utforming av framtidig kontantstrøm. Gjennomsnittlig kapital beregnes på samme måte som i kapittel 9 for å opprettholde en konsistens med målestokken. Rentabiliteten beregnes som forholdet mellom normalt nettoresultat til kapitalen og gjennomsnittlig kapital. Ved å beregne på denne måten, får vi en etterskuddsrentabilitet.

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalt nettoresultat til kapitalen}}{\text{Inngående kapital} + \frac{\Delta\text{Kapital} - \text{Normalt nettoresultat til kapitalen}}{2}}$$

På grunn av manglende bransjetall for 2015, vil tabeller og figurer i dette kapittelet kun vise tall fram til 2014 for sportsbransjen. Alle gjennomsnitt som blir beregnet i dette kapittelet er tidsvektede i samsvar med kapittel 7.1.5 og 7.5.2. Vi baserer analysene i dette kapittelet på de justerte tallene til XXL, ettersom det er de tallene vi senere baserer framtidsregnskapet på. I kapittel 8.2.2 så vi at justeringen ikke hadde så stor påvirkning på XXLs netto driftsrentabilitet, slik at vi anser de justerte tallene som representative for de kommende analysene. Tilleggsberegninger som ikke framgår av oppgaveteksten, ligger i vedlegg 2.

## 10.1 Superrentabilitet

Utgangspunktet for en strategisk rentabilitetsanalyse, er som nevnt superrentabiliteten til egenkapitalen, og beregnes som følger:

$$\text{Superrentabilitet til egenkapitalen} = \text{Egenkapitalrentabilitet} - \text{Egenkapitalkravet}$$

Egenkapitalrentabiliteten beregnes etter formelen som ble presentert innledningsvis, der tilhørende kapital er normalisert nettoresultat til egenkapitalen. Sammen med egenkapitalkravet vi fant i kapittel 9, beregnes superrentabilitet til egenkapitalen som vist i tabell 10-1 nedenfor.

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Egenkapitalrentabilitet	4,53 %	6,27 %	10,66 %	13,07 %	11,61 %	9,92 %
- Egenkapitalkravet	8,75 %	8,04 %	8,21 %	5,32 %	3,58 %	6,39 %
= <b>Superrentabilitet til EK</b>	<b>-4,22 %</b>	<b>-1,76 %</b>	<b>2,44 %</b>	<b>7,75 %</b>	<b>8,03 %</b>	<b>3,54 %</b>

Tabell 10-1: Beregning av årlig superrentabilitet til egenkapitalen for XXL for analyseperioden 2011- 2015

Vi ser at superrentabiliteten i 2011 og 2012 var negativ, hvor XXL hadde en strategisk ulempe. Fram til 2015 har rentabiliteten vært stigende, og de tre siste årene har XXL hatt en strategisk fordel. Utviklingen i superrentabilitet samsvarer med forventningene fra den strategiske analysen i kapittel 6, der analysen viste at XXL er i en posisjon til å ha en strategisk fordel.

For å få innsikt i hvilke kilder som skaper den strategiske fordel, dekomponerer vi uttrykket i finans og drift.

## 10.2 Finansieringsfordel

Finansieringsfordelen deles inn i en finansieringsfordel til netto finansiell gjeld og en finansieringsfordel til minoritetsinteresser. På grunn av XXLs mangel på minoritetsinteresser ser vi vekk fra det i denne analysen. Formelen blir dermed som følger, der et negativt resultat tilsvarer en ulempe:

$$\text{Finansieringsfordel} = \text{FFNFG} = (\text{nf}gk - \text{nf}gr) * \text{nf}gg$$

Der:

*FFNFG* = finansieringsfordel til netto finansiell gjeld

*nf*gk = netto finansielt gjeldskrav

*nf*gr = netto finansiell gjeldsrente

*nf*gg = netto finansiell gjeldsgrad

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Netto finansielt gjeldskrav	5,45 %	4,68 %	5,05 %	3,32 %	2,65 %	4,02 %
- Netto finansiell gjeldsrente	7,75 %	7,56 %	7,51 %	7,71 %	12,06 %	8,74 %
* Netto finansiell gjeldsgrad	3,2341	3,2466	3,1350	1,1964	0,5284	2,0303
= <b>Finansieringsulempe</b>	<b>-7,46 %</b>	<b>-9,34 %</b>	<b>-7,74 %</b>	<b>-5,24 %</b>	<b>-4,98 %</b>	<b>-6,62 %</b>

Tabell 10-2: Beregning av årlig finansieringsulempe for XXL for analyseperioden 2011-2015

Som vi ser i tabell 10-2 har XXL en finansieringsulempe hvert år, der trenden likevel er positiv. En finansieringsulempe betyr at selskapet enten betaler en rente på den finansielle gjelden som er høyere enn det tilhørende kravet, eller at de har en avkastning på de finansielle eiendelene som er lavere enn kravet til finansielle eiendeler. For å få bedre innsikt i hva som skaper finansieringsulempen, velger vi å se på finansielle eiendeler og finansiell gjeld hver for seg. Finansieringsfordel forkortes med «FF» i tabellen under.

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
FF Finansiell gjeld	-7,29 %	-9,55 %	-7,74 %	-5,33 %	-5,23 %	-6,71 %
+ FF Finansielle eiendeler	-0,17 %	0,21 %	0,00 %	0,09 %	0,25 %	0,09 %
= <b>FF Netto finansiell gjeld</b>	<b>-7,46 %</b>	<b>-9,34 %</b>	<b>-7,74 %</b>	<b>-5,24 %</b>	<b>-4,98 %</b>	<b>-6,62 %</b>

Tabell 10-3: Beregning av årlig finansieringsulempe til netto finansiell gjeld for XXL for analyseperioden 2011-2015. Ulempen beregnes som summen av finansieringsfordel til finansiell gjeld og finansielle eiendeler

Vanligvis forventes det at finansieringsfordelen er tilnærmet lik null, på grunn av konkurransen i finansmarkedet (Knivsfå, 2016). Siden konkurransen er så sterk, kan det ikke forventes å både få og betale en annen rente enn markedsrenten, og således generere en unormal avkastning på finansielle eiendeler og gjeld. Tabell 10-3 viser at XXL har en minimal tidsvektet finansieringsfordel til finansielle eiendeler, og påstanden ovenfor kan derfor sies å gjelde for denne kapitalen. Finansieringsulempen til netto finansiell gjeld

kommer derfor hovedsakelig fra ulempen til finansiell gjeld, der selskapet betaler en høyere rente på den finansielle gjelden enn det tilhørende avkastningskravet. Ettersom finans er lite strategisk, blir ikke finansieringsfordelen dekomponert ytterligere.

### 10.3 Driftsfordel

Driftsfordelen deles inn i en bransjefordel, en ressursfordel og en gearingfordel, der bransjefordelen og ressursfordelen sammen blir kalt strategisk fordel til drift. Driftsfordelen beregnes som følger:

$$\begin{aligned} \text{Driftsfordel} &= \text{Strategisk fordel drift} + \text{Gearingfordel drift} \\ &= (\text{Bransjefordel drift} + \text{Ressursfordel drift}) + \text{Gearingfordel drift} \end{aligned}$$

Den dekomponerte driftsfordelen til XXL er som vist i tabell 10-4. Vi ser nærmere på de tre komponentene hver for seg.

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Bransjefordel drift	10,29 %	11,11 %	13,16 %	16,56 %	-3,26 %	9,17 %
+ Ressursulempe drift	-9,53 %	-9,33 %	-10,70 %	-10,64 %	11,77 %	-4,69 %
+ Gearingfordel drift	2,47 %	5,79 %	7,72 %	7,08 %	4,49 %	5,68 %
= <b>Driftsfordel XXL</b>	<b>3,24 %</b>	<b>7,58 %</b>	<b>10,18 %</b>	<b>12,99 %</b>	<b>13,00 %</b>	<b>10,16 %</b>

Tabell 10-4: Beregning av årlig driftsfordel for XXL for analyseperioden 2011-2015, dekomponert i bransjefordel drift, ressursulempe drift og gearingfordel drift

#### 10.3.1 Bransjefordel

Bransjefordelen er differansen mellom netto driftsrentabilitet i bransjen og netto driftskrav i bransjen:

$$\text{Bransjefordel drift} = \text{Netto driftsrentabilitet}_{\text{Bransje}} - \text{Netto driftskrav}$$

I beregningen av bransjefordelen tar vi samme forutsetning som i beregningen av årlig egenkapitalbeta, der Miller & Modigliani sitt 1. teorem ligger til grunn. Det forutsettes at kapitalstruktur ikke har noe å si for beregningen av netto driftskrav, og det kan antas at XXLs krav gjeldes for hele bransjen, ettersom alle selskapene i bransjen har tilnærmet lik drift.

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Netto driftsrentabilitet sportsbransjen	16,52 %	16,58 %	18,97 %	20,79 %	0,00 %	13,96 %
- Netto driftskrav	6,23 %	5,47 %	5,81 %	4,23 %	3,26 %	4,79 %
= <b>Bransjefordel drift</b>	<b>10,29 %</b>	<b>11,11 %</b>	<b>13,16 %</b>	<b>16,56 %</b>	<b>-3,26 %</b>	<b>9,17 %</b>

Tabell 10-5: Beregning av årlig bransjefordel for sportsbransjen for analyseperioden 2011-2015

Tabell 10-5 viser at sportsbransjen har en bransjefordel. Den strategiske analysen i kapittel 6 viste at det er mange forhold som gjør sportsbransjen attraktiv, og det er flere faktorer som legger til rette for lønnsom drift. Den kvantitative analysen av bransjefordelen støtter den kvalitative analysen, og viser at sportsbransjen har generert en bransjefordel i analyseperioden. Det forventes at fordelene vil være positive også i framtiden på grunn av de mange faktorene som gjør bransjen attraktiv.

Det negative tallet for 2015 skyldes manglende bransjetall for året, og en sammenligning er derfor ikke reell. Tallet presenteres likevel i tabellen da det tidsvektede snittet for hele analyseperioden bygges på senere i kapitlet.

### 10.3.2 Ressursfordel

Ressursfordelen sammenligner selskapets rentabilitet med bransjens, og viser om selskapet driver mer lønnsomt enn bransjen generelt. Fordelen beregnes som følger, der et negativt tall tilsvarer en ulempe:

$$\text{Ressursfordel drift} = \text{Netto driftsrentabilitet}_{\text{XXL}} - \text{Netto driftsrentabilitet}_{\text{Bransje}}$$

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
ndr XXL, justert	6,99 %	7,25 %	8,27 %	10,15 %	11,77 %	9,27 %
- ndr sportsbransjen	16,52 %	16,58 %	18,97 %	20,79 %		13,96 %
= <b>Ressursulempe</b>	<b>-9,53 %</b>	<b>-9,33 %</b>	<b>-10,70 %</b>	<b>-10,64 %</b>	<b>11,77 %</b>	<b>-4,69 %</b>

Tabell 10-6: Beregning av årlig ressursulempe for XXL for analyseperioden 2011-2015

Vi ser i tabell 10-6 at XXL har en ressursulempe, noe som betyr at selskapet ikke klarer å drive like lønnsomt som gjennomsnittsselskapet i bransjen. Avviket i 2015 skyldes også her mangel på bransjetall dette året.

For å få bedre innsikt i hvorfor selskapet har en ressursulempe, dekomponeres uttrykket i en omløpsfordel og en marginfordel, presentert i tabell 10-7.

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Marginfordel	3,58 %	3,03 %	2,60 %	2,29 %	11,77 %	5,03 %
+ Omløpsulempe	-13,11 %	-12,35 %	-13,30 %	-12,94 %	0,00 %	-9,71 %
= <b>Ressursulempe</b>	<b>-9,53 %</b>	<b>-9,33 %</b>	<b>-10,70 %</b>	<b>-10,64 %</b>	<b>11,77 %</b>	<b>-4,69 %</b>

Tabell 10-7: Beregning av årlig ressursulempe for XXL for analyseperioden 2011-2015, dekomponert i marginfordel og omløpsulempe

## Omløpsfordel

Omløpsfordelen viser hvor mye selskapets investeringer genererer i inntekter i forhold til bransjen, justert for bransjens netto driftsmargin. Fordelen beregnes som følger, der en negativ verdi er en ulempe:

$$\text{Omløpsfordel} = (\text{onde} - \text{onde}_{\text{Bransje}}) * \text{ndm}_{\text{Bransje}}$$

Der:

*onde* = omløpshastigheten til netto driftseiendeler

*ndm* = netto driftsmargin

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
onde	0,6200	0,7403	0,9196	1,1517	1,3567	1,0150
- onde B	3,0015	2,9031	3,0774	3,0481	0,0000	3,0186
* ndm B	5,50 %	5,71 %	6,17 %	6,82 %	0,00 %	6,24 %
= <b>Omløpsulempe</b>	<b>-13,11 %</b>	<b>-12,35 %</b>	<b>-13,30 %</b>	<b>-12,94 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>-9,71 %</b>

Tabell 10-8: Beregning av årlig omløpsulempe for XXL for analyseperioden 2011-2015

Tabell 10-8 viser at XXL har en omløpsulempe i hele analyseperioden. De klarer ikke å generere en like høy avkastning på sine netto driftseiendeler sett relativt til bransjen, gitt at de hadde hatt de samme marginene. Det tyder på at XXL har høyere kapitalbinding enn bransjen, noe som er forventet med tanke på den vekststrategien de har hatt. Vi ser at XXLs omløpshastighet til netto driftseiendeler har en positiv utvikling, og selskapet klarer dermed å utnytte den investerte kapitalen bedre enn tidligere år. Dette er naturlig ettersom det tar noen år før en investering gir avkastning. Analysen viser at selskapet totalt sett utnytter sine ressurser dårligere enn bransjen, men trenden i selskapet er positiv.

Omløpsulempen kan dekomponeres videre ved å dele omløpet til netto driftseiendeler i underomløp, der et underomløp for eksempel kan være et forretningsområde. Det er også mulig å gjøre en analyse som viser inntekt per enhet solgt i forhold til bransjen. XXL utgir imidlertid ikke tilstrekkelig informasjon som gjør det mulig for oss å gjennomføre en slik dekomponering. Vi går derfor videre og analyserer marginfordelen til selskapet.

## Marginfordel

Marginfordelen er differansen mellom selskapets og bransjens netto driftsmargin, justert for selskapets omløpshastighet til netto driftseiendeler. Denne fordelene blir beregnet som følger (Knivsflå, 2016):

$$\text{Marginfordel} = (\text{ndm} - \text{ndm}_{\text{Bransje}}) * \text{onde}$$

Der:

$\text{ndm} = \text{netto driftsmargin}$

$\text{onde} = \text{omløpshastigheten til netto driftseiendeler}$

Marginfordelen til XXL beregnes som vist i tabell 10-9.

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Netto driftsmargin	11,28 %	9,80 %	9,00 %	8,81 %	8,67 %	9,33 %
- Netto driftsmargin bransje	5,50 %	5,71 %	6,17 %	6,82 %	0,00 %	6,24 %
* Onde	0,6200	0,7403	0,9196	1,1517	1,3567	1,0150
= <b>Marginfordel</b>	<b>3,58 %</b>	<b>3,03 %</b>	<b>2,60 %</b>	<b>2,29 %</b>	<b>11,77 %</b>	<b>5,03 %</b>

Tabell 10-9: Beregning av årlig marginfordel for XXL for analyseperioden 2011-2015

At XXL har en marginfordel, vil si at de skaper høyere netto driftsresultat per omsatt krone, enn det bransjen hadde gjort med den samme kapitalbindingen som XXL har. Vi ser at marginfordelen til XXL har vært synkende i analyseperioden, men de klarer fremdeles å generere høyere driftsresultat per omsatt krone enn det bransjen gjør. Konkurransen vil trolig påvirke marginene i bransjen i årene framover. Tallet for 2015 er ikke sammenlignbart på grunn av manglende regnskapstall fra sportsbransjen.

For å se hvor XXL oppnår en marginfordel, dekomponerer vi fordelene i en såkalt «common size»-analyse. Analysen synliggjør hvilke poster som skaper selskapets og sportsbransjens netto driftsmargin.

Common size, prosent	Tidssnitt XXL	Tidssnitt bransjen	Differanse
Driftsinntekter	100,00 %	100,00 %	0,00 %
- Varekostnader	59,81 %	59,46 %	0,34 %
- Lønnskostnader	14,99 %	10,60 %	4,39 %
- Andre driftskostnader	10,87 %	19,27 %	-8,41 %
- Avskrivninger	1,43 %	2,28 %	-0,85 %
= <b>Normalt driftsresultat før skatt</b>	<b>12,91 %</b>	<b>8,38 %</b>	<b>4,53 %</b>
- Driftsrelatert skattekostnad	3,58 %	2,20 %	1,38 %
= <b>Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>9,33 %</b>	<b>6,18 %</b>	<b>3,15 %</b>
+ Nettoresultat driftstilknyttede	0,00 %	0,06 %	-0,06 %
= <b>Netto driftsresultat (= netto driftsmargin)</b>	<b>9,33 %</b>	<b>6,24 %</b>	<b>3,09 %</b>

Tabell 10-10: Resultat fra «Common size»-analyse for XXL mot sportsbransjen for analyseperioden 2011-2015

Resultatet fra «common size»-analysen i tabell 10-10 viser hver driftskostnadspost i prosent av driftsinntektene. Når vi sammenligner XXLs tidsvektede snitt med bransjens, ser vi at differansene mellom selskapet og bransjen ikke er så store, og der differansen er størst går

den i XXLs favør. XXL har relativt lavere andre driftskostnader og avskrivninger enn bransjen, og de har også relativt høyere resultat totalt sett.

### **Oppsummering ressursulempe**

Selv om XXL har en marginfordel, har de en omløpsulempe som er vesentlig større, og som medfører at de totalt sett har en ressursulempe. I motsetning til VRIO-analysen, hvor vi fokuserte på de ressursene vi tror kan gi XXL et konkurransefortrinn, ser ressursfordelen på alle selskapets ressurser samlet. Ser vi det i sammenheng med den strategiske analysen i kapittel 6, samsvarer marginfordelen med våre påstander om XXLs kostnadsstruktur, lave marginer og ledelse. Nøkkelen ser ut til å ligge i XXLs lave driftskostnader, der ledelsen trolig har en mer kostnadseffektiv drift enn det konkurrentene har. Konkurrentene klarer imidlertid å generere høyere inntekter per investert krone enn det XXL gjør, og har derfor bedre lønnsomhet totalt sett. Dette kan tyde på at XXL ikke klarer å utnytte det potensialet som blant annet ligger i deres produktsammensetning.

### ***10.3.3 Gearingfordel drift***

Gearingfordelen er en skaleringsfaktor som viser fordelene et selskap kan oppnå ved å finansiere driften ved bruk av fremmedkapital. Den beregnes som differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav, multiplisert med gearingeffekten. Sistnevnte tilsvarer summen av netto finansiell gjeldsgrad og minoritetsgrad, men siden XXL ikke har minoritetsinteresser, beregnes gearingfaktoren som netto finansiell gjeldsgrad. At gearingfordelen til drift er en skaleringsfaktor, vil si at den øker driftsfordelen ved lønnsom drift, og i motsatt tilfelle gjøre en driftsulempe større ved ulønnsom drift. Gearingfordelen beregnes som vist i formelen nedenfor. Tabell 10-11 viser gearingfordelen til XXL.

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

Der:

*ndr* = netto driftsrentabilitet

*ndk* = netto driftskrav

*nfgg* = netto finansiell gjeldsgrad



	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Netto driftsrentabilitet	6,99 %	7,25 %	8,27 %	10,15 %	11,77 %	9,27 %
- Netto driftskrav	6,23 %	5,47 %	5,81 %	4,23 %	3,26 %	4,79 %
* Gearingfaktor	3,2341	3,2466	3,1350	1,1964	0,5284	2,0303
= <b>Gearingfordel drift</b>	<b>2,47 %</b>	<b>5,79 %</b>	<b>7,72 %</b>	<b>7,08 %</b>	<b>4,49 %</b>	<b>5,68 %</b>

Tabell 10-11: Beregning av årlig gearingfordel drift for XXL for perioden 2011-2015

Ettersom XXL har en lønnsom drift, er gearingfordelen til driften positiv. Gearingfordelen skalerer følgelig den strategiske driftsfordelen, og bidrar til at selskapet oppnår en høyere driftsfordel i hele analyseperioden. Bakgrunnen for den svingende gearingfordelen er i stor grad den endrede kapitalstrukturen til selskapet, inkludert den refinansierte gjelden og egenkapitaløkningen i forbindelse med børsnoteringen.

### 10.3.4 Oppsummering driftsfordel

Driftsfordelen til XXL skyldes i hovedsak den høye bransjefordelen, og viser at sportsbransjen er en lønnsom bransje å drive i. XXL har høyt fokus på marginer, og har bedre netto driftsmargin enn bransjen. De klarer derimot ikke å generere en like høy avkastning på sine investeringer som det konkurrentene klarer, noe som henger sammen med at selskapet har høy kapitalbinding. Selskapet har imidlertid i slutten av analyseperioden klart å generere en høyere avkastning på den investerte kapitalen, og viser en positiv utvikling i utnyttelsen av de ressursene de innehar. Siden XXL har en netto driftsrentabilitet høyere enn kravet, og har netto finansiell gjeld, får de en gearingfordel som er med på å øke driftsfordelen.

## 10.4 Strategisk fordel

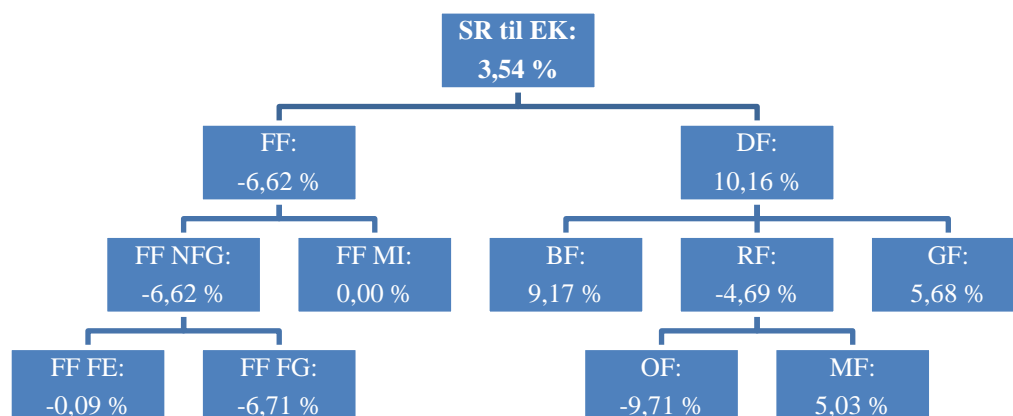
Når vi legger sammen finansieringsulempen og driftsfordelen til XXL i tabell 10-12, får vi XXLs strategiske fordel. Vi ser at utviklingen fra å ha en strategisk ulempe til å få en strategisk fordel skyldes både en økt driftsfordel og en redusert finansieringsulempe, og viser at XXL har blitt et lønnsomt selskap. Det store skillet mellom 2013 og 2014 skyldes endringen i kapitalstruktur i forbindelse med børsnoteringen, og gjør at den strategiske fordel til XXL er mye høyere i 2014 og 2015 enn det tidsvektede gjennomsnittet for analyseperioden.

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Finansieringsulempe	-7,46 %	-9,34 %	-7,74 %	-5,24 %	-4,98 %	-6,62 %
+ Driftsfordel	3,24 %	7,58 %	10,18 %	12,99 %	13,00 %	10,16 %
= <b>Strategisk fordel</b>	<b>-4,22 %</b>	<b>-1,76 %</b>	<b>2,44 %</b>	<b>7,75 %</b>	<b>8,03 %</b>	<b>3,54 %</b>

Tabell 10-12: Beregning av årlig strategisk fordel for XXL for perioden 2011-2015

## 10.5 Oppsummering rentabilitetsanalyse

Som en oppsummering av rentabilitetsanalysen presenteres dekomponeringen av den tidsvektede strategiske fordel i matrisen som ble presentert innledningsvis. Figur 10-2 viser at XXL totalt sett har en tidsvektet strategisk fordel på 3,54 %, som betyr at selskapet driver lønnsomt. Den estimerte strategiske fordelens anses å være reell, da avkastningskravene anses å reflektere den underliggende risikoen til selskapet.



Figur 10-2: Oppsummering av rentabilitetsanalysen for XXL for analyseperioden 2011-2015, der superrentabiliteten til egenkapitalen er dekomponert i drift og finans. Figuren viser de tidsvektede snittene for XXL i analyseperioden

XXLs driftsfordel består i stor grad av bransjefordelen, mens ressursulempen har en stadig mer negativ effekt på den totale driftsfordelen. I årene framover kan XXL fortsette veksten så lenge bransjen er i vekst, men de må i framtiden klare å utnytte ressursene sine bedre hvis de skal vokse mer enn bransjen eller holde fram med å vokse når bransjen stagnerer.

XXL har hatt en økende omløpshastighet til netto driftseiendeler, noe som indikerer at investeringene de har gjort tidligere gir stadig høyere avkastning. Analysen av selskapets marginfordel viser at XXL totalt sett genererer bedre resultat enn bransjen basert på bedre marginer. Forspranget som XXL har er imidlertid i ferd med å reduseres, og det er ventet at konkurransekraftene i bransjen vil føre selskapenes marginer nærmere hverandre.

Som følge av konkurransen i finansmarkedet, er det ventet at konkurransekraftene vil eliminere fordeler og ulemper som selskapet har i forbindelse med deres finansieringsstruktur. Det skaper en forventning om at finansieringsulempen som XXL har vil bli eliminert i løpet av budsjettperioden. Ettersom finansieringsulempen elimineres, vil selskapet kun sitte igjen med en driftsfordel som er ventet å være stor nok til å holde seg

varig i framtiden. Vi antar at det i stor grad er bransjefordelen som skaper den framtidige strategiske fordel, ettersom konkurransekraftene trolig vil gjøre at selskapene i bransjen ikke kan forvente å oppnå en betydelig varig ressursfordel.

Kunnskapen fra rentabilitetsanalysen, risikoanalysen og den strategiske analysen danner samlet grunnlag for vekstanalysen og budsjettering av framtidsregnskapet i det neste kapitlet.

## **11. VEKTSANALYSE OG FRAMTIDSREGNSKAP**

Basert på den innsikten og de forventningene vi har fått fra strategisk analyse og regnskapsanalyse, vil vi i dette kapitlet utarbeide framtidig resultatregnskap, balanseregnskap og kontantstrøm for XXL. Det framtidige regnskapet skal vi videre bruke i beregningen av framtidig avkastningskrav og ved estimering av aksjeverdien til XXL. Alle tall og prosentsetser er nominelle, med mindre noe annet er spesifisert.

Vi utarbeider ett framtidsregnskap basert på de forventningene vi har til fremtiden, der selskapet fortsatt vil eksistere. Samtidig vil et alternativ scenario være at selskapet går konkurs før periodens slutt. Konkursrisikoen til XXL har vi tidligere beregnet i forbindelse med syntetisk rating i kapittel 8.3. Denne risikoen blir innarbeidet i avkastningskravet til netto finansiell gjeld, og blir på denne måten tatt hensyn til i fastsettelsen av aksjeverdien til XXL.

### **11.1 Rammeverk for framtidsregnskapet**

Verdien av et selskap er nåverdien av forventet framtidig inntjening som er generert av selskapet. Vi må derfor utarbeide framtidig resultatregnskap, balanseregnskap og kontantstrøm, for å kunne beregne aksjeverdien til XXL. Knivsflå (2016) presenterer et rammeverk for utarbeidelse av framtidsregnskapet, der vi basert på analyse av historisk vekst, vil kunne vurdere når selskapet oppnår konstant vekst i «steady state». Basert på flere budsjett drivere vil vi kunne utarbeide framtidsregnskapet over hele budsjettperioden, fram til og med budsjett horisonten når selskapet oppnår konstant vekst.

#### ***11.1.1 Valg av budsjett horisont***

Analyse av historisk vekst vil som nevnt gi indikasjoner på når et selskap oppnår konstant vekst, og således danne grunnlag for valg av budsjett horisont. Vekstfaktoren er den mest kritiske driveren i en verdivurdering, spesielt for selskap i høy vekst. Årsaken til det er at vekstfaktoren danner grunnlaget for fastsettelse av de framtidige inntektene og resultatene (Damodaran, 2012, s. 271). For å estimere framtidig vekst i et selskap, kan vi enten analysere den historiske veksten i selskapets inntekter, basere oss på analyser gjort av eksterne analytikere, eller analysere selskapets kapitalvekst, for eksempel egenkapitalvekst. Knivsflå (2016) påpeker at driftsinntektsveksten er det som avgjør størrelsen på selskapet i fremtiden, og det er derfor den budsjett driveren som vil være utgangspunktet for

budsjetteringen. Vi mener at driftsinntektsveksten til XXL vil være avgjørende i budsjetteringen av framtidsregnskapet, og vi har derfor valgt denne driveren som utgangspunkt i fastsettelse av budsjetthorisonten.

Analysen av den historiske driftsinntektsveksten til XXL er presentert i tabell 11-1 nedenfor.

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Driftsinntekter XXL	2 466 607	3 102 581	4 009 055	5 213 600	6 490 200	4 563 139
Driftsinntektsvekst		26 %	29 %	30 %	24 %	23 %

Tabell 11-1: Analyse av XXLs årlige driftsinntektsvekst i analyseperioden 2011-2015

Tabellen viser at selskapet har hatt en stigende driftsinntektsvekst fram til 2014, men at den i 2015 har gått noe tilbake. Likevel tilsier den høye veksten at selskapet er et stykke fra å oppnå konstant vekst, og indikerer at selskapet trenger en lang budsjettperiode for å nå «steady state».

I tillegg til analyse av historisk vekst, vil valg av regnskapsføringsprinsipp også påvirke hvor lang budsjetthorisonten bør være. Et regnskap som har en verdibasert tilnærming vil ikke trenge en lang budsjettperiode, ettersom regnskapet allerede reflekterer den korrekte verdien av selskapet. I kapittel 7 justerte vi regnskapet til XXL ved å kapitalisere den operasjonelle leasingen. Utover denne justeringen, vurderer vi kvaliteten av regnskapet som god, siden selskapet fører regnskapet etter IFRS og har en tilnærming som sikrer mer bruk av virkelige verdier i regnskapet.

Basert på momentene ovenfor mener vi at XXL trenger en noe lang budsjettperiode for å nå «steady state». Vi utarbeider følgelig framtidsregnskapet for 12 år, altså for perioden år 2016 til 2027, der 2027 er det året selskapet oppnår konstant vekst, altså år T. Tabellene for framtidsregnskapet vil i tillegg til budsjettperioden også inneholde år T+1 og T+2, for å vise at selskapet har nådd «steady state».

### **11.1.2 Valg av budsjettmodell**

Ettersom vi har en lang budsjettperiode vil det være vanskelig for oss å ha en klar forventning om fremtiden på detaljnivå. Årsaken til det er at usikkerheten i forventningene vokser i takt med lengden på budsjettperioden. Vi vil derfor konsentrere oss om de viktigste faktorene i regnskapet og basere oss på en forenklet budsjettmodell, noe som gjør at antall budsjett drivere blir begrenset. Rammeverket for en enkel budsjettering er hentet fra Knivsflå

(2016), og presenterer en modell i syv steg som konsentrerer seg om ni budsjett drivere. Siden XXL ikke har hatt minoritetsinteresser, og vi har lagt inn en forventning om at de ikke vil ha dette i framtiden heller, vil vår framgangsmåte basere seg på syv budsjett drivere beregnet i fem steg.

I framtidsregnskapet har vi lagt inn en forutsetning om at kontantstrømmene blir realisert ved utgangen av året, slik at vi ved beregning av kapitalvekter og rentabilitet regner på inngående balanseverdier. Budsjetteringen bygger videre på fire budsjett punkt, der årene mellom blir estimert lineært. De fire budsjett punktene vi har valgt er år 2016, 2017, 2021 og 2027 (T). Dette gjelder for alle budsjett driverne med mindre annet er spesifisert.

## **11.2 Våre forventninger til framtiden**

For å kunne utarbeide et framtidsregnskap, må vi basere regnskapet på de forventningene vi opparbeidet oss i den strategiske analysen og regnskapsanalysen. De vurderingene som blir gjort i utarbeidelsen av framtidsregnskapet er basert på vårt skjønn og våre estimeringer, som igjen er basert på den nevnte innsikten vi har fått så langt i prosessen.

I den strategiske analysen av selskapet så vi at de makroøkonomiske forholdene dannet grunnlag for en lønnsom bransje med en forventning om framtidig vekst. Samtidig viste analysen at konkurransekraftene i markedet er sterke på flere plan, der den var høyest fra de eksisterende konkurrentene og kundene. Dette er en faktor som vi ikke tror vil endre seg mye i tiden framover, og konkurransekraftene i bransjen vil trolig føre XXL nærmere bransjesnittet i flere tilfeller. Mulighetene og truslene fra SWOT-analysen er de faktorene som trolig vil påvirke framtidsregnskapet mest, og budsjetteringen vil bli påvirket av hvordan selskapet klarer å møte disse utfordringene.

Av de mulighetene som ble identifisert i SWOT-analysen, trekker vi fram selskapets varslede ekspandering til andre europeiske land, i tillegg til teknologiske utviklinger der blant annet lansering av nettbutikker står sentralt. I 2016 skal selskapet lansere en e-handelsløsning i Danmark, der de i utgangspunktet ikke hadde ønske om å satse ettersom landet ikke har fire årstider slik som Norge har (Dagens Næringsliv, 2016b). I tillegg har de tidligere varslet at de ønsker å ekspandere til Østerrike, Sør-Tyskland og Sveits, og at dette trolig først skjer i år 2017-2018. Disse tre landene er alle større enn Norge i folketall, og alt

---

ligger til rette for at XXL har gode sjanser for å ta markedsandeler i disse landene basert på tidligere erfaringer. Dette bygger på den gode responsen de mottok da de ekspanderte til Finland i 2014, der de siden den tid har tatt markedsandeler hvert år. De nye markedene som selskapet vil ekspandere til er større og består av konkurrenter som XXL ikke har konkurrert mot tidligere. Marginfordelen som XXL har relativt til vår identifiserte sportsbransje, vil trolig bli presset i konkurranse med nye markeder. Vi antar imidlertid at konseptet til XXL vil være et konkurransefortrinn for selskapet ved etablering i andre land, og at det vil kunne skape superrentabilitet for selskapet i framtiden. Den økte konkurransen vil derimot presse de framtidige marginfordelene.

I utarbeidelsen av framtidsregnskapet har vi lagt stor vekt på vekst i nye og eksisterende markeder, og regnskapet er sterkt påvirket av dette. Vi tror at selskapet kommer til å ekspandere til de tidligere nevnte landene, men at de utenom lanseringen av nettbutikk i Danmark i 2016, først begynner denne prosessen i 2018. Basert på selskapets strategier, der de spesielt vil konkurrere i land med fire årstider, er det begrenset hvor store utviklingsmuligheter de vil ha i framtiden. Vi tror at forholdene ligger til rette for at selskapet vil ha stigende vekst fram mot 2021, på grunn av nyåpninger av butikker og e-handelsløsninger i de europeiske landene, men at de etter dette tidspunktet har utnyttet de mulighetene som vil generere høyest driftsinntektsvekst i budsjettperioden.

Den strategiske analysen og regnskapsanalysen indikerer at sportsbransjen er en lønnsom bransje, og at det også der er forventninger om vekst. For XXL betyr det at de kan vokse i takt med bransjen, uten å måtte dra nytte av andre ressurser. Det vil imidlertid føre til at de ikke vil øke forspranget til sine konkurrenter, men da være et «gjennomsnittlig» selskap i bransjen. Vi forventer at veksten i bransjen vil stagnere i framtiden, og at konkurransekraftene vil bringe selskapene nærmere hverandre. Det vil medføre at mange regnskapstall har en tendens til å være tilbakevendende til gjennomsnittet i bransjen eller det tidsvektede gjennomsnittet, kalt «mean-reversion» (Palepu, Healy, & Peek, 2013, s. 257). I budsjetteringen av framtidsregnskapet har vi en forventning om at de fleste driverne vil reversere mot gjennomsnittet, og vi tar hensyn til dette i de vurderingene vi skal ta videre.

### ***11.2.1 Evig vekst-faktor***

I beregningen av terminalverdi bruker vi som nevnt i kapittel 4.1.1 Gordons vekstformel, der evig vekst-faktor er et sentralt ledd. Vi har en forventning om at XXL vil fortsette å vokse ved ekspansjon til andre europeiske land, både med e-handelsløsninger og ved åpning av nye butikker. Samtidig tror vi at konkurransekraftene i bransjen på lang sikt kommer til å føre konkurrentene og XXL nærmere hverandre. I «steady state» vil selskapet oppnå konstant vekst, og veksten her bør ligge innenfor den generelle økonomiske veksten i verden (Damodaran, 2012, s. 324). For å estimere hva den generelle veksten vil være på sikt, ser vi på forventet realvekst i verden og forventet prisvekst i XXLs driftsland i 2027. Når XXL når «steady state» forventer vi at de har blitt et internasjonalt selskap, der hovedvekten av omsetningen genereres utenfor Norge. Det er følgelig ikke tilstrekkelig å kun se på det norske inflasjonsmålet, og vi må derfor også vurdere de andre landenes tilsvarende mål.

Det internasjonale pengefondet gjør seg opp forventninger om den årlige BNP-veksten fram til år 2021, da de antar at den vil være 3,9 % nominelt (International Monetary Fund, 2016). Den norske regjeringen har fastsatt et inflasjonsmål på 2,5 % (Norges Bank, 2016a), målet i Sverige er 2 %, og i Sveits og Eurosonen er det < 2 % (Central Bank News, 2016). Danmark styrer sin pengepolitikk etter et valutamål mot Euro, og følger trolig Eurosonens inflasjonsmål. Basert på hvordan vi antar at omsetningen kommer til å være fordelt mellom Norge og de øvrige landene, vurderer vi at en inflasjon på 2 % er representativ for driften til XXL i år 2027. Totalt bør derfor XXLs evige vekst ikke overstige 5,9 %. Vi tror imidlertid ikke at XXLs vekst vil tilsvare det maksimale nivået, men at den vil være nærmere det estimerte inflasjonsmålet. Den strategiske analysen i kapittel 6.1 viser gode forhold for bransjen også i framtiden, og mye tyder på at fokuset på trening og helse kommer til å opprettholde bransjens attraktivitet i mange år framover. Dette antar vi også at XXL kommer til å dra nytte av, og vi tror derfor at de kommer til å oppnå en reell vekst på 0,5 % i «steady state». Det gir en evig vekst-faktor på 2,5 %, gitt en gjennomsnittlig inflasjon i driftslandene på cirka 2 %.

## **11.3 Estimering av budsjett drivere**

Som tidligere nevnt utarbeider vi framtidsregnskapet til XXL ved hjelp av en enkel budsjettmodell. Vi beregner syv budsjett drivere i fem steg, og hver enkelt driver blir gjennomgått i det følgende.



### 11.3.1 Steg 1: Driftsinntekter

Utgangspunktet for utarbeidelsen av framtidsregnskapet er budsjetteringen av driftsinntektene. I vurderingen av de framtidige driftsinntektene analyseres historisk driftsinntektsvekst, samtidig som at vi vurderer selskapets strategi framover og hvordan utviklingen vil være i bransjen (Penman, 2013, ss. 520-521). Budsjetterte driftsinntekter beregner vi ved å bruke følgende formel:

$$\text{Driftsinntekter}_t = (1 + \text{Driftsinntektsvekst}_t) \cdot \text{Driftsinntekter}_{t-1}$$

$$\text{Der } \text{Driftsinntektsvekst}_t = \frac{\Delta \text{Driftsinntekter}_t}{\text{Driftsinntekter}_{t-1}} = \frac{\text{Driftsinntekter}_t - \text{Driftsinntekter}_{t-1}}{\text{Driftsinntekter}_{t-1}}$$

På kort sikt antar vi at bransjen vil fortsette å vokse. Det betyr at XXL kan vokse i takt med bransjen uten å måtte ta markedsandeler i eksisterende markeder, og slipper dermed å ta opp kampen med de øvrige konkurrentene. Historisk sett har selskapet hatt en veldig positiv utvikling, og hadde en driftsinntektsvekst i 2015 på 24 %. Denne har imidlertid gått ned fra 2014, men er likevel over tidsvektet snitt i analyseperioden fra 2011 til 2015. Vi vet at selskapet skal ekspandere til Danmark i 2016 med en e-handelsløsning, noe som etter vår vurdering vil bidra til vekst for selskapet. Samtidig skal de også øke antall butikker i de eksisterende markedene, da de har som mål å ha 80 butikker innen 2019. Historisk har vi sett at selskapet allerede har åpnet butikker i de største byene i både Norge og Sverige, noe som betyr at nyåpninger i de eksisterende markedene vil bidra til vekst, men trolig ikke på et nivå som tidligere år. Totalt sett tror vi at selskapet på kort sikt vil ha vekst i driftsinntektene som følge av vekst i bransjen, men de vil ikke kunne oppnå like høy vekst som tidligere. Basert på disse momentene tror vi at selskapet vil oppnå en vekst i 2017 på 14 %. Driftsinntektsveksten i 2016 blir fastsatt indirekte gjennom framskriving av omløpet til netto driftseiendeler (onde) (Knivsflå, 2016). Det betyr at vi først finner driftsinntektsveksten dette året etter at vi har estimert «onde» for 2016 i steg 2. For presentasjonsformål tar vi med driftsinntektsveksten for 2016 i tabellen nedenfor, til tross for at dette tallet ikke blir funnet før i steg 2.

Basert på forventningene til fremtiden i kapittel 11.2, estimerer vi at selskapet vil oppnå en driftsinntektsvekst på 17 % i 2021, mens veksten vil være tilbakevendende mot konstant vekst i «steady state». Den konstante veksten i driftsinntektene forventer vi er lik som evig

vekst-faktoren på 2,5 %, ettersom denne driveren er utgangspunktet for resten av framtidsregnskapet.

Oppsummert har vi estimert driftsinntektsveksten i 2016, 2017, 2021 og T. De øvrige årene blir estimert ved en lineær tilnærming, og tabell 11-2 viser utviklingen i driftsinntektene i budsjettperioden.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	7 472 944	8 519 156	9 775 732	11 290 970	13 125 753	15 357 130	17 596 712
Driftsinntektsvekst	15 %	14 %	15 %	16 %	16 %	17 %	15 %
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Driftsinntekter	19 737 645	21 662 066	23 250 617	24 393 772	25 003 617	25 628 707	26 269 425
Driftsinntektsvekst	12 %	10 %	7 %	5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %

Tabell 11-2: Beregning av årlige budsjetterte driftsinntekter for XXL i TNOK fra år 2016 til T+2 basert på framskrevet driftsinntektsvekst i samme periode

### 11.3.2 Steg 2: Netto driftseiendeler

Neste budsjettdriver vi skal estimere er netto driftseiendeler som beregnes ved å bruke følgende formel:

$$\text{Netto driftseiendeler}_{t-1} = \frac{\text{Driftsinntekter}_t}{\text{Omløpshastighet til netto driftseiendeler}_t}$$

$$\text{Der Omløpshastighet til netto driftseiendeler}_t = \frac{\text{Driftsinntekter}_t}{\text{Netto driftseiendeler}_{t-1}}$$

For å kunne budsjettere netto driftseiendeler må vi først estimere omløpshastighet til netto driftseiendeler (onde) for budsjettperioden. Strategisk analyse og regnskapsanalyse viser at XXL har hatt et «onde» som har vært stigende fra 2011 til 2015, noe som betyr at de etter hvert har klart å generere høyere driftsinntekter per investert krone i netto driftseiendeler. I forhold til bransjen har selskapet derimot hatt en omløpsulempe hvert år, og XXL har følgelig hatt et «onde» som er lavere enn bransjens. Avstanden mellom XXL og bransjen var minst i 2015, mens tidsvektet snitt i analysen viste at XXL hadde et «onde» på 1,02 og bransjen på 3,02. Det er naturlig at XXLs «onde» vil reversere mot gjennomsnittet i bransjen, og siden bransjen også er i stadig vekst må vi ha en formening om hva bransjens «onde» vil være i framtiden. Bransjens «onde» har vært svingende i analyseperioden, der tallene for de siste årene lå under tidsvektet gjennomsnitt. Vi tror at konkurransekraftene mellom bransjer vil føre til lavere vekst også i sportsbransjen, noe som vil føre til at bransjens «onde» blir redusert i forhold til nivået det har hatt. På bakgrunn av det vurderer vi

at XXLs og bransjens «onde» vil nå et felles nivå i «steady state» på 2,00. Det medfører følgelig en reduksjon for bransjen og en økning for XXL.

På kort sikt vil XXLs «onde» øke som følge av økt vekst, og vårt anslag er at «onde» vil øke fra 1,32 i 2015 til 1,43 i 2016 og 1,50 i 2017. Den strategiske analysen og regnskapsanalysen har vist at XXL har hatt behov for kapital i gjennomføringen av den vekststrategien de har hatt fram til 2015. Vekststrategien de har framover er imidlertid ikke vurdert å være mer aggressiv enn den de har hatt tidligere, og vi antar derfor at de ikke trenger mer kapital i framtiden enn det de har hatt til nå. Vi vurderer dermed at «onde» vil stige jevnt over budsjettperioden fra 2017. Netto driftseiendeler blir framskrevet av «onde», og tabell 11-3 viser vår beregning av budsjettert «onde» og budsjetterte netto driftseiendeler fra 2016 til T+2.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftseiendeler	5 679 437	6 306 924	7 056 856	7 955 002	9 033 606	10 055 264	10 965 358
onde	1,43	1,50	1,55	1,60	1,65	1,70	1,75
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Netto driftseiendeler	11 709 225	12 237 167	12 509 627	12 501 808	12 814 354	13 134 712	13 463 080
onde	1,80	1,85	1,90	1,95	2,00	2,00	2,00

Tabell 11-3: Beregning av årlige budsjetterte netto driftseiendeler for XXL i TNOK fra 2016 til T+2 basert på framskrevet omløpshastighet fra netto driftseiendeler i samme periode

### 11.3.3 Steg 3: Netto driftsresultat

I steg 3 beregner vi netto driftsresultat ved å bruke følgende formel:

$$\text{Netto driftsresultat}_t = \text{Netto driftsmargin}_t \cdot \text{Driftsinntekter}_t$$

$$\text{Der } \text{Netto driftsmargin}_t = \frac{\text{Netto driftsresultat}_t}{\text{Driftsinntekter}_t}$$

Som formelen ovenfor tilsier, må vi i beregningen av netto driftsresultat først estimere netto driftsmargin i budsjettperioden. Den strategiske analysen og regnskapsanalysen viste at XXL har hatt en positiv netto driftsmargin i hele analyseperioden, men at marginene har blitt mindre for hvert år. Selskapet har hatt en marginfordel sett relativt til bransjen, men det forspranget er i ferd med å reduseres. XXLs marginfordel oppstod ved at selskapet har hatt lavere avskrivninger og andre driftskostnader enn bransjen, samtidig som at de totalt sett har generert høyere netto driftsresultat enn det bransjen har gjort. Konkurransen vil trolig føre netto driftsmargin mot gjennomsnittet i bransjen, noe den historiske trenden viser at allerede er i ferd med å skje. Vi mener følgelig at forspranget som XXL har i forhold til bransjen vil

reduseres hele veien mot «steady state». Tidsvektet historisk snitt for XXL viste en netto driftsmargin på 9,3 %, mens den for bransjen var 6,1 %. På grunn av sterk konkurranse og pressede marginer i bransjen, estimerer vi en netto driftsmargin i år T på 3,7 %. Dette er lavere enn historisk bransjesnitt, noe som kan virke urimelig. Likevel ser vi at nivået nå, der selskapet har høy vekst, er tilbakevendende mot bransjesnittet, og økt konkurranse blant aktørene i nye og eksisterende marked vil gå ut over marginene, også for bransjen. Vi mener derfor at en netto driftsmargin på 3,7 % vil være representativt for selskapet når de når «steady state».

På kort sikt mener vi at trenden vil være fallende, og har vurdert netto driftsmargin for å være noe lavere i 2016 og 2017 enn det den var i 2015. Selskapet kommer trolig til å ha et høyere kostnadsnivå i de årene med høyest vekst, og utviklingen i netto driftsmargin vil ha en brattere kurve fra 2016 til 2021 enn i den etterfølgende perioden der veksten er avtakende. Etter at veksten har nådd toppen i 2021, vil netto driftsmargin reversere mot «steady state». Netto driftsresultat blir framskrevet av netto driftsmargin, og tabell 11-4 viser beregningen av netto driftsmargin og netto driftsresultat fra 2016 til T+2.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsresultat	637 706	715 108	762 076	812 618	866 107	921 428	988 349
Netto driftsmargin	8,53 %	8,39 %	7,80 %	7,20 %	6,60 %	6,00 %	5,62 %
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Netto driftsresultat	1 032 937	1 050 610	1 038 528	996 079	925 134	948 262	971 969
Netto driftsmargin	5,23 %	4,85 %	4,47 %	4,08 %	3,70 %	3,70 %	3,70 %

Tabell 11-4: Beregning av årlig budsjettert netto driftsresultat for XXL i TNOK fra år 2016 til T+2 basert på framskrevet netto driftsmargin i samme periode

#### 11.3.4 Steg 4: Netto finansiell gjeld

I budsjetteringen av netto finansiell gjeld kan vi enten budsjettere netto finansiell gjeld direkte, eller dekomponert ved å budsjettere finansiell gjeld og finansielle eiendeler hver for seg (Knivsflå, 2016). Differansen mellom budsjettert finansiell gjeld og finansielle eiendeler vil således være netto finansiell gjeld. Vi velger å budsjettere finansiell gjeld og finansielle eiendeler separat, og vi ser først på finansiell gjeld.

#### Finansiell gjeld

For å budsjettere finansiell gjeld bruker vi følgende formel:

$$\text{Finansiell gjeld}_t = \text{Finansiell gjeldsandel}_t \cdot \text{Netto driftseiendeler}_t$$

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

Historisk regnskapsanalyse viser at XXL hadde en høy finansiell gjeldsandel i 2011 til 2013, men at denne ble redusert i 2014. Som tidligere nevnt løste selskapet inn et lån til aksjonærene i 2014, og det ble gjennomført en aksjeemisjon da selskapet ble notert på børsen. Som følge av det ble den finansielle gjeldsandelen kraftig redusert i 2014, og den har holdt seg på dette nivået også i 2015. Et optimalt mål på den finansielle gjeldsandelen er bransjegjennomsnittet, det historiske tidsvektede snittet for selskapet eller den vanlige kapitalstrukturen i næringslivet (Knivsflå, 2016). Det tidsvektede snittet for XXL viste en finansiell gjeldsandel på 58 % i analyseperioden mot 47 % i bransjen. Den vanlige kapitalstrukturen i næringslivet viser derimot en finansiell gjeldsandel på 50 %. Vi mener dog at disse målestokkene er noe høye basert på den lave andelen gjeld selskapet har i 2014 og 2015. Ved utgangen av 2015 hadde selskapet en gjeldsandel på ca. 36 %, og ettersom vi vektlegger de siste årene mest vurderer vi at de tidsvektede snittene er altfor høye for XXL. På bakgrunn av det mener vi at selskapet vil ha en finansiell gjeldsandel på 40 % når de når «steady state».

I budsjettperioden vil den finansielle gjeldsandelen stige jevnt, men vi estimerer at utviklingen vil ha en liten topp i 2021. Etter dette har vi lagt inn en forutsetning om at veksten er avtagende, og den finansielle gjelden vil da være avtagende mot «steady state». Tabell 11-5 viser beregningene av den finansielle gjeldsandelen og finansiell gjeld i budsjettperioden.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Finansiell gjeld	2 101 392	2 396 631	2 752 174	3 182 001	3 703 779	4 223 211	4 568 899
Finansiell gjeldsandel	37,00 %	38,00 %	39,00 %	40,00 %	41,00 %	42,00 %	41,67 %
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Finansiell gjeld	4 839 813	5 017 238	5 087 248	5 042 396	5 125 741	5 253 885	5 385 232
Finansiell gjeldsandel	41,33 %	41,00 %	40,67 %	40,33 %	40,00 %	40,00 %	40,00 %

Tabell 11-5: Beregning av årlig budsjettert finansiell gjeld for XXL i TNOK fra år 2016 til T+2 basert på framskrevet finansiell gjeldsandel i samme periode

### Finansielle eiendeler

Videre bruker vi følgende formel for å budsjettere finansielle eiendeler:

$$\text{Finansiell eiendeler}_t = \text{Finansiell eiendelsandel}_t \cdot \text{Netto driftseiendeler}_t$$

$$\text{Der } \text{Finansiell eiendelsandel}_t = \frac{\text{Finansielle eiendeler}_t}{\text{Netto driftseiendeler}_t}$$

Den historiske finansielle eiendelsandelen til XXL har variert noe i analyseperioden, men har vært gjennomgående lav sett i forhold til bransjen. Tidsvektet snitt for XXL viser en eiendelsandel på 2,4 % og 17,5 % for bransjen, mens nivået i 2015 var lavere enn snittet. Tilsvarende som for finansiell gjeldsandel, kan vi sammenligne XXL med den gjennomsnittlige kapitalstrukturen på Oslo Børs. Tallene der viser en finansiell eiendelsandel på 20 % (Knivsflå, 2016), som etter vår vurdering er en altfor høy andel for XXL basert på historiske tall. Samtidig vet vi som nevnt at XXL ikke har en veldig kapitalkrevende struktur, i tillegg til at de finansielle eiendelene kun består av kontanter. Som kontantstrømanalysen i kapittel 8.1.3 viste, har selskapet en positiv fri kontantstrøm fra drift i analyseperioden. I år T vil selskapet ha konstant vekst og dermed ikke like stort behov for kapital. Den frie kontantstrømmen fra drift anses derfor å gi tilstrekkelig med kapital for å finansiere den daglige driften, og de trenger derfor ikke å ha så stor likviditetsbuffer i de finansielle eiendelene. Etter vår vurdering er det historiske snittet til XXL en bedre målestokk i vurdering av finansiell eiendelsandel i «steady state», og vi framskriver en andel på 2 % i år T.

På kort sikt vil den finansielle eiendelsdelen fortsette å stige, mens den på mellomlang sikt vil reduseres på grunn av veksthendingene i 2021. Dette samsvarer med de andre budsjettdriverne, som i stor grad også tar hensyn til de veksthendingene som vi har innarbeidet i framtidsregnskapet. Tabell 11-6 viser den finansielle eiendelsdelen og de finansielle eiendelene for budsjettperioden.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Finansielle eiendeler	79 512	126 138	137 609	151 145	167 122	180 995	201 032
Finansiell eiendelsandel	1,40 %	2,00 %	1,95 %	1,90 %	1,85 %	1,80 %	1,83 %
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Finansielle eiendeler	218 572	232 506	241 853	245 869	256 287	262 694	269 262
Finansiell eiendelsandel	1,87 %	1,90 %	1,93 %	1,97 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %

Tabell 11-6: Beregning av årlige budsjetterte finansielle eiendeler for XXL i TNOK fra år 2016 til T+2 basert på framskrevet finansiell eiendelsandel i samme periode

### Netto finansiell gjeld

Etter at vi har funnet de budsjetterte regnskapstallene for finansiell gjeld og finansielle eiendeler, kan vi beregne netto finansiell gjeld. Netto finansiell gjeld er differansen mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Tabell 11-7 viser budsjettert netto finansiell gjeld fra 2016 til T+2 for XXL.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Finansiell gjeld	2 101 392	2 396 631	2 752 174	3 182 001	3 703 779	4 223 211	4 568 899
- Finansielle eiendeler	79 512	126 138	137 609	151 145	167 122	180 995	201 032
= <b>Netto finansiell gjeld</b>	<b>2 021 880</b>	<b>2 270 492</b>	<b>2 614 565</b>	<b>3 030 856</b>	<b>3 536 657</b>	<b>4 042 216</b>	<b>4 367 868</b>
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Finansiell gjeld	4 839 813	5 017 238	5 087 248	5 042 396	5 125 741	5 253 885	5 385 232
- Finansielle eiendeler	218 572	232 506	241 853	245 869	256 287	262 694	269 262
= <b>Netto finansiell gjeld</b>	<b>4 621 241</b>	<b>4 784 732</b>	<b>4 845 395</b>	<b>4 796 527</b>	<b>4 869 454</b>	<b>4 991 191</b>	<b>5 115 970</b>

Tabell 11-7: Beregning av årlig budsjettert netto finansiell gjeld for XXL i TNOK fra år 2016 til T+2

### 11.3.5 Steg 5.1: Netto finanskostnader

I budsjetteringen av netto finanskostnader kan vi enten utføre direkte budsjettering eller en separat budsjettering, tilsvarende som i steg 4. Vi velger å utføre en separat budsjettering og estimerer først netto finanskostnader og deretter netto finansinntekter. For å budsjettere netto finanskostnader bruker vi følgende formel:

$$\text{Netto finanskostnader}_t = \text{Finansiell gjeldsrente}_t \cdot \text{Finansiell gjeld}_{t-1}$$

I budsjetteringen av netto finanskostnader må vi først finne et estimat på den finansielle gjeldsrenten. En rimelig forutsetning i denne vurderingen er å si at den finansielle gjeldsrenten er lik det finansielle gjeldskravet i alle år, hvis kapitalmarkedet er velfungerende og netto finansiell gjeld er lik balanseført verdi, eller justert til virkelig verdi (Knivsflå, 2016). Når denne påstanden er oppfylt, vil selskapet ha en finansieringsfordel lik null. Hvis vi skal kunne legge denne forutsetningen til grunn i framtiden, må vi se hvordan dette forholdet har vært historisk og om renten faktisk har vært tilnærmet lik kravet. Den finansielle gjeldsrenten til XXL har vært høyere enn det finansielle gjeldskravet for alle år i analyseperioden. I kapittel 10 viste dekomponeringen av strategisk fordel at XXL har hatt en finansieringsulempe til finansiell gjeld, noe som betyr at den bokførte verdien av finansiell gjeld ikke har reflektert virkelig verdi av regnskapsposten.

Den historiske regnskapsanalysen for XXL viste at det største avviket mellom den finansielle gjeldsrenten og det finansielle gjeldskravet var i 2015. Siden differansen var så stor ved

utgangen av analyseperioden, sender det signaler om at avviket ikke vil bli eliminert med én gang i budsjettperioden. På den annen side mener vi at selskapet på lang sikt ikke kommer til å ha et så høyt rentenivå som det de har hatt fram til 2015, men at de på sikt vil ha et rentenivå som nærmer seg det finansielle gjeldskravet. Det vil føre til at avviket mellom finansiell gjeldsrente og -krav vil bli eliminert i løpet av noen år i budsjettperioden. Med det lagt til grunn antar vi at selskapet kommer til å ha en nedtrappingsperiode på 4 år. Vi beregner følgelig en finansiell gjeldsrente i perioden 2016 til 2019 som er høyere enn finansielt gjeldskrav. Fra år 2020 og fram til «steady state» har vi lagt inn en forutsetning om at finansiell gjeldsrente er lik finansielt gjeldskrav. Det årlige finansielle gjeldskravet er beregnet i forbindelse med budsjetteringen i dette kapittelet, men blir først presentert i neste kapittel. Tabell 11-8 nedenfor viser budsjetterte netto finanskostnader for budsjettperioden.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto finanskostnader	207 838	199 632	177 128	145 353	100 936	123 025	138 145
Finansiell gjeldsrente	11,00 %	9,50 %	7,39 %	5,28 %	3,17 %	3,32 %	3,27 %
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Netto finanskostnader	156 284	172 786	186 621	196 831	202 634	205 983	211 133
Finansiell gjeldsrente	3,42 %	3,57 %	3,72 %	3,87 %	4,02 %	4,02 %	4,02 %

Tabell 11-8: Beregning av årlig budsjetterte netto finanskostnader for XXL i TNOK fra år 2016 til T+2 basert på framskrevet finansiell gjeldsrente

### 11.3.6 Steg 5.2: Netto finansinntekter

Det neste vi skal budsjettere er netto finansinntekter. Vi bruker følgende formel:

$$\text{Netto finansinntekter}_t = \text{Finansiell eiendelsrente}_t \cdot \text{Finansielle eiendeler}_{t-1}$$

I beregningen av netto finansinntekter kan vi legge de samme forutsetningene til grunn som for beregningen av netto finanskostnader ovenfor. Virkelig verdi av finansielle eiendeler i framtiden vil være lik bokført verdi ved utgangen av analyseperioden, hvis den finansielle eiendelsrentabiliteten er lik det finansielle eiendelskravet (Knivsflå, 2016). Den historiske regnskapsanalysen i kapittel 10 viste at XXL har hatt en tidsvektet finansieringsfordel til finansielle eiendeler. Denne finansieringsfordelen har oppstått som følge av at selskapet har hatt høyere rentabilitet på de finansielle eiendelene i 2012-2015 enn det finansielle eiendelskravet. Det største avviket mellom den finansielle eiendelsrentabiliteten og det finansielle eiendelskravet oppstod imidlertid i 2015, slik det også var i beregningen av netto finanskostnader. Siden avviket var størst ved utgangen av analyseperioden, er det naturlig at avviket ikke vil bli eliminert med én gang i budsjettperioden. Likevel er det en forutsetning at kapitalmarkedet er velfungerende, og at det på lang sikt ikke skal være mulig å ha en



finansiell eiendelsrentabilitet som er høyere enn det finansielle eiendelskravet. Det betyr at avviket mellom disse to faktorene med tiden vil bli eliminert, slik vi også beregnet det for netto finanskostnader. På kort sikt blir finansiell eiendelsrentabilitet redusert mot det finansielle eiendelskravet, mens avstanden blir eliminert i 2020. Fra 2020 og fram til «steady state» vurderer vi at den finansielle eiendelsrentabiliteten er lik det finansielle eiendelskravet. Det årlige finansielle eiendelskravet er beregnet i forbindelse med budsjetteringen i dette kapittelet, men blir først presentert i neste kapittel. Tabell 11-9 nedenfor viser budsjetterte netto finansinntekter for budsjettperioden.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto finansinntekter	2 436	2 385	3 352	3 185	2 981	3 546	4 111
Finansiell eiendelsrentabilitet	3,50 %	3,00 %	2,66 %	2,31 %	1,97 %	2,12 %	2,27 %
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Netto finansinntekter	4 866	5 618	6 323	6 939	7 422	7 736	7 930
Finansiell eiendelsrentabilitet	2,42 %	2,57 %	2,72 %	2,87 %	3,02 %	3,02 %	3,02 %

*Tabell 11-9: Beregning av årlig budsjetterte netto finansinntekter for XXL i TNOK fra år 2016 til T+2 basert på framskrevet finansiell eiendelsrentabilitet*

Som følge av at vi budsjetterer med en finansieringsulempe til netto finansiell gjeld i perioden 2016 til 2019, medfører det at bokført verdi av netto finansiell gjeld ved utgangen av 2015 ikke reflekterer den virkelige verdien av regnskapsposten. For at vi skal få et riktig estimat på verdien av XXL-aksjen, må ta hensyn til dette i verdivurderingen. Vi beregner nåverdien av superprofitten til netto finansiell gjeld basert på netto finansielt gjeldskrav, og legger dette til den bokførte verdien av regnskapsposten ved utgangen av 2015 for å få et estimat på den virkelige verdien av netto finansiell gjeld. Hvordan dette påvirker aksjeverdien til XXL, kommer vi tilbake til i kapittel 13.

## 11.4 Presentasjon av framtidsregnskapet

Fram til nå har vi funnet de budsjetterte driftsinntektene, netto driftsresultat, netto finansinntekter og -kostnader, netto driftseiendeler, finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Egenkapitalen finner vi residualt som differansen mellom netto driftseiendeler og netto finansiell gjeld. Siden vi ikke har fått indikasjoner på at noe unormalt vil skje i framtiden, har vi vurdert at framtidsregnskapet ikke inneholder unormale poster. Vi finner følgelig fullstendig nettoresultat til egenkapitalen som et resultat av netto driftsresultat tillagt netto finansinntekter, og fratrukket netto finanskostnader. Netto betalt utbytte finner vi som fullstendig nettoresultat til egenkapitalen, trukket fra den årlige endringen i egenkapitalen.

Tabell 11-10 og 11-11 presenterer det framtidige resultatregnskapet og balanseregnskapet til XXL for budsjettperioden 2016 til T+2.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Driftsinntekter</b>	<b>7 472 944</b>	<b>8 519 156</b>	<b>9 775 732</b>	<b>11 290 970</b>	<b>13 125 753</b>	<b>15 357 130</b>	<b>17 596 712</b>
Netto driftsresultat	637 706	715 108	762 076	812 618	866 107	921 428	988 349
+ Netto finansinntekter	2 436	2 385	3 352	3 185	2 981	3 546	4 111
<b>= Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>640 142</b>	<b>717 494</b>	<b>765 428</b>	<b>815 803</b>	<b>869 088</b>	<b>924 973</b>	<b>992 459</b>
- Netto finanskostnader	207 838	199 632	177 128	145 353	100 936	123 025	138 145
<b>= Nettoresultat til egenkapitalen</b>	<b>432 304</b>	<b>517 862</b>	<b>588 300</b>	<b>670 450</b>	<b>768 151</b>	<b>801 949</b>	<b>854 314</b>
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0
<b>= Fullstendig nettoresultat</b>	<b>432 304</b>	<b>517 862</b>	<b>588 300</b>	<b>670 450</b>	<b>768 151</b>	<b>801 949</b>	<b>854 314</b>
- Netto betalt utbytte	180 747	138 988	182 440	188 595	195 348	285 850	269 871
<b>= Endring i egenkapital</b>	<b>251 558</b>	<b>378 873</b>	<b>405 860</b>	<b>481 855</b>	<b>572 803</b>	<b>516 099</b>	<b>584 443</b>
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
<b>Driftsinntekter</b>	<b>19 737 645</b>	<b>21 662 066</b>	<b>23 250 617</b>	<b>24 393 772</b>	<b>25 003 617</b>	<b>25 628 707</b>	<b>26 269 425</b>
Netto driftsresultat	1 032 937	1 050 610	1 038 528	996 079	925 134	948 262	971 969
+ Netto finansinntekter	4 866	5 618	6 323	6 939	7 422	7 736	7 930
<b>= Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>1 037 803</b>	<b>1 056 228</b>	<b>1 044 851</b>	<b>1 003 018</b>	<b>932 556</b>	<b>955 998</b>	<b>979 898</b>
- Netto finanskostnader	156 284	172 786	186 621	196 831	202 634	205 983	211 133
<b>= Nettoresultat til egenkapitalen</b>	<b>881 519</b>	<b>883 442</b>	<b>858 230</b>	<b>806 187</b>	<b>729 922</b>	<b>750 015</b>	<b>768 766</b>
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0
<b>= Fullstendig nettoresultat</b>	<b>881 519</b>	<b>883 442</b>	<b>858 230</b>	<b>806 187</b>	<b>729 922</b>	<b>750 015</b>	<b>768 766</b>
- Netto betalt utbytte	391 026	518 991	646 433	765 137	490 304	551 393	565 178
<b>= Endring i egenkapital</b>	<b>490 493</b>	<b>364 451</b>	<b>211 797</b>	<b>41 050</b>	<b>239 618</b>	<b>198 622</b>	<b>203 588</b>

Tabell 11-10: Oppsummert framtidig resultatregnskap for XXL i TNOK fra 2016 til T+2

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftseiendeler	5 679 437	6 306 924	7 056 856	7 955 002	9 033 606	10 055 264	10 965 358
+ Finansielle eiendeler	79 512	126 138	137 609	151 145	167 122	180 995	201 032
<b>= Sysselsatte eiendeler</b>	<b>5 758 949</b>	<b>6 433 062</b>	<b>7 194 465</b>	<b>8 106 147</b>	<b>9 200 728</b>	<b>10 236 259</b>	<b>11 166 390</b>
Egenkapital	3 657 558	4 036 431	4 442 291	4 924 146	5 496 949	6 013 048	6 597 491
+ Finansiell gjeld	2 101 392	2 396 631	2 752 174	3 182 001	3 703 779	4 223 211	4 568 899
<b>= Sysselsatt kapital</b>	<b>5 758 949</b>	<b>6 433 062</b>	<b>7 194 465</b>	<b>8 106 147</b>	<b>9 200 728</b>	<b>10 236 259</b>	<b>11 166 390</b>
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Netto driftseiendeler	11 709 225	12 237 167	12 509 627	12 501 808	12 814 354	13 134 712	13 463 080
+ Finansielle eiendeler	218 572	232 506	241 853	245 869	256 287	262 694	269 262
<b>= Sysselsatte eiendeler</b>	<b>11 927 797</b>	<b>12 469 673</b>	<b>12 751 480</b>	<b>12 747 677</b>	<b>13 070 641</b>	<b>13 397 407</b>	<b>13 732 342</b>
Egenkapital	7 087 984	7 452 435	7 664 231	7 705 281	7 944 899	8 143 522	8 347 110
+ Finansiell gjeld	4 839 813	5 017 238	5 087 248	5 042 396	5 125 741	5 253 885	5 385 232
<b>= Sysselsatt kapital</b>	<b>11 927 797</b>	<b>12 469 673</b>	<b>12 751 480</b>	<b>12 747 677</b>	<b>13 070 641</b>	<b>13 397 407</b>	<b>13 732 342</b>

Tabell 11-11: Oppsummert framtidig balanseregnskap for XXL i TNOK fra 2016 til T+2

I tabell 11-12 presenteres den framtidige kontantstrømmen til XXL for perioden år 2016 til T+2. Tabellen presenterer fri kontantstrøm til både drift og egenkapital, som videre skal brukes i verdivurderingen i kapittel 13. En generell definisjon for å finne fri kontantstrøm til en kapital er å beregne differansen mellom nettoresultat til kapitalen og endringen i kapitalen (Penman, 2013).

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftsresultat	637 706	715 108	762 076	812 618	866 107	921 428	988 349
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0
- Δ Netto driftseiendeler	453 602	627 486	749 933	898 145	1 078 605	1 021 658	910 094
= <b>Fri kontantstrøm til drift</b>	<b>184 104</b>	<b>87 622</b>	<b>12 144</b>	<b>-85 527</b>	<b>-212 498</b>	<b>-100 230</b>	<b>78 254</b>
+ Netto finansinntekter	2 436	2 385	3 352	3 185	2 981	3 546	4 111
+ Unormale finansinntekter	0	0	0	0	0	0	0
- Δ Finansielle eiendeler	9 912	46 626	11 470	13 536	15 977	13 873	20 037
= <b>Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b>176 628</b>	<b>43 381</b>	<b>4 025</b>	<b>-95 878</b>	<b>-225 494</b>	<b>-110 557</b>	<b>62 328</b>
- Netto finanskostnader	207 838	199 632	177 128	145 353	100 936	123 025	138 145
+ Δ Finansiell gjeld	211 957	295 239	355 543	429 827	521 778	519 432	345 688
= <b>Fri kontantstrøm til egenkapitalen</b>	<b>180 747</b>	<b>138 988</b>	<b>182 440</b>	<b>188 595</b>	<b>195 348</b>	<b>285 850</b>	<b>269 871</b>
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Netto driftsresultat	1 032 937	1 050 610	1 038 528	996 079	925 134	948 262	971 969
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0
- Δ Netto driftseiendeler	743 866	527 942	272 460	-7 819	312 545	320 359	328 368
= <b>Fri kontantstrøm til drift</b>	<b>289 071</b>	<b>522 668</b>	<b>766 068</b>	<b>1 003 898</b>	<b>612 589</b>	<b>627 903</b>	<b>643 601</b>
+ Netto finansinntekter	4 866	5 618	6 323	6 939	7 422	7 736	7 930
+ Unormale finansinntekter	0	0	0	0	0	0	0
- Δ Finansielle eiendeler	17 541	13 934	9 347	4 016	10 418	6 407	6 567
= <b>Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b>276 396</b>	<b>514 351</b>	<b>763 044</b>	<b>1 006 820</b>	<b>609 592</b>	<b>629 232</b>	<b>644 963</b>
- Netto finanskostnader	156 284	172 786	186 621	196 831	202 634	205 983	211 133
+ Δ Finansiell gjeld	270 914	177 426	70 010	-44 852	83 345	128 144	131 347
= <b>Fri kontantstrøm til egenkapitalen</b>	<b>391 026</b>	<b>518 991</b>	<b>646 433</b>	<b>765 137</b>	<b>490 304</b>	<b>551 393</b>	<b>565 178</b>

Tabell 11-12: Oppsummert framtidig kontantstrøm for XXL i TNOK fra 2016 til T+2

## 11.5 Analyse av framtidsregnskapet

Etter at vi nå har funnet framtidsregnskapet, skal vi kort sammenligne våre vurderinger med analytikere sine vurderinger og estimater. Vi måler nettoresultat per aksje (Earnings per share, EPS) opp mot analytikernes estimat på EPS for de kommende to årene. Tabell 11-13 viser vårt estimat på EPS i forhold til konsensusestimat fra analytikere i Dagens Næringsliv (2016a). Ved utgangen av 2015 hadde XXL 138 512 123 utestående aksjer.

Nettoresultat per aksje	2016	2017
Vårt estimat	3,12	3,74
Konsensusestimat	4,29	5,42

Tabell 11-13: Sammenligning av vårt estimat av nettoresultat per aksje opp mot konsensusestimat presentert av Dagens Næringsliv

Som tabellen ovenfor viser er vi mer pessimistiske i vår vurdering av fremtiden på kort sikt enn det analytikerne er. Vi har basert våre forventninger på høy vekst, men vi har samtidig vært forsiktige med å budsjettere med for gode marginer på grunn av høy konkurranse og endringer i økonomien.

Vi mener at våre estimer for fremtiden, basert på de forutsetninger som vi har gjort, danner et godt utgangspunkt for den videre verdivurderingen av egenkapitalen til XXL. I tillegg til sammenligningen med konsensusestimater, vil vi også i det neste kapitlet gjennomføre en strategisk rentabilitetsanalyse for å klargjøre hva framtidsregnskapet inneholder av strategiske fordeler, og hvor stor superrentabilitet som er bygd inn i de budsjetterte tallene.

---

## 12. FRAMTIDIG AVKASTNINGSKRAV

Når vi i neste kapittel skal finne verdien av egenkapitalen til XXL, diskonteres den budsjetterte inntjeningen fra forrige kapittel med estimerte framtidige avkastningskrav. I dette kapitlet blir dermed de årlige avkastningskravene for budsjettperioden estimert, basert på teorien presentert i kapittel 5 og bygget på de historiske avkastningskravene vi fant i kapittel 9. Ettersom vi skal finne verdien av egenkapitalen både direkte og indirekte, må vi finne krav til både egenkapital og netto driftskapital, derunder krav til netto finansiell gjeld. Alle krav og tall i forbindelse med estimeringen av kravene er etter skatt, med mindre noe annet er spesifisert. De framtidige avkastningskravene brukes også til å gjennomføre en rentabilitetsanalyse av framtidsregnskapet for å finne XXLs budsjetterte framtidige strategiske fordel.

Før vi estimerer framtidig avkastningskrav, må vi bestemme om vi skal finne ett krav som er likt hvert år i budsjetteringsperioden, eller et unikt krav for hvert år i samme periode. Vi mener det er mest riktig å ha et unikt krav for hvert år, siden faktorene som styrer kravet er ulike hvert år. Dette gjelder for eksempel risikofri rente, som etter all sannsynlighet ikke holder det samme lave nivået som i dag gjennom hele budsjetteringsperioden og videre i horisonten.

Vi bruker WACC for å finne avkastningskrav til både netto finansiell gjeld og netto driftskapital, tilsvarende som i beregningen av historiske avkastningskrav i kapittel 9. Vektene i netto finansiell gjeld blir beregnet etter budsjetterte verdier på tilsvarende måte som vi har gjort tidligere. Å finne vektingen mellom egenkapital og netto finansiell gjeld i netto driftskrav, er derimot en mer avansert prosess. Her skal det brukes verdivekter og ikke budsjetterte vekter, og disse verdivektene må estimeres gjennom en iterativ prosess etter at vi har funnet det første verdiestimatet på aksjen (Knivsflå, 2016). Siden vi på dette tidspunktet ikke vet hva verdivektene er, må vi i første omgang vekte basert på budsjetterte verdier for å komme fram til et foreløpig krav til netto driftskapital. Hvordan vi så oppdaterer avkastningskravet, og vekter kravet basert på verdivekter, kommer vi tilbake til i kapittel 13.

Beregninger som ikke fremgår av teksten, ligger i vedlegg 3.

## 12.1 Avkastningskrav til egenkapital

Vi bruker også her kapitalverdimodellen til å finne avkastningskrav til egenkapitalen, og vi ser på hver faktor for seg selv før vi slår de sammen til årlige avkastningskrav til egenkapitalen.

### 12.1.1 Risikofri rente

Den framtidige risikofrie renten beregner vi med bakgrunn i historisk statsobligasjonsrente fra Norges Bank. Vårt beste estimat på renten i år T er et gjennomsnitt av den historiske 10-årige statsobligasjonsrenten over en periode som inkluderer konjunktorendringer og rentesvingninger. Vi har valgt å beregne gjennomsnittet av en periode på 15 år, ettersom vi antar at økonomien har hatt både oppgangstider og nedgangstider i løpet av disse årene. Gjennomsnittet på 10-årsrenten de siste 15 årene er 3,87 % (Norges Bank, 2016b). I budsjettperioden antar vi at renten stiger lineært fra 1,57 % i 2015 til 3,87 % i år T, der den går over til å være konstant. Det gir en årlig risikofri rente som vist i tabell 12-1.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Risikofri rente før skatt	1,76 %	1,95 %	2,15 %	2,34 %	2,53 %	2,72 %	2,91 %
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Risikofri rente før skatt	3,10 %	3,30 %	3,49 %	3,68 %	3,87 %	3,87 %	3,87 %

Tabell 12-1: Estimert årlig framtidig risikofri rente før skatt for budsjettperioden 2016 til T+2

### 12.1.2 Skatt

Selskapsskattesatsen for 2016 er fastsatt til 25 %, og Regjeringen foreslår å senke den ytterligere til 22 % innen 2018 (Regjeringen, 2015). Basert på dette har vi forutsatt at skattesatsen for årene etter 2018 også kommer til å være 22 %. Det har, som tidligere nevnt, kommet forslag om å redusere satsen til 20 %, men ettersom dette ikke er kommentert mer konkret av Regjeringen, har vi valgt å ikke budsjettere med en lavere sats enn 22 %. Tabell 12-2 viser skattesatsen for budsjettperioden.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Nominell skattesats	25 %	23,50 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T + 1	T + 2
Nominell skattesats	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %

Tabell 12-2: Estimert årlig framtidig nominell skattesats for budsjettperioden 2016 til T+2

### 12.1.3 Beta

I beregningen av framtidig egenkapitalbeta, legger vi også her Miller & Modigliani sitt første teorem til grunn. Netto driftsbeta er dermed vurdert å være konstant også i framtiden,

og har en verdi lik de foregående årene på 0,3223. Vi beregner således beta til netto finansiell gjeld og egenkapitalen ved å bruke samme framgangsmåte som i kapittel 9, og får årlig egenkapitalbeta som vist i tabell 12-3.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapitalbeta	0,4897	0,4955	0,4985	0,5074	0,5159	0,5247	0,5346
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Egenkapitalbeta	0,5314	0,5282	0,5251	0,5220	0,5189	0,5159	0,5159

Tabell 12-3: Estimert årlig framtidig egenkapitalbeta for budsjettperioden 2016 til T+2

#### 12.1.4 Markedets risikopremie

Markedsrisikopremien har som tidligere nevnt vært konstant på 5 % de siste årene. Dette er det beste estimatet vi har på den framtidige markedsrisikopremien (Dahl et al., 1997, s. 6), og vi har derfor estimert den til å være 5 % over hele budsjettperioden.

#### 12.1.5 Framtidig avkastningskrav til egenkapital

Ved å bruke kapitalverdimodellen beregner vi de foreløpige årlige avkastningskravene til egenkapitalen basert på forutsetningene ovenfor. Disse kravene er vist i tabell 12-4.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Risikofri rente før skatt	1,76 %	1,95 %	2,15 %	2,34 %	2,53 %	2,72 %	2,91 %
* Nominell skattesats	25 %	23,50 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %
= Risikofri rente etter skatt	1,32 %	1,49 %	1,67 %	1,82 %	1,97 %	2,12 %	2,27 %
+ Egenkapitalbeta	0,4897	0,4955	0,4985	0,5074	0,5159	0,5247	0,5346
* Markedsrisikopremie	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
= <b>Egenkapitalkrav etter skatt</b>	<b>3,77 %</b>	<b>3,97 %</b>	<b>4,17 %</b>	<b>4,36 %</b>	<b>4,55 %</b>	<b>4,75 %</b>	<b>4,94 %</b>
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Risikofri rente før skatt	3,10 %	3,30 %	3,49 %	3,68 %	3,87 %	3,87 %	3,87 %
* Nominell skattesats	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %
= Risikofri rente etter skatt	2,42 %	2,57 %	2,72 %	2,87 %	3,02 %	3,02 %	3,02 %
+ Egenkapitalbeta	0,5314	0,5282	0,5251	0,5220	0,5189	0,5159	0,5159
* Markedsrisikopremie	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
= <b>Egenkapitalkrav etter skatt</b>	<b>5,08 %</b>	<b>5,21 %</b>	<b>5,35 %</b>	<b>5,48 %</b>	<b>5,61 %</b>	<b>5,60 %</b>	<b>5,60 %</b>

Tabell 12-4: Estimert årlig framtidig avkastningskrav til egenkapitalen etter skatt for budsjettperioden 2016 til T+2

For å vurdere rimeligheten i vårt estimat på framtidig egenkapitalkrav i terminalleddet, sammenligner vi estimatet med et implisitt egenkapitalkrav som vi kan beregne utfra finansanalytikere sitt kursmål på XXL-aksjen. I kapittel 11.5 sammenlignet vi vårt estimat på nettoresultat per aksje for 2016 og 2017 med tilsvarende tall fra finansanalytikere i Dagens Næringsliv. På dette tidspunktet hadde de et kursmål på 110 kroner, og et nettoresultat per aksje for 2016 på 4,29 kroner (Dagens Næringsliv, 2016a). Ved å bruke Gordons vekstformel fra kapittel 4.1.1 kan vi beregne hvilket avkastningskrav de trolig har benyttet

seg av for å komme fram til et kursmål på 110 kroner. Ved å omarbeide Gordons vekstformel og anta at nettoresultat per aksje er lik som kontantstrømmen, kan vi finne avkastningskravet som følger (Kaldestad & Møller, 2011, ss. 158-159):

$$\text{Egenkapitalkrav} = \frac{\text{Nettoresultat per aksje}}{\text{Kursmål}} + \text{Evig vekstfaktor}$$

Vi antar i denne beregningen at analytikerne baserer seg på den samme evige vekst-faktoren som oss på 2,5 %. Analytikernes implisitte avkastningskrav blir dermed 6,40 %, og er høyere enn vårt estimerte egenkapitalkrav i terminalleddet på 5,60 %. Differansen er likevel ikke så stor at vi anser vårt krav som urimelig. Etter at vi har beregnet vårt fundamentale verdiestimat, vil vi sammenligne dette estimatet med kursmålet til Dagens Næringsliv og vurdere hvordan differansen i egenkapitalkravene påvirker verdiestimatene.

## 12.2 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Avkastningskravet til netto finansiell gjeld beregnes som nevnt ved å bruke WACC, og vektet med avkastningskravet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Vi må derfor først finne kravet til hver av disse kapitalene, før vi kan finne det totale kravet til netto finansiell gjeld.

### 12.2.1 Syntetisk rating

For å beregne de framtidige kravene til finansielle eiendeler og gjeld, må vi beregne den syntetiske ratingen for framtidsregnskapet. Dette gjøres på tilsvarende måte som i kapittel 8.3, og gjøres for å beregne kredittrisikopremien som inngår i beregningen av de nevnte kravene.

I den syntetiske ratingen beregnes likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet for hvert år i budsjettperioden. Forholdstallene oppsummeres så til en karakter på den framtidige kredittrisikopremien.

Likviditetsgrad 1 kan vi ikke beregne som tidligere, da framtidsregnskapet ikke er detaljert nok med tanke på den informasjonen som trengs til denne beregningen. Vi estimerer derfor likviditetsgrad 1 på grunnlag av den syntetiske ratingen i risikoanalysen i kapittel 8.3, og framskriver ratingen på BBB til å gjelde for hele budsjettperioden. Netto driftsrentabilitet



beregnes på samme måte som tidligere, uten ytterligere justeringer eller tilpasninger. Rentedekningsgraden beregnes som tidligere, men er lagget ett år, noe som betyr at ratingen i for eksempel år 2018 er basert på rentedekningsgraden i år 2017. Egenkapitalprosenten beregnet vi tidligere som egenkapital i prosent av totalkapitalen. I framtidsregnskapet har vi ikke informasjon om totalkapital, og vi tar derfor utgangspunkt i sysselsatt kapital. Forholdstallet må følgelig justeres for å få et tall som kan sammenlignes med den historiske egenkapitalprosenten. Det gjøres ved følgende formel:

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{EK}{SSK} * \text{Gjennomsnittlig} \frac{SSK}{TK} \text{ for analyseperioden}$$

Der:

*EK = egenkapital*

*SSK = sysselsatt kapital*

*TK = totalkapital*

Beregningen av de nevnte forholdstallene gir en syntetisk rating for XXL i budsjettperioden, som vist i tabell 12-5. I løpet av budsjettperioden går selskapet over i en mer stabil fase, og ratingen stiger dermed én grad i forhold til slutten av analyseperioden. Det er i tråd med utviklingen fra starten av analyseperioden, da ratingen var BB.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	BBB+	BBB+	BBB+	A
Lang kredittrisikopremie	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,20 %	1,20 %	1,20 %	1,00 %
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A
Lang kredittrisikopremie	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %

Tabell 12-5: Beregning av årlig syntetisk rating og lang kredittrisikopremie for XXL etter skatt for budsjettperioden 2016 til T+2

### 12.2.2 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet for XXL i budsjettperioden beregnes som vist i tabell 12-6. Da dette kravet bygger på de samme driverne som i kapitalverdimodellen, forutsetter vi at verdiene er de samme som vi estimerte i kapittel 12.1. Dette gjelder også i fastsettelsen av finansielt eiendelskrav.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Risikofri rente før skatt	1,76 %	1,95 %	2,15 %	2,34 %	2,53 %	2,72 %	2,91 %
* Nominell skattesats	25 %	23,5 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %
= Risikofri rente etter skatt	1,32 %	1,49 %	1,67 %	1,82 %	1,97 %	2,12 %	2,27 %
+ Lang kredittrisikopremie	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,20 %	1,20 %	1,20 %	1,00 %
= <b>Finansielt gjeldskrav</b>	<b>2,72 %</b>	<b>2,89 %</b>	<b>3,07 %</b>	<b>3,02 %</b>	<b>3,17 %</b>	<b>3,32 %</b>	<b>3,27 %</b>
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Risikofri rente før skatt	3,10 %	3,30 %	3,49 %	3,68 %	3,87 %	3,87 %	3,87 %
* Nominell skattesats	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %
= Risikofri rente etter skatt	2,42 %	2,57 %	2,72 %	2,87 %	3,02 %	3,02 %	3,02 %
+ Lang kredittrisikopremie	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
= <b>Finansielt gjeldskrav</b>	<b>3,42 %</b>	<b>3,57 %</b>	<b>3,72 %</b>	<b>3,87 %</b>	<b>4,02 %</b>	<b>4,02 %</b>	<b>4,02 %</b>

Tabell 12-6: Estimert årlig framtidig finansielt gjeldskrav etter skatt for budsjettperioden 2016 til T+2

### 12.2.3 Finansielt eiendelskrav

For fremtiden estimerer vi at XXL kun har finansielle kontanter, og ingen finansielle fordringer og investeringer, ettersom selskapet hadde kun kontanter de to siste årene i analyseperioden. Det finansielle eiendelskravet blir dermed likt kontantkravet, som vist i tabell 12-7.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Risikofri rente før skatt	1,76 %	1,95 %	2,15 %	2,34 %	2,53 %	2,72 %	2,91 %
* Nominell skattesats	25 %	23,5 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %
= Kontantkrav	1,32 %	1,49 %	1,67 %	1,82 %	1,97 %	2,12 %	2,27 %
* Kontantvekt	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
= <b>Finansielt eiendelskrav</b>	<b>1,32 %</b>	<b>1,49 %</b>	<b>1,67 %</b>	<b>1,82 %</b>	<b>1,97 %</b>	<b>2,12 %</b>	<b>2,27 %</b>
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Risikofri rente før skatt	3,10 %	3,30 %	3,49 %	3,68 %	3,87 %	3,87 %	3,87 %
* Nominell skattesats	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %
= Kontantkrav	2,42 %	2,57 %	2,72 %	2,87 %	3,02 %	3,02 %	3,02 %
* Kontantvekt	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
= <b>Finansielt eiendelskrav</b>	<b>2,42 %</b>	<b>2,57 %</b>	<b>2,72 %</b>	<b>2,87 %</b>	<b>3,02 %</b>	<b>3,02 %</b>	<b>3,02 %</b>

Tabell 12-7: Estimert årlig framtidig finansielt eiendelskrav etter skatt for budsjettperioden 2016 til T+2

### 12.2.4 Framtidig avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Ved å vekte de finansielle gjeldskravene og finansielle eiendelskravene med de budsjetterte vektene, får vi det framtidige avkastningskravet til XXLs netto finansielle gjeld som vist i tabell 12-8.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Finansielt gjeldskrav	2,72 %	2,89 %	3,07 %	3,02 %	3,17 %	3,32 %	3,27 %
* Finansiell gjeldsvekt	1,0382	1,0393	1,0556	1,0526	1,0499	1,0473	1,0448
- Finansielt eiendelskrav	1,32 %	1,49 %	1,67 %	1,82 %	1,97 %	2,12 %	2,27 %
* Finansiell eiendelsvekt	0,0382	0,0393	0,0556	0,0526	0,0499	0,0473	0,0448
<b>= Netto finansielt gjeldskrav</b>	<b>2,77 %</b>	<b>2,95 %</b>	<b>3,15 %</b>	<b>3,09 %</b>	<b>3,23 %</b>	<b>3,38 %</b>	<b>3,32 %</b>
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Finansielt gjeldskrav	3,42 %	3,57 %	3,72 %	3,87 %	4,02 %	4,02 %	4,02 %
* Finansiell gjeldsvekt	1,0460	1,0473	1,0486	1,0499	1,0513	1,0526	1,0526
- Finansielt eiendelskrav	2,42 %	2,57 %	2,72 %	2,87 %	3,02 %	3,02 %	3,02 %
* Finansiell eiendelsvekt	0,0460	0,0473	0,0486	0,0499	0,0513	0,0526	0,0526
<b>= Netto finansielt gjeldskrav</b>	<b>3,47 %</b>	<b>3,62 %</b>	<b>3,77 %</b>	<b>3,92 %</b>	<b>4,07 %</b>	<b>4,07 %</b>	<b>4,07 %</b>

Tabell 12-8: Estimert årlig framtidig netto finansielt gjeldskrav etter skatt for budsjettperioden 2016 til T+2

### 12.3 Avkastningskrav til netto driftskapital

I første omgang finner vi foreløpig avkastningskrav til netto driftskapital ved bruk av budsjetterte vekter, og tabell 12-9 viser de årlige kravene til netto driftskapital i budsjettperioden. Vi bruker disse kravene i den kommende rentabilitetsanalysen av framtidsregnskapet og som utgangspunkt i verdivurderingen i kapittel 13.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapitalvekt	0,6518	0,6440	0,6400	0,6295	0,6190	0,6085	0,5980
* Egenkapitalkrav	3,77 %	3,97 %	4,17 %	4,36 %	4,55 %	4,75 %	4,94 %
+ Netto finansiell gjeldsvekt	0,3482	0,3560	0,3600	0,3705	0,3810	0,3915	0,4020
* Netto finansielt gjeldskrav	2,77 %	2,95 %	3,15 %	3,09 %	3,23 %	3,38 %	3,32 %
<b>= Netto driftskrav</b>	<b>3,42 %</b>	<b>3,61 %</b>	<b>3,80 %</b>	<b>3,89 %</b>	<b>4,05 %</b>	<b>4,21 %</b>	<b>4,29 %</b>
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Egenkapitalvekt	0,6017	0,6053	0,6090	0,6127	0,6163	0,6200	0,6200
* Egenkapitalkrav	5,08 %	5,21 %	5,35 %	5,48 %	5,61 %	5,60 %	5,60 %
+ Netto finansiell gjeldsvekt	0,3983	0,3947	0,3910	0,3873	0,3837	0,3800	0,3800
* Netto finansielt gjeldskrav	3,47 %	3,62 %	3,77 %	3,92 %	4,07 %	4,07 %	4,07 %
<b>= Netto driftskrav</b>	<b>4,44 %</b>	<b>4,58 %</b>	<b>4,73 %</b>	<b>4,87 %</b>	<b>5,02 %</b>	<b>5,02 %</b>	<b>5,02 %</b>

Tabell 12-9: Estimert årlig framtidig netto driftskrav etter skatt med budsjetterte vekter for budsjettperioden 2016 til T+2

### 12.4 Rentabilitetsanalyse av framtidsregnskapet

Vi gjennomfører en rentabilitetsanalyse av framtidsregnskapet til XXL for å analysere den framtidige lønnsomheten og estimere strategisk fordel. På grunn av begrenset informasjon i framtidsregnskapet, kan vi ikke dekomponere den strategiske fordelene like detaljert som vi gjorde i den historiske analysen i kapittel 10. Utgangspunktet er likevel det samme, og tilsier at selskapet har en strategisk fordel hvis de klarer å oppnå en superrentabilitet til egenkapitalen. Tabell 12-10 viser strategisk fordel for XXL i budsjettperioden.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Nettoresultat til egenkapitalen	432 304	517 862	588 300	670 450	768 151	801 949	854 314
/ Inngående egenkapital	3 406 000	3 657 558	4 036 431	4 442 291	4 924 146	5 496 949	6 013 048
= Egenkapitalrentabilitet	12,69 %	14,16 %	14,57 %	15,09 %	15,60 %	14,59 %	14,21 %
- Egenkapitalkrav	3,77 %	3,97 %	4,17 %	4,36 %	4,55 %	4,75 %	4,94 %
= <b>Superrentabilitet til egenkapitalen</b>	<b>8,92 %</b>	<b>10,19 %</b>	<b>10,41 %</b>	<b>10,73 %</b>	<b>11,05 %</b>	<b>9,84 %</b>	<b>9,26 %</b>
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Nettoresultat til egenkapitalen	881 519	883 442	858 230	806 187	729 922	750 015	768 766
/ Inngående egenkapital	6 597 491	7 087 984	7 452 435	7 664 231	7 705 281	7 944 899	8 143 522
= Egenkapitalrentabilitet	13,36 %	12,46 %	11,52 %	10,52 %	9,47 %	9,44 %	9,44 %
- Egenkapitalkrav	5,08 %	5,21 %	5,35 %	5,48 %	5,61 %	5,60 %	5,60 %
= <b>Superrentabilitet til egenkapitalen</b>	<b>8,28 %</b>	<b>7,25 %</b>	<b>6,17 %</b>	<b>5,04 %</b>	<b>3,86 %</b>	<b>3,84 %</b>	<b>3,84 %</b>

Tabell 12-10: Estimert årlig framtidig superrentabilitet til egenkapitalen for budsjettperioden 2016 til T+2

Historisk så vi at XXL har hatt en stigende superrentabilitet til egenkapitalen, og vi tror at økningen kommer til å fortsette også i framtiden. Etter våre forutsetninger og beregninger, vil selskapet oppnå maksimal superrentabilitet i år 2020. Dette året er den beregnet til å være 11,05 %, før den gradvis reduseres til 3,84 % i «steady state». For å få ytterligere innsikt i hvilke ressurser som genererer XXLs framtidige superrentabilitet, dekomponeres den strategiske fordelten i en finansieringsfordel og driftsfordel.

### 12.4.1 Finansieringsfordel

I kapittel 11.3 budsjetterte vi med at renten er lik kravet for både finansiell gjeld og finansielle eiendeler fra år 2020 og ut budsjettperioden. Det betyr at XXL vil ha en finansieringsulempe til netto finansiell gjeld i perioden fram til år 2020, før den går over til å være null ut perioden, som vist i tabell 12-11. I store deler av budsjettperioden vil dermed finansieringsfordelen ikke ha innvirkning på den totale strategiske fordelten til XXL. Dette samsvarer med antagelsen om at finansiering ikke skaper superrentabilitet for eierne, og det er naturlig at finansieringsfordelen elimineres i løpet av budsjettperioden. Finansieringsfordel forkortes med «FF» i tabellen under.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
FF Finansiell gjeld	-4,59 %	-3,80 %	-2,56 %	-1,40 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
+ FF Finansielle eiendeler	0,04 %	0,03 %	0,03 %	0,02 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
= <b>FF Netto finansiell gjeld</b>	<b>-4,55 %</b>	<b>-3,76 %</b>	<b>-2,53 %</b>	<b>-1,38 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>0,00 %</b>
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
FF Finansiell gjeld	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
+ FF Finansielle eiendeler	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
= <b>FF Netto finansiell gjeld</b>	<b>0,00 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>0,00 %</b>

Tabell 12-11: Estimert årlig framtidig finansieringsfordel til netto finansiell gjeld for budsjettperioden 2016 til T+2

### 12.4.2 Driftsfordel

På grunn av manglende informasjon om de framtidige bransjetallene, kan vi ikke finne bransjefordelen og ressursfordelen hver for seg. Driftsfordelen dekomponeres derfor kun i en strategisk fordel til drift og en gearingfordel.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Strategisk fordel drift	8,78 %	8,98 %	8,28 %	7,63 %	6,84 %	5,99 %	5,54 %
+ Gearingfordel drift	4,69 %	4,97 %	4,66 %	4,49 %	4,21 %	3,85 %	3,72 %
= <b>Driftsfordel</b>	<b>13,47 %</b>	<b>13,95 %</b>	<b>12,94 %</b>	<b>12,12 %</b>	<b>11,05 %</b>	<b>9,84 %</b>	<b>9,26 %</b>
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Strategisk fordel drift	4,98 %	4,39 %	3,76 %	3,09 %	2,38 %	2,38 %	2,38 %
+ Gearingfordel drift	3,30 %	2,86 %	2,41 %	1,95 %	1,48 %	1,46 %	1,46 %
= <b>Driftsfordel</b>	<b>8,28 %</b>	<b>7,25 %</b>	<b>6,17 %</b>	<b>5,04 %</b>	<b>3,86 %</b>	<b>3,84 %</b>	<b>3,84 %</b>

Tabell 12-12: Estimert årlig framtidig driftsfordel for budsjettperioden 2016 til T+2, dekomponert i strategisk fordel drift og gearingfordel drift

Den framtidige driftsfordelen til XXL antar vi kommer til å bli som vist i tabell 12-12 ovenfor. Gjennom hele perioden kommer strategisk fordel fra drift til å utgjøre ca. 2/3 av den totale driftsfordelen. Vi antar at store deler av denne fordelene kommer fra bransjefordelen, ettersom den historiske rentabilitetsanalysen i kapittel 10 viste at bransjefordelen til sportsbransjen var sterk. I tillegg viste den strategiske analysen i kapittel 6 at det er flere faktorer i bransjen som legger til rette for vekst og strategiske fordeler også i framtiden. Den største trusselen i bransjen er trusselen fra konkurrenter, og dette forholdet anser vi som så sterkt at det mest sannsynlig kommer til å hindre XXL i å oppnå en vesentlig ressursfordel i framtiden. Likevel ser vi at selskapet har ressurser som kan gi de konkurransefordeler på kort sikt, gitt at andre ressurser ikke utligner eller overgår de fordelene. Totalt sett antar vi at den varige strategiske driftsfordelen på 2,38 % er rimelig basert på historisk innsikt fra strategisk analyse og regnskapsanalyse. Fordelen består først og fremst av en bransjefordel, men med en mulig ressursfordel i tillegg. Gearingfordelen vil skalere opp den strategiske driftsfordelen, ettersom at det er forutsatt at selskapet vil ha en lønnsom drift i framtiden, i tillegg til netto finansiell gjeld.

### 12.4.3 Strategisk fordel

På sikt er det nærliggende å tro at konkurransekraftene driver egenkapitalrentabiliteten mot egenkapitalkravet, og at selskapet dermed ikke vil ha en varig strategisk fordel (Knivsflå, 2016). Alternativt kan det likevel være naturlig å anta at rentabiliteten i noen tilfeller kommer til å reversere mot et nivå litt over kravet, noe som fører til at selskapet vil ha en varig strategisk fordel. Dette er tilfelle for XXL, som har en budsjettet varig strategisk

fordel på 3,84 % i «steady state». Tabell 12-13 oppsummerer beregningene ovenfor og viser at den strategiske fordel til XXL i hovedsak består av en driftsfordel, ettersom finansieringsulempen er helt eliminert fra år 2020.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Finansieringsulempe	-4,55 %	-3,76 %	-2,53 %	-1,38 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
+ Driftsfordel	13,47 %	13,95 %	12,94 %	12,12 %	11,05 %	9,84 %	9,26 %
= <b>Strategisk fordel</b>	<b>8,92 %</b>	<b>10,19 %</b>	<b>10,41 %</b>	<b>10,73 %</b>	<b>11,05 %</b>	<b>9,84 %</b>	<b>9,26 %</b>
	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Finansieringsulempe	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
+ Driftsfordel	8,28 %	7,25 %	6,17 %	5,04 %	3,86 %	3,84 %	3,84 %
= <b>Strategisk fordel</b>	<b>8,28 %</b>	<b>7,25 %</b>	<b>6,17 %</b>	<b>5,04 %</b>	<b>3,86 %</b>	<b>3,84 %</b>	<b>3,84 %</b>

Tabell 12-13: Estimert årlig framtidig strategisk fordel til XXL for budsjettperioden 2016 til T+2 dekomponert i finansieringsulempe og driftsfordel

En varig strategisk fordel på 3,84 % ser i utgangspunktet høyt ut med tanke på den historiske strategiske fordel vi fant i kapittel 10 på 3,54 %. Ser vi nærmere på hva som ligger bak disse to tallene, viser det seg at finansieringsulempen har gått fra -6,62 % i analyseperioden til 0 % i «steady state», og driftsfordelen har gått fra 10,16 % til 3,84 % på samme tid. Den reduserte finansieringsulempen er som nevnt begrunnet av den historiske trenden til XXL, samt en forutsetning om at konkurransekraftene i finansmarkedet på sikt gjør at selskap kun vil oppnå en finansiell rente lik kravet. Reduksjonen i driftsfordelen baseres på forventningen om at egenkapitalrentabiliteten går mot egenkapitalkravet, og er derfor ikke en urimelig forutsetning. Driftsfordelen er den fordel som gjør at XXL har en strategisk fordel i «steady state», og kommer som nevnt fra den forventningen om at bransjen vil ha strategiske fordeler også i år T. XXL har ressurser som kan skape konkurransefortrinn for selskapet i budsjettperioden, men det er uvisst i hvor stor grad dette vil skape varige konkurransefortrinn i «steady state». I den grad de kan skape fortrinn i «steady state», er dette tatt hensyn til i den strategiske fordel på 3,84 %. Driftsfordelen blir skalert opp av gearingfordelen, som også har stor påvirkning på den totale strategiske fordel.

XXLs varige strategiske fordel i horisonten baseres på de forventningene vi har fått fra den strategiske analysen i kapittel 6 og rentabilitetsanalysen i kapittel 10. Med våre forventninger som grunnlag har vi utarbeidet et framtidsregnskap og en kontantstrøm til egenkapitalen, samt funnet årlige framtidige avkastningskrav og forventet varig strategisk fordel. XXL vil være et lønnsomt selskap også i framtiden, der risikoen for konkurs er minimal. I neste kapittel blir verdien av XXLs aksje estimert basert på det framtidige regnskapet og de framtidige avkastningskravene.

## 13. FUNDAMENTAL VERDIVURDERING

Som nevnt i kapittel 4 har vi valgt å bruke fundamental verdivurdering for å finne verdien av XXLs aksje. Herunder har vi igjen valgt å bruke egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden for å finne verdien av selskapets egenkapital. Under begge metodene bruker vi tre modeller som alle skal gi samme verdiestimat. De tre modellene er fri kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen.

De to metodene av fundamental verdivurdering gir i praksis ikke den samme verdien på aksjen på grunn av bruk av budsjetterte kapitalvekter i beregningen av avkastningskrav. Vi gjennomfører derfor en verdikonvergens, en iterativ prosess, for å finne verdivekter på kapitalene og én samlet verdi på XXLs aksje. Verdien vi da finner tilsvarer en verdi per 01.01.16, og vi må deretter justere estimatet til verdsettelsesdatoen 19.02.16 for å få en endelig aksjeverdi.

Hvordan verdiestimatene blir beregnet i de ulike modellene står nærmere beskrevet i kapittel 4. Utfyllende beregninger for hver modell ligger vedlagt i vedlegg 4.

### 13.1 Verdsettelse etter egenkapitalmetoden

En verdivurdering etter egenkapitalmetoden finner verdien av egenkapitalen direkte, der denne verdien deretter deles på antall utestående aksjer for å finne verdien på én aksje. På dato for verdivurderingen hadde XXL 138 512 123 utestående aksjer som egenkapitalen skal fordeles på (XXL ASA, 2016c). Diskonteringsrenten som brukes i egenkapitalmetoden er de årlige estimerte egenkapitalkravene fra kapittel 12.1.5.

#### 13.1.1 Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen

Fri kontantstrøm-modellen finner verdien av egenkapitalen ved å diskontere den budsjetterte frie kontantstrømmen til egenkapitalen. For XXL gir det en foreløpig verdi på aksjen på 95,04 kroner, som vist i tabell 13-1.

	<b>Fri kontantstrøm-modellen</b>	<b>01.01.2016</b>
	Nåverdi fra år 1 til T	2 986 786
+	Nåverdi terminalledd, år T+1	10 177 603
=	Verdien av egenkapitalen (TNOK)	13 164 389
/	Antall aksjer	138 512 123
=	<b>Verdiestimat (NOK)</b>	<b>95,04</b>

Tabell 13-1: Foreløpig verdiestimat på XXL-aksjen i NOK estimert fra fri kontantstrøm til egenkapital-modellen

### 13.1.2 Superprofitt til egenkapital-modellen

Superprofittmodellen tar utgangspunkt i dagens balanseførte verdi av egenkapitalen, og legger til nåverdien av den forventede framtidige superprofitten til egenkapitalen, som vist i tabell 13-2. Ved bruk av denne modellen blir aksjeverdien til XXL beregnet til å være 95,04 kroner, samme verdi som etter fri kontantstrøm-modellen.

	Superprofitt-modellen	01.01.2016
	Balanseført egenkapital	3 406 000
+	Nåverdi fra år 1 til T	4 123 860
+	Nåverdi terminalledd, år T+1	5 634 528
=	Verdi av egenkapitalen (TNOK)	13 164 389
/	Antall aksjer	138 512 123
=	<b>Verdiestimert (NOK)</b>	<b>95,04</b>

Tabell 13-2: Foreløpig verdiestimert på XXL-aksjen i NOK estimert fra superprofitt til egenkapital-modellen

### 13.1.3 Superprofittvekst til egenkapital-modellen

I superprofittvekstmodellen beregnes verdien av egenkapitalen som summen av den kapitaliserte verdien av nettoresultatet til egenkapitalen i år 2016, samt nåverdien av endringen i den forventede superprofitten fra år til år. Nåverdien av endringen i forventet superprofitt tilsvarer nåverdien av veksten i selskapet, og gir kun verdi hvis veksten er lønnsom. For å være sikker på at selskapet har nådd «steady state», beregnes nåverdien av inntjeningen til og med år T+1, og terminalverdien beregnes i år T+2. Denne modellen gir oss, i likhet med de to foregående modellene, en verdi på 95,04 kroner for XXL-aksjen, som vist i tabell 13-3.

	Superprofittvekstmodellen	01.01.2016
	Nåverdi av superprofittvekst fra år 1 til T + 1, delt på kravet	612 680
+	Nåverdi av terminalledd, år T+2, delt på kravet	1 084 423
+	Kapitalisert verdi av nettoresultat til egenkapitalen år 2016	11 467 286
=	Verdien av egenkapitalen (TNOK)	13 164 389
/	Antall aksjer	138 512 123
=	<b>Verdiestimert (NOK)</b>	<b>95,04</b>

Tabell 13-3: Foreløpig verdiestimert på XXL-aksjen i NOK estimert fra superprofittvekst til egenkapital-modellen

## 13.2 Verdsettelse etter selskapskapitalmetoden

En indirekte verdivurdering av egenkapitalen finner først verdien til selskapskapitalen, før verdien av selskapets gjeld trekkes fra for å finne verdien av egenkapitalen. Vi har som nevnt i kapittel 4 valgt å beregne verdien av egenkapitalen som netto driftskapital fratrukket verdien av netto finansiell gjeld. Modellene vi bruker i dette delkapittelet er dermed basert på fri kontantstrøm fra drift og superprofitt til netto driftskapital.



### 13.2.1 Virkelig verdi netto finansiell gjeld

Ettersom vi har budsjettert med en finansieringsulempe til netto finansiell gjeld de første fire årene av budsjettperioden, indikerer det at dagens bokførte verdi av netto finansiell gjeld er undervurdert i forhold til den virkelige verdien av posten. For at vi skal kunne beregne virkelig verdi av egenkapitalen, må vi også beregne virkelig verdi av netto finansiell gjeld. Differansen mellom bokført verdi og virkelig verdi er nåverdien av superprofitten til kapitalen. Siden gjelden er undervurdert må denne merverdien legges til den bokførte verdien for å estimere virkelig verdi av netto finansiell gjeld. Som tabell 13-4 viser er den virkelige verdien av XXLs netto finansielle gjeld TNOK 2 248 948. Som tidligere beskrevet har vi budsjettert med en rente lik kravet for både finansiell gjeld og finansielle eiendeler fra og med 2020. Det oppstår derfor ingen superprofitt etter 2020, og vi har følgelig valgt å ikke ta med disse årene i tabellen nedenfor.

	01.01.2016	2016	2017	2018	2019	2020
Netto finansiell gjeldsrente		11,29 %	9,76 %	7,65 %	5,44 %	3,23 %
- Netto finansielt gjeldskrav		2,77 %	2,95 %	3,15 %	3,09 %	3,23 %
* Inngående balanse netto finansiell gjeld		1 819 835	2 021 880	2 270 492	2 614 565	3 030 856
= Superprofitt til netto finansiell gjeld		154 905	137 614	102 236	61 489	0
/ Diskonteringsfaktor		1,03	1,06	1,09	1,13	1,16
= Nåverdi fra år 1 til T	429 113	150 723	130 063	93 674	54 653	0
+ Balanseført verdi netto finansiell gjeld	1 819 835					
= <b>Virkelig verdi netto finansiell gjeld</b>	<b>2 248 948</b>					

Tabell 13-4: Beregning av virkelig verdi av netto finansiell gjeld i TNOK ved inngangen av 2016 ved bruk av superprofittmodellen

### 13.2.2 Fri kontantstrøm fra drift-modellen

Verdiestimatet i denne modellen finner vi ved å diskontere den frie kontantstrømmen fra drift med avkastningskravet til netto driftskapital. Verdien på XXL-aksjen er estimert til å være 108,32 kroner som vist i tabell 13-5, og er 13,28 kroner høyere enn estimatet vi fikk etter egenkapitalmetoden. Dette skyldes som nevnt bruk av budsjettert vektning av kapitalene. Hvordan vi vokter riktig for å komme fram til ett verdiestimat, kommer vi tilbake til senere i kapitlet.

	Fri kontantstrøm-modellen	01.01.2016
	Nåverdi fra år 1 til T	2 103 011
+	Nåverdi terminalledd, år T+1	15 149 140
=	Verdien av netto driftskapital	17 252 151
-	Verdi av netto finansiell gjeld	2 248 948
=	Verdien av egenkapitalen (TNOK)	15 003 203
/	Antall aksjer	138 512 123
=	<b>Verdiestimat (NOK)</b>	<b>108,32</b>

Tabell 13-5: Foreløpig verdiestimat på XXL-aksjen i NOK estimert fra fri kontantstrøm til drift-modellen

### 13.2.3 Superprofitt til netto driftskapital-modellen

Superprofittmodellen beregner nåverdien av superprofitten til netto driftskapital i budsjettperioden og i terminalleddet, og legger det til den bokførte verdien per 01.01.16. Det gir en estimert aksjeverdi på 108,32 kroner, som vist i tabell 13-6, og er det samme verdiestimatet som under fri kontantstrøm-modellen.

	Superprofittmodellen	01.01.2016
	Balanseført netto driftskapital	5 225 835
+	Nåverdi av superprofitten fra år 1 til T	4 661 389
+	Nåverdi av terminalledd, år T+1	7 364 927
=	Verdien av netto driftskapital	17 252 151
-	Verdi av netto finansiell gjeld	2 248 948
=	Verdien av egenkapitalen (TNOK)	15 003 203
/	Antall aksjer	138 512 123
=	<b>Verdiestimat (NOK)</b>	<b>108,32</b>

Tabell 13-6: Foreløpig verdiestimat på XXL-aksjen i NOK estimert fra superprofitt til drift-modellen

### 13.2.4 Superprofittvekst til netto driftskapital-modellen

Tilsvarende som for egenkapitalmetoden, er verdien av netto driftskapital i superprofittvekstmodellen lik summen av den kapitaliserte verdien av nettoresultatet til drift i år 2016, og nåverdien av endringen i den forventede superprofitten fra år til år. Også denne modellen gir oss en aksjeverdi på 108,32 kroner, som presentert i tabell 13-7.

	Superprofittvekstmodellen	01.01.2016
	Nåverdi av superprofittvekst fra år 1 til T+1	-3 406 343
+	Nåverdi av terminalledd, T+2	2 030 421
+	Kapitalisert verdi av netto driftsresultat 2016	18 628 073
=	Verdien av netto driftskapital	17 252 151
-	Verdi netto finansiell gjeld	2 248 948
=	Verdien av egenkapitalen (TNOK)	15 003 203
/	Antall aksjer	138 512 123
=	<b>Verdiestimat (NOK)</b>	<b>108,32</b>

Tabell 13-7: Foreløpig verdiestimat på XXL-aksjen i NOK estimert fra superprofittvekst til drift-modellen

## 13.3 Verdikonvergering

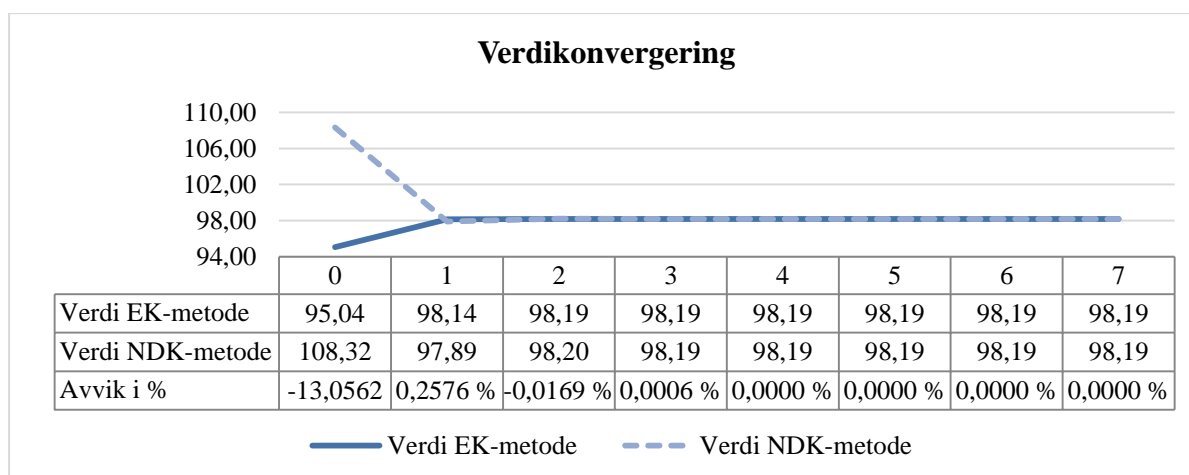
Verdiestimatene som er beregnet ovenfor er forskjellige etter egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Hvis metodene skal generere det samme verdiestimatet, må vektningene som avkastningskravene baseres på som nevnt være verdivekter. For at vi skal komme fram til én felles verdi på XXL-aksjen må vi derfor utføre en verdikonvergering i flere steg (Knivsflå, 2016). Når verdiestimatene blir beregnet første gang, brukes de budsjetterte vektene og verdiene, mens når verdiestimatene beregnes i de neste gjennomgangene brukes vektene og verdiene fra forrige gjennomgang. Det gjør at vi for hver

---

gjennomgang kommer ett steg nærmere de verdibaserte vektene, og dermed det «riktige» verdiestimatet på XXL-aksjen.

Stegene i verdikonvergeringsprosessen er presentert i det følgende:

1. Beregne gjennomsnittlig estimat på egenkapitalen, basert på estimatet fra egenkapitalmetoden og fra selskapskapitalmetoden.
2. Verdien av netto finansiell gjeld per 01.01.16 er beregnet til å være nåverdien av den frie kontantstrømmen til netto finansiell gjeld. Den kan også beregnes ved hjelp av superprofittmodellen der nåverdien av superprofitten legges til den bokførte verdien av netto finansiell gjeld.
3. Verdien av netto driftseiendeler per 01.01.16 er summen av virkelig verdi av egenkapital og netto finansiell gjeld.
4. Det årlige netto driftsresultatet er beregnet som inngående verdi av netto driftseiendeler multiplisert med det sist kjente netto driftskravet.
5. Ved å holde den årlige frie kontantstrømmen til drift konstant lik den budsjetterte, finner vi den årlige endringen til netto driftseiendeler residualt.
6. De årlige netto finanspostene finnes ved å multiplisere inngående verdi av netto finansiell gjeld med det sist kjente kravet til netto finansiell gjeld.
7. Den årlige endringen i netto finansiell gjeld finnes residualt ved å holde den årlige frie kontantstrømmen til egenkapitalen konstant.
8. Verdien av netto driftseiendeler og netto finansiell gjeld i år 2016 til T+2 blir beregnet som summen av inngående verdi og endringen i kapitalen.
9. Basert på de nye verdiene beregnes nye kapitalvekter, som videre brukes til å beregne nye avkastningskrav til egenkapital og netto driftskapital. Det beregnes ikke nye verdier av finansiell gjeld og finansielle eiendeler, og netto finansielt gjeldskrav holdes derfor konstant.
10. De nye avkastningskravene brukes til å beregne nye verdier på egenkapitalen, ved bruk av både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden.
11. Gjenta steg 1-10, der verdiene fra forrige gjennomgang danner grunnlag for neste gjennomgang.



Figur 13-1: Gjennomført verdikonvergering for å få ett verdierstimat på XXL-aksjen. Konvergeringen er gjennomført 7 ganger mellom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden

Vi har gjennomført denne prosessen totalt 7 ganger for XXL, der avviket mellom verdierstimatene ble eliminert i gjennomgang 4. Som figur 13-1 viser ble avviket kraftig redusert allerede i første gjennomgang, fra -13,06 % til 0,26 %. Etter gjennomgang 4 var avviket minimalt, og etter endt verdikonvergering har vi fått et foreløpig verdierstimat på XXL-aksjen på 98,19 kroner.

### 13.4 Konkursjustering av verdierstimatet

For et selskap foreligger det alltid en konkurserisiko som må tas hensyn til i en verdierstimering. Knivsflå (2016) opererer med to måter å håndtere denne risikoen på. Den første er å bygge inn konkurserisikoen i framtideregnskapet, mens den andre er å lage ett framtideregnskap med forutsetning om fortsatt drift og håndtere konkurserisikoen separat. Som nevnt i kapittel 12.2.1 har vi tatt hensyn til konkurserisikoen for XXL i beregningen av avkastningskrav til netto finansiell gjeld. Dette har videre påvirkning på kravene til egenkapital og netto driftskapital, samt det verdierstimatet vi hittil har funnet. Vi vurderer konkurserisikoen til XXL som minimal, og vi finner at den konkurserisikoen som er tatt hensyn til i netto finansielt gjeldskrav er tilstrekkelig. På grunn av dette mener vi at det ikke er aktuelt å konkurserjustere verdierstimatet ytterligere.

### 13.5 Tidsjustering av verdierstimatet

Vi har basert vår verdierstimering av XXL på informasjon som ble tilgjengelig fram til offentliggjøringen av fjerdekvartalsrapporten den 19.02.16. Ettersom verdierstimatet på 98,19

kroner er et estimat per 01.01.16 må vi tidsjustere estimatet fram til verdsettelsesdatoen 19.02.16. Tidsjusteringen av estimatet gjøres ved å bruke følgende formel:

$$\begin{aligned} & \text{Verdien av egenkapital}_{19.02.16} \\ &= (1 + \text{Egenkapitalkrav}_{2016})^{\left(\frac{50}{365}\right)} * \text{Verdi av egenkapital}_{31.12.15} \pm \text{Betalt utbytte}_{\text{fram til } 19.02.16} \end{aligned}$$

XXL har ikke betalt ut utbytte i perioden fra 01.01.16 til verdsettelsestidspunktet. Tabell 13-8 viser at endelig verdiestimat på XXL-aksjen per 19.02.16 er på 98,67 kroner.

Justering av estimatet til 19.02.2016		
	Verdi pr 01.01.2016	98,19
*	ekk 2016	3,63 %
^	Antall dager	50
/	Antall dager i året	365
=	<b>Justert estimat</b>	<b>98,67</b>

Tabell 13-8: Tidsjustering av det foreløpige verdiestimatet fra verdikonvergeringen per 01.01.16 til et verdiestimat på verdsettelsesdatoen 19.02.16

## 13.6 Sammenligning med kursmål

Sammenligningen av nettoresultat per aksje i kapittel 11.5 skapte en forventning om at vårt verdiestimat kom til å være lavere enn Dagens Næringslivs kursmål på 110 kroner, ettersom vårt nettoresultat per aksje reflekterte en lavere forventning til framtidig inntjening. Beregningen av det implisitte egenkapitalkravet i kapittel 12.1.5 gjorde derimot at denne forventningen ble dempet, ettersom det implisitte egenkapitalkravet er høyere enn vårt estimerte krav i terminalleddet. Et høyere krav gir i utgangspunktet en lavere verdi, men differansen i kravene veier nødvendigvis ikke opp for differansen mellom forventet nettoresultat per aksje. Etter beregningen av vårt fundamentale verdiestimat, ser vi at den relative forskjellen mellom egenkapitalkravene ikke har veid opp for differansen i forventningen om framtidig inntjening, og vårt estimat er derfor lavere enn analytikernes kursmål. Det betyr at vi anser det som mindre risikofylt å investere i XXL enn det analytikerne gjør. På en annen side er vår forventning om framtidig inntjening mindre optimistisk, og risikoen kan dermed forventes å være lavere.

## 14. USIKKERHET I VERDIESTIMATET

En verdivurdering som er bygget på skjønsmessige vurderinger er i stor grad preget av usikkerhet. Verdiestimatet som vi fant i forrige kapittel er et punkttestimat, ettersom det er basert på ett regnskap og de forutsetninger vi har lagt til grunn i budsjetteringen av det. De budsjettdriverne som framtidsregnskapet er basert på er usikre, og verdien vil derfor ha en fordeling rundt verdiestimatet.

For å synliggjøre usikkerheten i vårt verdiestimat, vil vi gjennomføre en sensitivitetsanalyse og en simulering ved hjelp av Crystal Ball, et tilleggsprogram til Microsoft Excel.

### 14.1 Sensitivitetsanalyse

En sensitivitetsanalyse synliggjør usikkerheten i verdiestimatet ved å endre de mest sentrale budsjettdriverne i større og mindre grad, og se hvor stort utslag endringene har på verdiestimatet. Vi har valgt å analysere de budsjett- og verdidriverne som er mest relevant for driften av selskapet, og de som i størst grad påvirker avkastningskravene. De driverne vi har valgt å analysere er driftsinntektsvekst, omløpshastigheten til netto driftseiendeler, netto driftsmargin, markedsrisikopremien, netto driftsbeta og risikofri rente. I tillegg har vi valgt å analysere usikkerheten i terminalleddet.

For å synliggjøre hvilke drivere som er mest kritiske og i hvilke budsjettpunkt endringene gir størst utslag, har vi valgt å analysere sensitiviteten i driverne hver for seg. I analysen av hver driver har vi valgt å justere driveren med opp til  $\pm 40\%$  i forhold til vår opprinnelige forventning, for å se hvor stor påvirkning endringen har på verdiestimatet.

#### 14.1.1 Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten (div) estimerte vi i tre budsjettpunkter – 2017, 2021 og år T. Tabell 14-1 viser at en høyere driftsinntektsvekst bidrar til et høyere verdiestimat. Økningen i verdi skyldes en tilsvarende økning i inntekter. Den negative virkningen er størst i 2021 på grunn av generelt høyere vekst på dette tidspunktet, og den positive virkningen er størst i år T på grunn av terminalverdiens store innflytelse på verdiestimatet.

Endring	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %
<b>div 2017</b>									
Verdi, driver	8,4 %	9,8 %	11,2 %	12,6 %	14,0 %	15,4 %	16,8 %	18,2 %	19,6 %
Nytt estimat	90,55	92,48	94,46	96,48	98,67	100,63	102,78	104,96	107,19
Avvik	-8,23 %	-6,27 %	-4,27 %	-2,22 %	0,00 %	1,99 %	4,16 %	6,38 %	8,64 %
<b>div 2021</b>									
Verdi, driver	10,2 %	11,9 %	13,6 %	15,3 %	17,0 %	18,7 %	20,4 %	22,1 %	23,8 %
Nytt estimat	83,68	87,08	90,68	94,49	98,67	102,81	107,33	112,11	117,16
Avvik	-15,20 %	-11,75 %	-8,10 %	-4,23 %	0,00 %	4,20 %	8,78 %	13,62 %	18,74 %
<b>div T</b>									
Verdi, driver	1,5 %	1,8 %	2,0 %	2,3 %	2,5 %	2,8 %	3,0 %	3,3 %	3,5 %
Nytt estimat	86,13	88,61	91,44	94,71	98,67	103,06	108,51	115,19	123,57
Avvik	-12,70 %	-10,20 %	-7,33 %	-4,01 %	0,00 %	4,45 %	9,97 %	16,74 %	25,24 %

Tabell 14-1: Sensitivitetsanalyse av driftsinntektsvekst i år T. Nytt verdiestimat er presentert i NOK

### 14.1.2 Omløpshastighet til netto driftseiendeler

Tabell 14-2 viser hvor følsomt verdiestimatet er for endringer i omløpshastighet til netto driftseiendeler (onde). De store utslagene i 2016 kommer av at driftsinntektsveksten samme år er framskrevet av «onde». Dette gir igjen utslag på driftsinntektene i 2016, som også er grunnlag for den videre estimeringen av inntekter gjennom hele budsjettperioden. Vi ser her at endringen i verdiestimatet nesten tilsvarende endringen i budsjettdriveren. Omløpshastigheten i 2017 og 2021 har minimal påvirkning på verdiestimatet. I år T ser vi derimot en større effekt enn i 2016, ettersom en stor endring i terminalverdien også gir en stor endring i verdiestimatet. Vi ser at verdiestimatet er mer sensitiv overfor en reduksjon av «onde» enn ved en tilsvarende økning i samme driver.

Endring	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %
<b>onde 2016</b>									
Verdi, driver	0,86	1,00	1,14	1,29	1,43	1,57	1,72	1,86	2,00
Nytt estimat	68,22	75,81	83,39	90,96	98,67	106,10	113,66	121,23	128,78
Avvik	-30,86 %	-23,17 %	-15,49 %	-7,81 %	0,00 %	7,53 %	15,20 %	22,86 %	30,52 %
<b>onde 2017</b>									
Verdi, driver	0,90	1,05	1,20	1,35	1,50	1,65	1,80	1,95	2,10
Nytt estimat	96,11	96,94	97,58	98,10	98,67	98,89	99,20	99,47	99,70
Avvik	-2,60 %	-1,75 %	-1,10 %	-0,57 %	0,00 %	0,23 %	0,54 %	0,81 %	1,05 %
<b>onde 2021</b>									
Verdi, driver	1,02	1,19	1,36	1,53	1,70	1,87	2,04	2,21	2,38
Nytt estimat	93,90	95,43	96,66	97,68	98,67	99,27	99,91	100,47	100,97
Avvik	-4,83 %	-3,28 %	-2,04 %	-1,01 %	0,00 %	0,61 %	1,26 %	1,83 %	2,33 %
<b>onde T</b>									
Verdi, driver	1,20	1,40	1,60	1,80	2,00	2,20	2,40	2,60	2,80
Nytt estimat	32,50	54,70	72,59	86,90	98,67	108,14	116,21	123,07	128,97
Avvik	-67,06 %	-44,56 %	-26,43 %	-11,92 %	0,00 %	9,60 %	17,77 %	24,73 %	30,71 %

Tabell 14-2: Sensitivitetsanalyse av omløpshastighet til netto driftseiendeler i år 2016. Nytt verdiestimat er presentert i NOK

### 14.1.3 Netto driftsmargin

Tabell 14-3 viser at en endring i netto driftsmargin (ndm) ikke gjør nevneverdig forskjell i verdiestimatet i 2016. I 2017 og 2021 er avviket i estimatet litt større, men påvirkningen er langt større i år T. Netto driftsmargin reflekterer i stor grad selskapets lønnsomhet, og en reduksjon i denne driveren vil dermed redusere verdiestimatet. Virkningen er spesielt stor i terminalverdien på grunn av høye verdier i slutten av budsjettperioden. I tillegg vil en endring i terminalverdien ha tilbakevirkende kraft og endrer kontantstrømmen også i de foregående årene på grunn av den lineære tilnærmingen mellom budsjettpunktene.

Endring	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %
<b>ndm 2016</b>									
Verdi, driver	5,1 %	6,0 %	6,8 %	7,7 %	8,5 %	9,4 %	10,2 %	11,1 %	11,9 %
Nytt estimat	96,76	97,20	97,65	98,09	98,67	98,98	99,42	99,86	100,31
Avvik	-1,93 %	-1,48 %	-1,04 %	-0,59 %	0,00 %	0,31 %	0,76 %	1,21 %	1,66 %
<b>ndm 2017</b>									
Verdi, driver	5,0 %	5,9 %	6,7 %	7,6 %	8,4 %	9,2 %	10,1 %	10,9 %	11,8 %
Nytt estimat	93,29	94,60	95,91	97,22	98,67	99,85	101,16	102,47	103,79
Avvik	-5,45 %	-4,12 %	-2,79 %	-1,47 %	0,00 %	1,19 %	2,52 %	3,86 %	5,19 %
<b>ndm 2021</b>									
Verdi, driver	3,6 %	4,2 %	4,8 %	5,4 %	6,0 %	6,6 %	7,2 %	7,8 %	8,4 %
Nytt estimat	88,29	90,84	93,40	95,96	98,67	101,11	103,69	106,28	108,88
Avvik	-10,52 %	-7,93 %	-5,34 %	-2,74 %	0,00 %	2,48 %	5,09 %	7,72 %	10,35 %
<b>ndm T</b>									
Verdi, driver	2,2 %	2,6 %	3,0 %	3,3 %	3,7 %	4,1 %	4,4 %	4,8 %	5,2 %
Nytt estimat	38,41	53,55	68,59	83,57	98,67	113,47	128,40	143,32	158,23
Avvik	-61,07 %	-45,73 %	-30,49 %	-15,30 %	0,00 %	15,01 %	30,13 %	45,25 %	60,37 %

Tabell 14-3: Sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin i år T. Nytt verdiestimat er presentert i NOK

### 14.1.4 Markedets risikopremie

Markedsrisikopremien har vi som nevnt ansett som konstant i budsjettperioden. Vi beskrev i kapittel 9.1.2 at finansanalytikere estimerte at markedsrisikopremien ligger mellom 4 og 6 %. Vi har derfor valgt å se på hvilken effekt en endring i denne driveren, innenfor dette intervallet, har på verdiestimatet. Som tabell 14-4 viser, utgjør en endring i markedsrisikopremien en større prosentvis endring i verdiestimatet, og en endring i driveren har derfor en betydelig effekt på verdien av selskapet. Verdiestimatet er følgelig sensitivt overfor endringer i denne verdidriveren.

Endring	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %
<b>Markedsrisikopremie</b>					
Verdi, driver	4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,5 %	6,0 %
Nytt estimat	120,29	108,41	98,67	90,20	83,08
Avvik	21,91 %	9,87 %	0,00 %	-8,58 %	-15,80 %

Tabell 14-4: Sensitivitetsanalyse av konstant markedsrisikopremie. Nytt verdiestimat er presentert i NOK



### 14.1.5 Netto driftsbeta

For å analysere sensitiviteten i betaestimater, har vi valgt å ta utgangspunkt i den konstante netto driftsbetaen som vi beregnet i kapittel 9 i forbindelse med beregningen av historisk avkastningskrav. Denne betaen danner grunnlaget for videre beregning av egenkapitalbeta, og har direkte påvirkning på verdiestimater.

Endring	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %
<b>Netto driftsbeta</b>									
Verdi, driver	0,1934	0,2256	0,2578	0,2901	0,3223	0,3545	0,3868	0,4190	0,4512
Nytt estimat	153,36	135,07	120,48	108,57	98,67	90,31	83,18	77,01	71,62
Avvik	55,43 %	36,90 %	22,10 %	10,03 %	0,00 %	-8,47 %	-15,70 %	-21,95 %	-27,41 %

Tabell 14-5: Sensitivitetsanalyse av konstant netto driftsbeta. Nytt verdiestimat er presentert i NOK

Tabell 14-5 viser at verdiestimater er sensitivt overfor endringer i denne verdidriveren, der sensitiviteten er størst ved en negativ endring i betaen. Det betyr at hvis netto driftsbeta skulle vært lavere enn vårt estimat på 0,3223, ville verdiestimater vært høyere enn det vi har beregnet, ettersom lavere beta innebærer en forutsetning om lavere selskapsrisiko.

### 14.1.6 Risikofri rente

Den risikofrie renten i år T er estimert for å være 3,87 %, og renten de foregående årene er lineært beregnet ut fra verdien i 2015 fram til år T. På grunn av det velger vi å analysere hvordan en endring i risikofri rente i terminalleddet påvirker verdiestimater, ettersom en endring i dette budsjettpunktet utgjør en endring i renten hvert år i budsjettperioden.

Den risikofrie renten påvirker både avkastningskravet til netto finansiell gjeld og egenkapital, og påvirker således sentrale drivere av verdiestimater. Det ser vi tydelig i tabell 14-6, der en 40 % lavere risikofri rente gir et avvik i verdiestimater på hele 82 %.

Endring	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %	30 %	40 %
<b>Risikofri rente T</b>									
Verdi, driver	2,32 %	2,71 %	3,10 %	3,49 %	3,87 %	4,26 %	4,65 %	5,04 %	5,42 %
Nytt estimat	179,22	150,15	128,53	111,83	98,67	87,70	78,71	71,12	64,63
Avvik	81,64 %	52,17 %	30,27 %	13,34 %	0,00 %	-11,11 %	-20,23 %	-27,92 %	-34,50 %

Tabell 14-6: Sensitivitetsanalyse av risikofri rente i år T. Nytt verdiestimat er presentert i NOK

### 14.1.7 Terminalverdi

Terminalverdien utgjør en stor del av den estimerte verdien av egenkapitalen, og vi har derfor valgt å se på sensitiviteten i terminalleddet. Etter tidsjusteringen av verdiestimater har vi ikke lenger et klart skille mellom terminalverdien og nåverdien av kontantstrømmen i budsjettperioden, og vi velger derfor å ta utgangspunkt i den sist kjente verdien av

egenkapitalen før tidsjusteringen, altså et estimat på 98,19 kroner som vi fant i figur 13-1. For å illustrere påvirkningen som endringer i evig vekst-faktoren og egenkapitalkravet i terminalleddet har på verdien av XXL-aksjen, bruker vi her fri kontantstrøm til egenkapitalmetoden i gjennomgang 7 i verdikonvergeringen. Tabell 14-7 viser at terminalverdien utgjør 77,77 % av egenkapitalverdien, noe som betyr at den totale aksjeverdien er sterkt påvirket av drivernes verdi i «steady state». Dette er også den perioden det er vanskeligst å forutsi hva framtiden bringer, og terminalleddet gjør derfor det totale verdiestimatet veldig usikkert.

Fri kontantstrøm-modellen, gjennomgang 7		01.01.2016
	Nåverdi fra år 1 til T	3 022 750
+	Nåverdi terminalledd, år T+1	10 577 383
=	Verdien av egenkapitalen (TNOK)	13 600 132
	<b>Terminalverdi i prosent av egenkapitalen</b>	<b>77,77 %</b>

Tabell 14-7: Verdiestimat på XXL-aksjen per 01.01.16 etter fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen. Estimater er beregnet i gjennomgang 7 i konvergeringsprosessen

Tabell 14-8 viser verdiestimatet av XXL-aksjen ved kombinasjon av ulike egenkapitalkrav og evig vekst-faktorer i terminalleddet. Vi ser at verdiestimatet ikke påvirkes hvis evig vekst-faktoren og egenkapitalkravet endres likt. Dette kommer av at nevneren i Gordons vekstformel er differansen mellom egenkapitalkravet og evig vekst-faktor, og en lik endring i begge driverne blir derfor utlignet.

	Evig vekst-faktor							
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %
Egenkapitalkrav	4,00 %	98,99	114,43	137,58	176,16	253,33	484,84	N/A
	4,50 %	87,97	98,99	114,43	137,58	176,16	253,33	484,84
	5,00 %	79,70	87,97	98,99	114,43	137,58	176,16	253,33
	5,53 %	72,91	79,25	87,38	98,19	113,27	135,77	172,97
	6,00 %	68,12	73,27	79,70	87,97	98,99	114,43	137,58
	6,50 %	63,92	68,12	73,27	79,70	87,97	98,99	114,43
	7,00 %	60,41	63,92	68,12	73,27	79,70	87,97	98,99

Tabell 14-8: Beregning av verdiestimat på XXL-aksjen ved ulike verdier av egenkapitalkrav og evig vekst-faktor i terminalleddet. Estimaterne er beregnet etter fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen i konvergeringsprosessen sine siste steg før tidsjustering

Ved likt egenkapitalkrav og evig vekst-faktor vil det ikke være mulig å beregne en terminalverdi, da terminalleddet divideres på 0. Dette ser vi av tabellen i det tilfellet når begge driverne har en verdi på 4 %. Samtidig ser vi at en høy evig vekst-faktor kombinert med et lavt egenkapitalkrav gir et høyt verdiestimat, ettersom terminalverdiandelen av verdiestimatet går mot 100 % når driverne blir tilnærmet like. En høy terminalverdi gir et høyt verdiestimat, og differansen mellom det høyeste og laveste estimatet ved bruk av verdiene i tabell 14-8 er over 400 kroner. Tabellen synliggjør med det at både evig vekst-

---

faktoren og egenkapitalkravet har stor påvirkning på verdsettelsen av XXLs egenkapital, og verdien er følgelig veldig sensitivt overfor de forutsetninger som er tillagt terminalleddet.

#### ***14.1.8 Oppsummering av sensitivitetsanalysen***

Sensitivitetsanalysen har vist oss i hvor stor grad endringer i de ulike driverne påvirker verdiestimatet. Totalt sett ser vi at verdiestimatet er mest sensitivt overfor endringer i netto driftsmargin, beta og risikofri rente. Dette viser at forutsetningene i terminalverdien og beregningen av avkastningskrav er avgjørende for den estimerte aksjeverdien til XXL.

De verdidriverne vi har analysert ovenfor, og som vi ser at verdiestimatet er mest sensitivt overfor, bygger vi videre på i en simuleringsanalyse. I analysen ser vi derfor bort fra omløpshastigheten til netto driftseiendeler i 2017 og 2021, samt netto driftsmargin i 2016.

### **14.2 Monte Carlo-simulering**

Til nå har vi analysert usikkerheten i verdiestimatet ved å se på én og én driver, og endret den i ett og ett punkt. For å gjøre en grundigere analyse av usikkerheten i verdiestimatet, gjennomfører vi en Monte Carlo-simulering ved hjelp av Oracle Crystal Ball i Microsoft Excel. Denne simuleringen endrer angitte drivere i et angitt verdiintervall, og der vi i sensitivitetsanalysen i forrige avsnitt endret én og én driver, endrer Crystal Ball alle driverne flere ganger i samme simulering. De driverne vi har valgt å analysere settes som stokastiske variabler, mens driverne i de budsjettpunktene vi har valgt å se vekk fra, holdes konstante. Verdiene i de øvrige budsjettpunktene vil fremdeles ha en lineær tilnærming, og avhengig av trekningene i simuleringen, vil budsjettpunktene endre seg.

#### ***14.2.1 Forutsetninger for simuleringen***

For å kunne gjennomføre en simulering med Crystal Ball, må vi først ta noen forutsetninger. Det første er å bestemme hvilke drivere som skal være stokastiske. Det neste er å bestemme sannsynlighetsfordelingen under hver driver, om den skal være uniform eller triangulær, der normalfordeling er en form for triangulær sannsynlighetsfordeling. Steg tre er å bestemme i hvilket intervall vi tror det er sannsynlig at driveren kan variere i verdi, enten ved å sette en minimums- og maksimumsverdi eller ved å bestemme et standardavvik for verdien. Til slutt bestemmes hvilken verdi som skal endres som følge av simuleringen. I vårt tilfelle er det det tidsjusterte estimatet på aksjeverdien som skal endres på.

**Driftsinntektsvekst**

Vi har valgt å gjøre driftsinntektsveksten i år 2017, 2021 og T til stokastiske variabler i simuleringen. Sannsynlighetsfordelingen i de tre punktene anser vi som normalfordelt, der gjennomsnittet settes til den budsjetterte verdien. Standardavviket vi har satt i 2017 er beregnet på historiske verdier, og er satt til 3 %. I 2021 vurderer vi usikkerheten som litt høyere på grunn av avstanden fram i tid og de budsjetterte veksthendelsene, og standardavviket er derfor satt til 4 %. I terminalleddet er den budsjetterte veksten en del lavere enn i de foregående budsjettpunktene, og standardavviket er derfor satt til 1 %.

**Omløpshastighet til netto driftseiendeler (onde)**

Vi setter «onde» i år 2016 og T som stokastiske variabler, der vi anser begge punktenes sannsynlighetsfordeling som normalfordelt. Også her er standardavviket beregnet fra historiske verdier, og det gir et standardavvik i 2016 på 0,16. I terminalverdien anser vi det budsjetterte estimatet som mer usikkert, og har derfor skalert opp standardavviket til 0,24. Gjennomsnittsverdiene er lik de budsjetterte verdiene i begge punktene.

**Netto driftsmargin (ndm)**

I sensitivitetsanalysen så vi at en endring i netto driftsmargin gjorde signifikant utslag på verdiestimatet ved en endring i år 2017, 2021 og år T, og vi har derfor satt «ndm» i disse punktene som stokastiske variabler. Vi anser de som normalfordelte, med den budsjetterte verdien som gjennomsnitt og et standardavvik på 2 % i 2017 og 2021 og på 1 % i år T.

**Markedets risikopremie**

Markedets risikopremie antar vi er konstant gjennom hele budsjettperioden, der den konstante verdien settes som en stokastisk variabel. Basert på de samme forutsetningene som i sensitivitetsanalysen, tror vi også her at markedsrisikopremien kan variere mellom 4 % og 6 %. Vi har derfor valgt en triangulær sannsynlighetsfordeling med et intervall på 4-6 %, der den forventede verdien er lik den budsjetterte på 5 %.

**Netto driftsbeta**

Resultatet fra sensitivitetsanalysen viste at en endring i netto driftsbeta gjorde store utslag på verdiestimatet, og vi ønsker derfor å illustrere hvor stor påvirkning en endring i denne variabelen har på verdiestimatet i en simulering. Vi velger følgelig en triangulær sannsynlighetsfordeling, der minimum og maksimum er fastsatt basert på skjønn og på

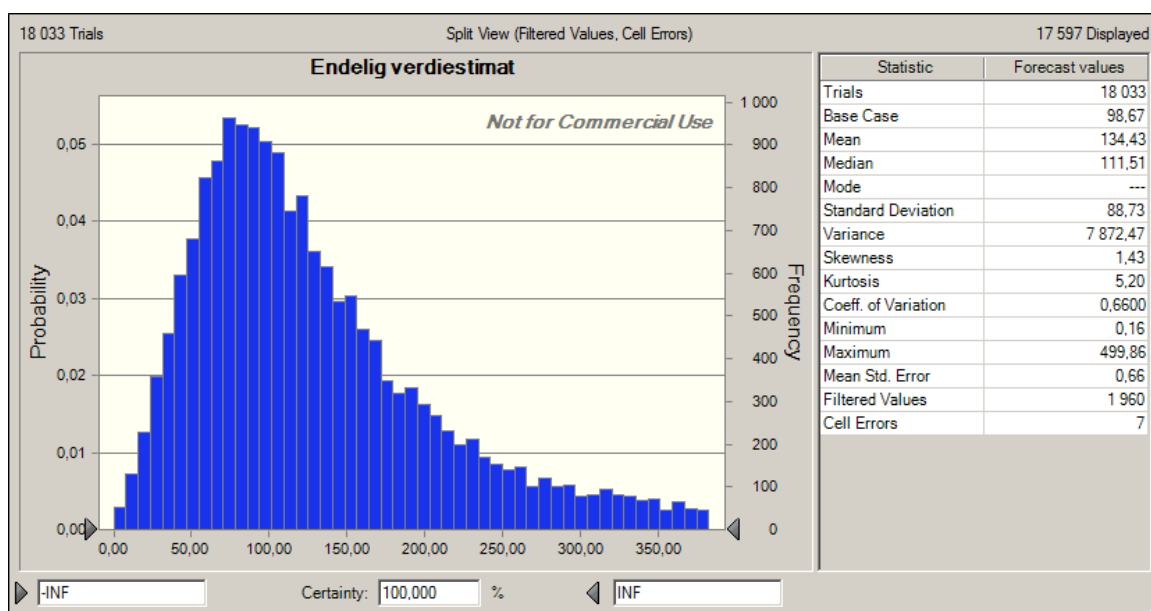
resultatene fra sensitivitetsanalysen. Intervallet vi har valgt er 0,2 til 0,6, der den forventede verdien er lik den budsjetterte.

### Risikofri rente

For risikofri rente har vi valgt en triangulær sannsynlighetsfordeling, med et intervall på 2 % til 5 %, der forventet verdi er lik den budsjetterte. På lang sikt ser vi ikke for oss at rentenivået i Norge kommer til å være like lavt som i dag, og vi har derfor satt minimumsverdien høyere enn dagens verdi. I tillegg tror vi at renten kommer til å ligge rundt den verdien vi har budsjettert med.

### 14.2.2 Resultat fra simuleringen

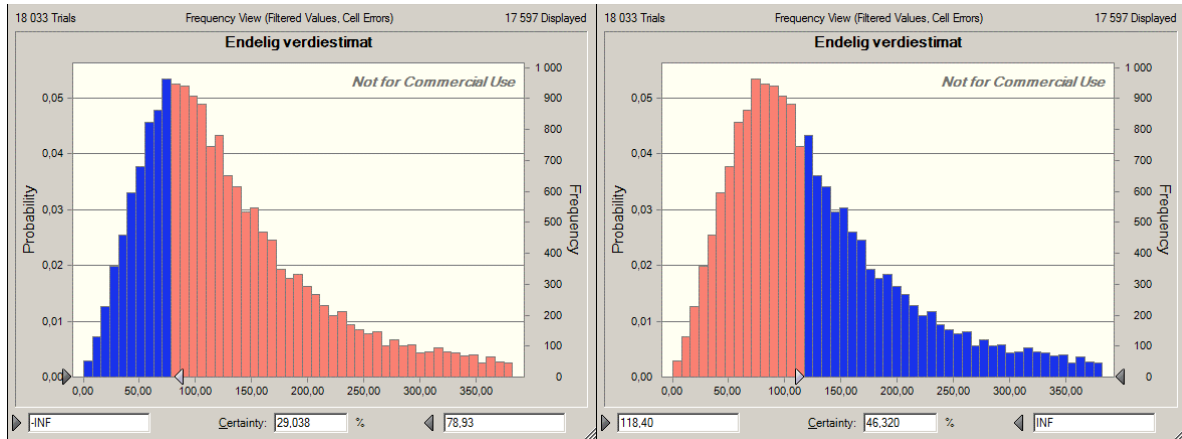
Ved å gjennomføre 20 000 simuleringer basert på tilfeldige observasjoner, med de forutsetningene vi nå har tatt, ser sannsynlighetsfordelingen til vårt verdiestimat ut som vist i figur 14-1. Vi forutsetter at aksjeverdien ikke vil være lavere enn 0 kroner eller høyere enn 500 kroner, og vi har derfor filtrert ut disse verdiene i simuleringen. Gjennomsnittet av simuleringen viser et verdiestimat på kr 134,43, som er høyere enn vårt estimat. Variasjonskoeffisienten er 66 %, og indikerer at det er stor spredning i observasjonene, og dermed stor usikkerhet i verdiestimatet.



Figur 14-1: Resultat fra Monte Carlo-simuleringen basert på det tidsjusterte verdiestimatet på XXL-aksjen, med statistikk

Ved å beregne en oppside- og nedsiderisiko av estimatet, ser vi hvor stor sannsynlighet det er for at verdien ligger utenfor en ramme på  $\pm 20\%$  av verdiestimatet på 98,67 kroner. I figur

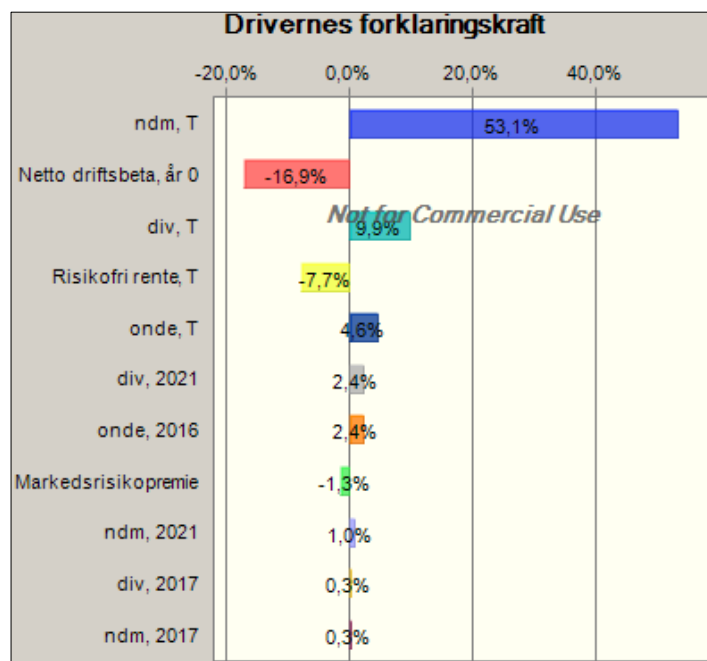
14-2 ser vi at det er 29,04 % sannsynlighet for at verdien på XXL-aksjen er under 80 % av vårt estimat, mens det er 46,32 % sannsynlighet for at aksjeverdien er over 120 % av vårt estimat. Figur 14-1 og 14-2 synliggjør usikkerheten i vårt verdiestimat, og viser at små endringer i budsjett- og verdidriverne utgjør store endringer i verdiestimatet.



Figur 14-2: Resultat fra Monte Carlo-simuleringen som synliggjør sannsynligheten for at verdiestimatet er under 80 % og over 120 % av vårt estimat, markert med blått

### 14.2.3 Forklaring av variasjon i verdiestimatet

Figur 14-3 viser forklaringskraften de ulike driverne har på verdiestimatet, basert på den gjennomførte simuleringen. En søyle mot høyre betyr at en positiv endring i driveren gir en positiv endring i verdien, mens en søyle mot venstre betyr at en positiv endring i driveren gir en negativ endring i verdien.



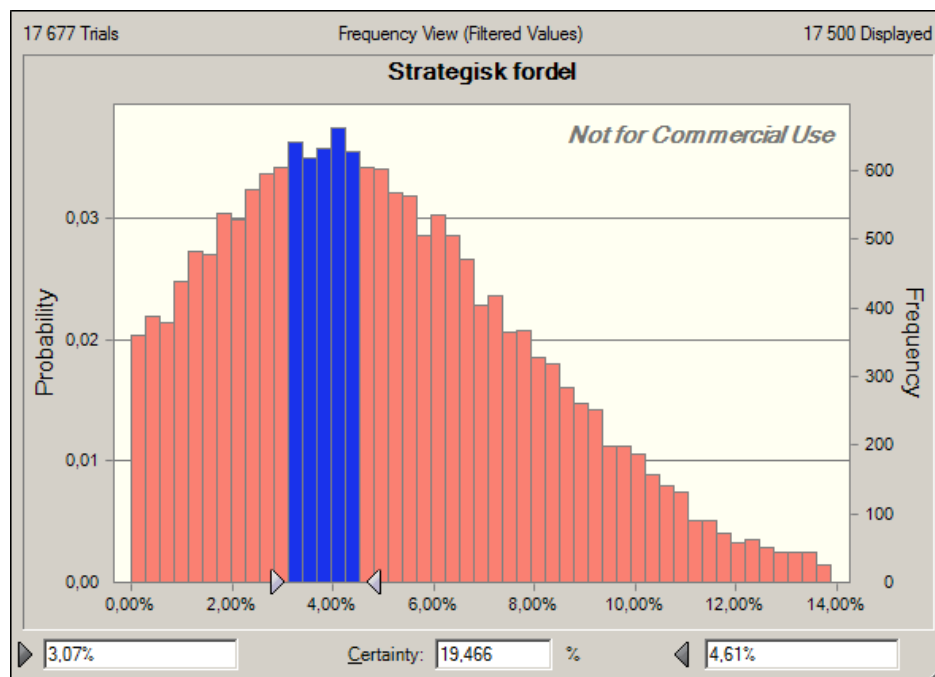
Figur 14-3: Forklaringskraften til de ulike driverne på verdiestimatet som synliggjør hvordan verdiestimatet påvirkes av endringer i de ulike driverne. Resultatet er basert på Monte Carlo-simuleringen

Vi ser i figuren at netto driftsmargin i år T forklarer over halvparten av variasjonen i verdiestimatet alene, mens drivere fra avkastningskravet og andre drivere i år T også har stor innvirkning på verdiestimatet. Dette samsvarer med sensitivitetsanalysen ovenfor og den tidligere nevnte effekten terminalverdien har for verdsettelsen.

### 14.3 Oppsummering av usikkerhet

Sensitivitetsanalysen og Monte Carlo-simuleringen har vist at det er knyttet stor usikkerhet til vårt verdiestimat, og at andre forutsetninger og skjønnsmessige vurderinger i framtidsregnskapet kunne gitt oss en annen aksjeverdi. Samtidig avhenger den verdien vi har estimert av at alle planlagte ekspansjoner blir vellykket, og at XXL klarer å opprettholde den veksten som er innarbeidet i budsjettet. Den gjennomførte simuleringen viste at netto driftsmargin i terminalleddet skaper den største usikkerheten i verdiestimatet. I framtidsregnskapet vurderte vi at denne verdien vil gå mot bransjesnittet i «steady state», basert på hardere konkurranse i eksisterende markeder der konkurransekraftene presser marginene nedover. I tillegg er det også tatt hensyn til at selskapet kan møte enda tøffere konkurranse i de nye markedene vi forutsetter at de trer inn i. Sammenligner vi med det historiske bransjesnittet på 6 %, indikerer det at netto driftsmargin i horisonten kunne vært høyere enn 3,7 %. Dette ville ført til et høyere verdiestimat på XXL-aksjen som gjerne er nærmere finansanalytikernes kursmål, men etter vårt skjønn kan ikke vi se at driveren kan settes signifikant høyere enn vår budsjetterte verdi.

I kapittel 12.4.3 fant vi den forventede strategiske fordelten til XXL i framtidsregnskapet, og kommenterte de bakenforliggende årsakene til at den kan synes å være høy sett i forhold til fordelten i analyseperioden. Vi gjennomfører en simulering basert på de samme stokastiske variablene og samme forutsetningene som tidligere i dette kapitlet, og får en sannsynlighetsfordeling på strategisk fordel i «steady state» som vist i figur 14-4. I resultatene fra simuleringen er den strategiske fordelten på 3,84 % i framtidsregnskapet lavere enn både gjennomsnittet og medianen. I tillegg ligger vårt estimat med 19,47 % sikkerhet innenfor et intervall på  $\pm 20$  % av 3,84 %.



Figur 14-4: Monte Carlo-simulering av superrentabilitet til egenkapitalen i år T, der området  $\pm 20$  % av vårt estimat er markert med blått

Netto driftsmargin i år T er den driveren som har mest påvirkning også på strategisk fordel i «steady state». Dette kommer av at netto driftsmargin i stor grad bestemmer hvor lønnsomt selskapet er, og driveren har følgelig påvirkning på hvor høy avkastning selskapet har på netto driftskapital, målt som netto driftsrentabilitet. I kapittel 12.4.2 beregnet vi at den strategiske driftsfordelen i «steady state» er 2,38 %. Basert på momentene i dette kapittelet er driveren på det tidspunktet vurdert å være rimelig, ettersom netto driftsmargin også er vurdert å være rimelig i år T. Den strategiske driftsfordelen blir i stor grad skalert opp av gearingfordelen, og samlet utgjør dette selskapets superrentabilitet til egenkapitalen i «steady state».

I de foregående kapitlene har vi gjennomført en fundamental verdivurdering av XXL, som har gitt oss et verdiestimat på kr 98,67. For å vurdere rimeligheten i dette estimatet, gjennomfører vi i det neste kapittelet en supplerende verdivurdering ved å bruke en multiplikatormodell i en komparativ verdsettelse.



---

## 15. KOMPARATIV VERDIVURDERING

I dette kapittelet gjennomfører vi en supplerende verdivurdering ved bruk av multiplikatormodellen. Dette er en form for komparativ verdivurdering, og baserer seg på teorien og rammeverket som ble presentert i kapittel 4.2. Vi ønsker å finne et estimat på aksjeverdien til XXL både ved bruk av egenkapital- og selskapskapitalmetoden. I den sammenheng har vi vurdert at passende basiser under egenkapitalmetoden er bokført egenkapital per aksje og fortjeneste per aksje, samt EBIT og salgsinntekter under selskapskapitalmetoden. Multiplikatormodellene vi følgelig velger å bruke er P/B og P/E, samt EV/EBIT og EV/Salgsinntekter.

Under hver modell vil vi beregne en komparativ multiplikator, som igjen multipliseres med basisene til XXL for å finne et verdiestimat på XXL-aksjen. Det kan være et ganske stort spenn mellom disse estimatene, og vi velger derfor å finne ett endelig verdiestimat fra den komparative verdivurderingen ved å beregne medianen til de fire verdiene (Kaldestad & Møller, 2011). Dette er en tilnærming som er aktuell når datagrunnlaget er begrenset, som er tilfellet her hvor XXL blir sammenlignet med et lite utvalg komparative selskap. Ett felles verdiestimat kan også beregnes ved bruk av både justert og ujustert gjennomsnitt, men disse tilnærmingene er mer aktuelle når vi blant annet har tilgang på totale bransjetall.

Den komparative verdivurderingen bygger på innsikt fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen i kapittel 6 til 10, der XXL ble vurdert opp mot sportsbransjen. I denne verdivurderingen kan vi imidlertid ikke lenger benytte sportsbransjen til sammenligning, og vi baserer oss derfor hovedsakelig på den innsikten vi har fått om XXL spesielt.

### 15.1 Komparative selskap

I denne typen verdivurdering estimeres aksjeverdien til et selskap basert på en bransjemultiplikator, og vi trenger derfor et utvalg selskap som er komparative med XXL. Til dette formålet må selskapene være børsnoterte. Etersom vår tidligere definisjon av sportsbransjen i stor grad består av selskap som ikke er børsnoterte, kan de ikke brukes i denne verdivurderingen, og vi har derfor gjort et utvalg av andre varehandelsselskap som inngår i den komparative bransjen. Selskapene vi har valgt er Europris ASA, Hennes & Mauritz AB (H&M), Zalando SE og Fenix Outdoor International AB. I tillegg hadde det vært ideelt å inkludere SportsDirect i den komparative bransjen, ettersom de er en

sportskjede på lik linje med XXL. De har imidlertid avvikende regnskapsår der sist kjente regnskap ble avlagt i april 2015. Tidsdifferansen fra april 2015 og fram til børskursen 19.02.16 er for lang til at selskapet kan inkluderes i dette utvalget.

Europris er notert på Oslo Børs, og har kun butikker i Norge. De har et lavpriskonsept i likhet med XXL, men vareutvalget består av husholdningsvarer, der sportsutstyr er en liten del av sortimentet. H&M er notert på Stockholmsbörsen, og er et globalt selskap med butikker over hele verden. Vareutvalget består av egne merkevarer innen klær, sko og tilbehør, der sportsklær utgjør en liten del av dette utvalget. Relativt til konkurrerende aktører har de lave priser på sine varer, samtidig som de har en anerkjent merkevare over hele verden. Zalando er et tysk selskap notert på børsen i Frankfurt. Selskapet driver kun nettbutikker og kun i Vest-Europa, og selger sko, klær og tilbehør fra kjente merkevarer, inkludert sportsutstyr. Med tanke på at XXL skal gå inn i Danmark med kun en e-handelsløsning, mener vi at et nettbasert selskap som Zalando er aktuelt å sammenligne XXL med. Fenix er notert på Stockholmsbörsen, og har sitt hovedkvarter i Sveits. De driver butikker i Finland, Tyskland og Sverige, gjennom blant annet Naturkompaniet, som er en del av den svenske sportsbransjen vi presenterte i kapittel 2.2.2. I tillegg til å drive sportsbutikker, eier også konsernet flere kjente merkevarer som de utvikler og produserer selv.

Basert på beskrivelsene ovenfor anser vi de utvalgte selskapene som sammenlignbare med XXL, ettersom alle er varehandelsselskap som har et større eller mindre utvalg av sportsutstyr i sitt sortiment. Bransjemultiplikatorene beregnes som et likevektet gjennomsnitt av hvert enkelt selskaps multiplikator. Grunnen til at vi velger et likevektet snitt er for å jevne ut toppene og bunnene i utvalget, og dermed få representative multiplikatorer for bransjen. I beregningen av bransjemultiplikatorer velger vi å ta med XXL i snittet. Det kan argumenteres for at det ikke er rimelig å sammenligne verdsettelsesselskapet med seg selv, men ettersom vi er interessert i å finne en gjennomsnittlig multiplikator for bransjen som en helhet, er det naturlig å ta med XXL så lenge de er en del av bransjen.

For å gjennomføre denne verdivurderingen trenger vi blant annet regnskapsinformasjon fra de ulike selskapene. I regnskapsanalysen i kapittel 7 omgrupperte og justerte vi XXLs konsernregnskap for å få et mer investororientert perspektiv og for å eliminere graden av målefeil. Justeringen fører til at regnskapet etter vårt skjønn bedre reflekterer de faktiske

økonomiske forholdene i selskapet. Basert på de samme forutsetningene omgrupperer og justerer vi også konsernregnskapene til de komparative selskapene for år 2015. De omgrupperte og justerte regnskapene til de fire komparative selskapene ligger i vedlegg 5.

## 15.2 Markedsverdier av egenkapitalen

Markedsverdien av egenkapitalen til XXL og de komparative selskapene inngår i beregningen av de utvalgte multiplikatorene. Vi beregner markedsverdien av egenkapitalen på verdsettelsesdagen 19.02.16, som vist i tabell 15-1. Aksjekursene er hentet fra de respektive børsene hvor selskapene er notert. De utenlandske aksjekursene er omregnet til NOK basert på Norges Banks historiske valutakurser per 19.02.16.

Markedsverdi av egenkapital per 19.02.16	XXL	Europris	H&M	Zalando	Fenix
Aksjekurs	90,50	39,50	283,90	29,00	369,00
Valuta	NOK	NOK	SEK	EUR	SEK
Valutakurs	1,00	1,00	1,02	9,54	1,02
Aksjekurs i NOK	90,50	39,50	288,50	276,57	374,98
Utestående aksjer i tusen	138 512	166 969	1 460 672	247 060	9 229
<b>Markedsverdi av egenkapitalen i TNOK</b>	<b>12 535 347</b>	<b>6 595 271</b>	<b>421 402 674</b>	<b>68 328 462</b>	<b>3 460 698</b>

Tabell 15-1: Markedsverdien av egenkapitalen per 19.02.16 for hver av de fem selskapene i den komparative bransjen, omregnet til TNOK basert på valutakursen samme dag

## 15.3 Egenkapitalmetoden

I egenkapitalmetoden beregnes aksjeverdien til et selskap ved å bruke multiplikatorer som tar utgangspunkt i markedsverdien av egenkapitalen. Ved å bruke denne metoden finner vi et estimat på aksjeverdien til XXL direkte. Det er imidlertid flere svakheter med slike multiplikatorer. De tar blant annet ikke hensyn til forskjeller i kapitalstruktur blant de komparative selskapene, ettersom multiplikatorene bare blir beregnet av egenkapitalen.

### 15.3.1 Pris/bok (P/B)

Multiplikatoren pris/bok viser forholdet mellom markedsverdien av egenkapitalen og den bokførte verdien, og gir en pekepinn på selskapets evne til å generere merverdier på de eiendelene selskapet innehar. Beregningene i tabell 15-2 viser at børskursen til XXL-aksjen per 19.02.16 er 3,68 ganger høyere enn den bokførte verdien. Gjennomsnittet av selskapene viser en P/B-multiplikator på 4,73, noe som betyr at XXL er lavere priset enn gjennomsnittet i bransjen. Det tyder på at investorene tror at XXL har lavere evne til verdiskapning enn det den komparative bransjen har. I analysene i kapittel 10 så vi imidlertid at selskapet har hatt

en strategisk fordel de siste årene, og vi forventer at de fortsatt kommer til å ha det i framtiden. En P/B-verdi over 1 indikerer at et selskap har en strategisk fordel, så våre forventninger om framtiden reflekteres i børskursen til XXL ettersom de har en P/B-verdi på 3,68. Ved å multiplisere den komparative P/B-multiplikatoren med den bokførte egenkapitalverdien per aksje for XXL, får vi et estimat på aksjeverdien på 116,39 kroner.

Pris/Bok per 19.02.16	XXL	Europris	H&M	Zalando	Fenix	Snitt
Bokført egenkapital (TNOK)	3 406 000	1 523 597	55 154 290	12 229 597	1 421 486	
Bokført egenkapital per aksje NOK	24,58	9,13	37,76	49,50	154,02	
<b>Pris/Bok</b>	<b>3,68</b>	<b>4,33</b>	<b>7,64</b>	<b>5,59</b>	<b>2,43</b>	<b>4,73</b>
<b>Verdiestimat (NOK)</b>	<b>116,39</b>					

Tabell 15-2: Verdiestimat på XXL-aksjen per 19.02.16 ved bruk av gjennomsnittlig Pris/Bok-multiplikator i multiplikatormodellen

Det er viktig å huske på at P/B-multiplikatoren har sine svakheter, blant annet ved at bokførte verdier i balansen ikke reflekterer virkelige verdier, eller at det finnes kapital som ikke er balanseført. I vårt tilfelle fører alle de komparative selskapene etter internasjonale regnskapsregler (IFRS), som i større grad reflekterer eiendeler til virkelig verdi i regnskapet. Samtidig bruker vi som nevnt justerte regnskapstall i beregningene av multiplikatorene. Godt etablerte selskap kan også ha lavere verdier i balansen som følge av at eiendelene er blitt avskrevet mer.

### 15.3.2 Pris/fortjeneste (P/E)

P/E-multiplikatoren reflekterer selskapets markedsverdi av egenkapitalen i forhold til inntjening. Tabell 15-3 viser at XXL har en høyere P/E enn gjennomsnittet i bransjen, noe som kan tyde på at selskapet er overpriset på børsen. På en annen side kan det bety at investorene har høyere forventning til framtidig inntjening hos XXL enn hos konkurrentene. Markedet er villig til å betale 34,5 ganger så mye for aksjen i dag enn det dagens inntjening reflekterer. Det indikerer at investorene forventer en kraftig vekst i selskapet, og velger derfor å investere i dag i påvente av å oppnå høy avkastning på investeringen i framtiden.

Pris/Earnings per 19.02.16	XXL	Europris	H&M	Zalando	Fenix	Snitt
Nettoreultat til egenkapitalen	363 384	269 911	19 741 905	1 195 642	249 820	
Fortjeneste per aksje	2,62	1,62	13,52	4,84	27,07	
<b>Pris/Fortjeneste</b>	<b>34,50</b>	<b>24,43</b>	<b>21,35</b>	<b>57,15</b>	<b>13,85</b>	<b>30,26</b>
<b>Verdiestimat (NOK)</b>	<b>79,37</b>					

Tabell 15-3: Verdiestimat på XXL-aksjen per 19.02.16 ved bruk av gjennomsnittlig Pris/Fortjenestemultiplikator i multiplikatormodellen

Ved bruk av P/E-multiplikatoren finner vi et estimat på aksjeverdien per 19.02.16 på 79,37 kroner. Historisk ser vi at XXL har levert gode resultater også i perioder med høy vekst, og

---

det skaper forventninger om at de klarer å generere høy fortjeneste per aksje også i framtidige vekstperioder. Rentabilitetsanalysen i kapittel 10 viste at selskapet har hatt gode netto driftsmarginer. Selv om marginene er noe svekket i analyseperioden, forventer vi at selskapet vil ha muligheter for å drive lønnsomt også i framtiden.

I likhet med P/B-multiplikatoren tar heller ikke P/E-multiplikatoren hensyn til kapitalstrukturen i selskapene. Et alternativ til P/E-multiplikatoren er å beregne aksjeverdien ved bruk av EV/EBIT-multiplikatoren, der vi tar utgangspunkt i netto driftskapital og netto driftsresultat. P/E og EV/EBIT er ikke identiske, men beregner aksjeverdien på tilsvarende måte, men med forskjellige utgangspunkt.

### ***15.3.3 Oppsummering av egenkapitalmetoden***

Verdiestimatet fra P/E-multiplikatoren er en del lavere enn verdiestimatet vi fant fra P/B-multiplikatoren. Ser vi dette i sammenheng med multiplikatorenes betydning for investorene, sender dette varierende signaler. Vår tolkning er at en lavere P/B-verdi i forhold til bransjesnittet indikerer at markedet verdsetter konkurrentene høyere enn XXL i dag, mens en høy P/E-verdi tyder på at investorene har bedre tro på XXLs lønnsomhet i framtiden i forhold til konkurrentene.

Ser vi på P/B- og P/E-modellene sammen, gir de et verdiestimat på 97,88 kroner basert på medianen av tallrekken. Den store differansen mellom de to enkelttestimatene skyldes at hver multiplikator har sine svakheter. En ulempe med P/B-multiplikatoren er forskjeller som oppstår ved ulik bruk av regnskapsprinsipp i de komparative selskapene, som for eksempel ved at immaterielle eiendeler blir direkte kostnadsført i stedet for at de kapitaliseres (Kaldestad & Møller, 2011). P/E-multiplikatoren kan også bli påvirket av forskjeller i regnskapsregler, ettersom inntjeningen til et selskap påvirkes av for eksempel ulike avskrivningsregler. I tillegg påvirkes også multiplikatoren av forskjeller i kapitalstruktur ved at resultatet som multiplikatoren beregnes fra er etter finansposter. Oppsummert kan det sies at forskjellen i de to verdiestimatene skyldes ulikheter blant de komparative selskapene. Differansen mellom estimatene viser at verdiestimatet fra én multiplikator ikke bør ses på alene, men i sammenheng med en eller flere andre. Vi ser derfor også på to multiplikatorer under selskapskapitalmetoden, for å få bredere innsikt i den komparative verdivurderingen.

## 15.4 Selskapskapitalmetoden

En verdivurdering etter selskapskapitalmetoden måler markedsverdien av selskapet ved å sammenligne hvordan komparative selskap blir målt i markedet. Ved å trekke fra verdien av finansiell gjeld finner vi den virkelige verdien av egenkapitalen, og følgelig verdi per aksje. I våre beregninger velger vi å beregne virkelig verdi av netto driftskapital, for så å trekke fra netto finansiell gjeld. I tillegg trekker vi ut finansielle kontanter, ettersom disse ikke tilhører driften av selskapet. Vi har som tidligere nevnt valgt å bruke multiplikatorene EV/EBIT og EV/Salg i disse beregningene.

### 15.4.1 Selskapsverdi/drifstresultat (EV/EBIT)

EV/EBIT-multiplikatoren viser hvor mye kapital som kreves for å generere 1 krone i driftsresultat. En høy EV/EBIT betyr at det kreves mye kapital for å skape driftsresultat, og kan indikere at aksjen er overpriset. Vi beregner EV over normalisert driftsresultat for å eliminere engangsposter som kan skape svingninger i multiplikatoren. Tabell 15-4 viser hvordan EV/EBIT beregnes for XXL og de komparative selskapene.

	Entreprise Value/EBIT per 19.02.16	XXL	Europris	H&M	Zalando	Fenix	Snitt
	Markedsverdi egenkapital	12 535 347	6 595 271	421 402 674	68 328 462	3 460 698	
+	Netto finansiell gjeld	1 819 835	2 088 513	45 441 227	-8 444 794	639 253	
-	Kontanter, 10 %, 20 %	69 600	402 407	11 073 804	939 007	502 294	
=	Entreprise Value	14 285 582	8 281 377	455 770 098	58 944 661	3 597 657	
/	Driftsresultat (EBIT)	778 677	648 595	31 614 463	1 038 418	402 968	
=	<b>Entreprise Value/EBIT</b>	<b>18,35</b>	<b>12,77</b>	<b>14,42</b>	<b>56,76</b>	<b>8,93</b>	<b>22,24</b>
	Entreprise Value XXL	17 321 272					
-	Netto finansiell gjeld	1 819 835					
=	Egenkapitalverdi	15 501 437					
/	Antall aksjer (i tusen)	138 512					
=	<b>Verdiestimat</b>	<b>111,91</b>					

Tabell 15-4: Verdiestimat på XXL-aksjen per 19.02.16 ved bruk av gjennomsnittlig Entreprise Value/EBIT-multiplikator i multiplikatormodellen

Beregningene ovenfor viser at XXL har en EV/EBIT som er lavere enn bransjesnittet. Det betyr at XXL klarer å utnytte den investerte netto driftskapitalen bedre enn de komparative selskapene. Dette kan som nevnt indikere at aksjen er underpriset. Ved bruk av denne multiplikatoren finner vi et estimat på aksjeverdien per 19.02.16 på 111,91 kroner. Dette er høyere enn verdiestimatet fra P/E-multiplikatoren, og tyder på at kapitalstrukturen har en positiv effekt for aksjeverdien til XXL. Sammenligner vi Zalandos multiplikatorverdi mellom P/E og EV/EBIT, ser vi at de er tilnærmet like. Dette kommer av at de har lite gjeld

og dermed negativ netto finansiell gjeld. Skillet mellom P/E og EV/EBIT ligger dermed i selskapenes kapitalstruktur.

### 15.4.2 Selskapsverdi/salgsinntekter (EV/Revenues)

EV/Salgsinntekter er en inntektsmultiplikator som måler verdien av selskapet i forhold til de inntektene som blir generert (Damodaran, 2012, s. 542). I beregningen av multiplikatoren viser tabell 15-5 at XXL trenger 2,20 kroner kapital for å generere 1 krone i salgsinntekter. Beregningene viser at XXL har en høyere EV/Salgsinntekter-multiplikator enn snittet av de komparative selskapene.

	Entreprise Value/Salg per 19.02.16	XXL	Europris	H&M	Zalando	Fenix	Snitt
	Markedsverdi egenkapital	12 535 347	6 595 271	421 402 674	68 328 462	3 460 698	
+	Netto finansiell gjeld	1 819 835	2 088 513	45 441 227	-8 444 794	639 253	
-	Kontanter (80/90%)	69 600	402 407	11 073 804	939 007	502 294	
=	Entreprise Value	14 285 582	8 281 377	455 770 098	58 944 661	3 597 657	
/	Driftsinntekter	6 490 200	4 630 171	171 871 519	28 554 194	4 423 793	
=	<b>Entreprise Value/Salg</b>	<b>2,20</b>	<b>1,79</b>	<b>2,65</b>	<b>2,06</b>	<b>0,81</b>	<b>1,90</b>
	Entreprise Value XXL	12 356 089					
-	Netto finansiell gjeld	1 819 835					
=	Egenkapitalverdi	10 536 254					
/	Antall aksjer (i tusen)	138 512					
=	<b>Verdiestimat</b>	<b>76,07</b>					

Tabell 15-5: Verdiestimat på XXL-aksjen per 19.02.16 ved bruk av gjennomsnittlig Entreprise Value/Salg-multiplikator i multiplikatormodellen

Ved bruk av denne multiplikatoren finner vi et estimat på aksjeverdien per 19.02.2016 på 76,07 kroner. Estimater tyder på at XXL er overvurdert på børsen, men den relativt høye multiplikatoren viser at investorene har større tro på selskapet i framtiden enn det de har på konkurrentene. Markedet velger derfor å prise XXL høyere enn den komparative bransjen. Selskapet har hatt høy driftsinntektsvekst spesielt de siste fem årene, og det er ventet at denne veksten vil fortsette å holde seg på et høyt nivå i mange år framover. Den framtidige veksten er basert på den tidligere nevnte ekspansjonen i nye og eksisterende markeder, samt forholdene i sportsbransjen som legger til rette for framtidig vekst.

### 15.4.3 Oppsummering av selskapskapitalmetoden

I likhet med egenkapitalmetoden, har de to modellene fra selskapskapitalmetoden gitt to vidt forskjellige estimater. På grunn av ulemper ved begge modellene, må multiplikatorene også her vurderes sammen. EV/EBIT tar ikke hensyn til forskjeller i risiko, framtidig kapitalbehov og ulik regnskapspraksis, mens EV/Salg fungerer best mellom selskap som har

samme produktsammensetning og fortjeneste per produkt (Kaldestad & Møller, 2011). Også her skyldes avviket mellom verdiestimatene forskjeller mellom de komparative selskapene. Ved å finne medianen til estimatene under selskapskapitalmetoden, får vi et verdiestimat på 93,99 kroner.

## 15.5 Oppsummering av komparativ verdivurdering

For å finne ett verdiestimat i den komparative verdivurderingen, beregner vi som nevnt medianen til estimatene fra de fire modellene ovenfor. Dette gir et estimat på XXL-aksjen på 95,64 kroner, slik tabell 15-6 viser. Sammenligner vi dette med børskursen per 19.02.16 på 90,50 kroner, indikerer det at markedet undervurderer verdien av XXL, sammenlignet med hvordan de vurderer verdien på de komparative selskapene. Dette indikerer at markedet trolig forventer at effekten av framtidig vekst kommer til å være mindre for XXL enn for de komparative selskapene. Samtidig viser forskjellen mellom verdiestimatet og børskursen at markedet ser ut til å prise de komparative selskapene noe ulikt. Forskjellen mellom verdiestimatet fra P/E og EV/EBIT, tyder på at kapitalstrukturen til XXL forbindes med lavere risiko enn konkurrentenes kapitalstruktur. Dette så vi også i finansieringsmatrisene i kapittel 8.2.3, der XXLs eiendeler i stor grad er finansiert med langsiktig kapital.

Multiplikator	Vårt verdiestimat
P/B justert	116,39
P/E	79,37
EV/EBIT	111,91
EV/Salgsinntekter	76,07
<b>Median</b>	<b>95,64</b>

Tabell 15-6: Vår estimerte verdi på XXL-aksjen i NOK fra komparativ verdivurdering. Verdiestimatet er beregnet som medianen av de komparative verdiene funnet i dette kapittelet

Vi har som kjent gjort et fritt utvalg av varehandelsselskap, og har derfor ikke en garanti for at de utvalgte selskapene representerer «gjennomsnittsselskapene» i bransjen. Det betyr at de estimerte multiplikatorene i realiteten kan være både høyere og lavere enn det vi har beregnet, hvis utvalget hadde vært et annet. Ettersom valg av bransje og komparative selskap er vesentlig for å få et rimelig sammenligningsgrunnlag, har vi i tillegg valgt å estimere XXLs aksjeverdi basert på Damodarans bransjemultiplikatorer. Den endelige aksjeverdien beregnes som et ujustert gjennomsnitt av de fire verdiestimatene, ettersom Damodaran her har beregnet den komparative multiplikatoren basert på et større utvalg selskap (Damodaran, 2016a). XXL, H&M og Fenix inngår i bransjen «Retail (Special lines)», mens Europris er klassifisert som «Retail (General)» og Zalando er klassifisert som «Retail (Online)». I



sammenligningen med Damodaran bruker vi bransjesnittet fra «Retail (Special lines)» i Europa, ettersom tre av våre fem selskap, inkludert XXL, klassifiseres i denne bransjen.

Multiplikator	Damodarans bransjemultiplikator	Verdiestimat NOK
Pris/Bok	4,96	121,89
Pris/Earnings	25,35	66,50
Entreprise Value/EBIT	21,27	106,46
Entreprise Value/Salgsinntekter	2,12	86,42
<b>Gjennomsnitt</b>		<b>95,31</b>

Tabell 15-7: Estimert gjennomsnittlig verdiestimat på XXL-aksjen i NOK basert på Damodarans bransjemultiplikatorer

Tabell 15-7 viser at forskjellen mellom våre og Damodarans komparative bransjemultiplikatorer gir utslag på estimatet av aksjeverdien til XXL. Vi har tatt utgangspunkt i omgrupperte og justerte regnskapstall i vår beregning av multiplikatorene, samtidig som at vi kun har sett på normaliserte resultater for å få multiplikatorer som ikke blir forstyrret av unormale hendelser. Det er ingen forhold som tilsier at Damodaran har gjort de samme justeringene som oss, noe som kan skape forskjeller i multiplikatorverdiene. Likevel er det en marginal differanse mellom vårt verdiestimat og det gjennomsnittlige estimatet basert på Damodarans bransje. Dette kan tyde på at vårt utvalg av selskap representerer de «gjennomsnittlige» selskapene i varehandelsbransjen.

Den komparative verddivurderingen er som nevnt en supplerende verdsettelsesmetode til den fundamentale verddivurderingen. En vurdering av verdiestimatene fra disse to metodene, samt hva vi anser som det endelige estimatet på XXL-aksjen, kommer vi tilbake til i konklusjonen i neste kapittel.

## **16. KONKLUSJON OG HANDLINGSSTRATEGI**

Problemstillingen som ble presentert i kapittel 1.2 er som følger: «Hva er verdien av én XXL-aksje per 19.02.16?». Basert på de underliggende økonomiske forholdene i XXL, har vi gjennomført en fundamental verdivurdering og kommet fram til et verdiestimat på 98,67 kroner per aksje per 19.02.16. I forhold til børskursen på 90,50 kroner, indikerer vårt estimat at markedet undervurderer XXL. Vi har forutsett selskapets økonomiske utvikling de neste 12 årene, samt hvordan deres konstante vekst etter denne 12-årsperioden kommer til å se ut. Våre forutsetninger er basert på en strategisk analyse og en regnskapsanalyse, som har gitt oss kunnskap om XXL og sportsbransjen. Den historiske informasjonen og indikasjoner på framtidsutsiktene er utgangspunktet for våre skjønsmessige og kvantitative vurderinger, som videre har ført til utarbeidelsen av framtidsregnskapet til XXL. Ettersom verdsettelsen er basert på en stor grad av skjønsmessige vurderinger, er det knyttet stor usikkerhet til verdiestimatet. Vi har ikke justert estimatet på bakgrunn av dette, men vi ønsker å gjøre leser oppmerksom på den underliggende usikkerheten.

For å sammenligne prisingen av XXL med andre børsnoterte selskap, gjennomførte vi til slutt en komparativ verdivurdering. Basert på hvordan fire andre varehandelsselskap er verdsatt i markedet, beregnet vi et verdiestimat på XXL-aksjen på 95,64 kroner. I forhold til børskursen samme dag på 90,50 kroner, indikerer også dette at markedet undervurderer XXL. Grunnlaget for den komparative verdivurderingen er ikke like omfattende som den fundamentale verdivurderingen, og heller ikke basert på like mange skjønsmessige vurderinger. Den tar likevel utgangspunkt i den samme strategiske analysen og regnskapsanalysen som det den fundamentale verdivurderingen gjør. Den største usikkerheten i den komparative verdivurderingen ligger i hvilke selskap vi sammenligner XXL med, samt hvilke multiplikatorer som blir brukt.

### **16.1 Endelig verdiestimat**

Den komparative verdivurderingen har vært et supplement til den fundamentale verdivurderingen, og skulle bidra til å rimelighetsvurdere det første verdiestimatet. De to verdivurderingsmodellene ga en differanse på 3,03 kroner, og vi kan dermed si at den supplerende verdsettelsen rimeliggjør verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen. Vårt endelige estimat på XXL-aksjen per 19.02.16 er dermed 98,67 kroner. Dette er vårt

beste estimat på XXL-aksjen, basert på den offentlige informasjonen vi har hatt tilgjengelig og vårt beste skjønn.

## 16.2 Handlingsstrategi

Til tross for usikkerheten i vårt verdiestimat, velger vi å sammenligne estimatet med børskursen per 19.02.16 på 90,50 kroner og foreslå en handlingsstrategi. På grunn av usikkerheten i verdiestimatet, velger vi en handlingsstrategi basert på en grense på  $\pm 20\%$  av vårt fundamentale verdiestimat. Vi får da et intervall som forteller når vi bør anbefale å kjøpe, holde eller selge XXL-aksjen som vist i tabell 16-1. Ettersom børskursen per 19.02.16 ligger mellom 78,94 og 118,40 kroner, anbefaler vi hold av XXL-aksjen.

Anbefaling	Kjøp	Hold	Selg
Børskurs	< 78,94	78,94 - 118,40	> 118,40

Tabell 16-1: Handlingsstrategi for XXL-aksjen basert på en grense på  $\pm 20\%$  av vårt fundamentale verdiestimat i NOK

## 16.3 Hendelser etter verdsettelsesdagen

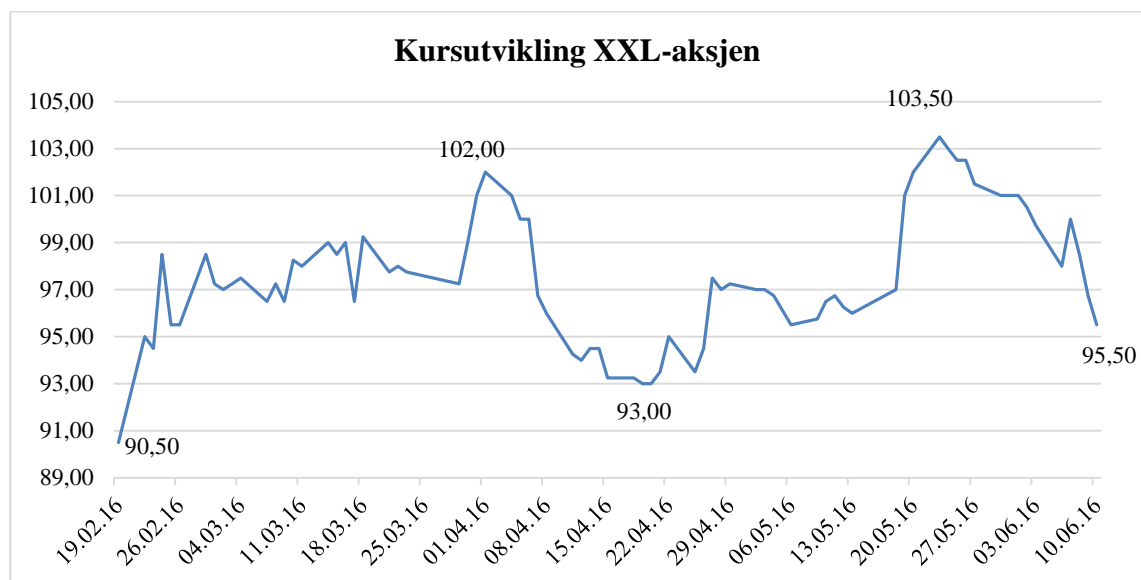
Denne verdsettelsen bygger som nevnt på informasjon som ble offentliggjort fram til verdsettelsesdagen 19.02.16. Etter dette har det kommet informasjon som kunne hatt påvirkning på verdsettelsen, og som har hatt påvirkning på børskursen til XXL.

I slutten av april offentliggjorde selskapet både den reviderte årsrapporten for 2015 og 1. kvartalsrapporten for 2016. Årsrapporten viste ikke signifikante endringer i regnskapstallene, med unntak av en skatteøkning på 38 millioner kroner (XXL ASA, 2016b). Denne skatten skyldes et forlik med Skatt Øst etter at XXL har krevd fradrag for renter som ikke ble godkjent av skattemyndighetene (Dagens Næringsliv, 2015a). Vi ville behandlet denne posten som en unormal post i omgrupperingen av regnskapet, og den ville derfor ikke hatt påvirkning på den verdivurderingen som er gjennomført. 1. kvartalsrapporten for 2016 viser positive resultater, med en inntektsvekst på cirka 23 % i forhold til samme periode året før (XXL ASA, 2016g). Hittil i år har XXL ikke åpnet noen nye varehus, men de har signert ytterligere én ny leieavtale og har fremdeles planer om å åpne totalt 10 til 12 nye butikker i løpet av året.

Den største nyheten som har kommet etter verdsettelsesdagen, er at Øivind Tidemanden kjøper opp alle aksjene til sin bror Tore i holdingselskapet Dolphin Kapitalforvaltning AS. Det medfører at en nøkkelperson for XXL forsvinner, og at Øivind alene blir den største

enkelstående eier av XXL gjennom holdingselskapet. Denne nyheten ville ikke hatt påvirkning på vår verdivurdering ettersom Dolphins eierandel ikke er større enn 24,72 %. Informasjonen hadde imidlertid stor påvirkning på børskursen da nyheten ble offentliggjort.

Etter verdsettelsesdagen har aksjeverdien til XXL økt med ca. 5,5 % fram til 10. juni, med svingninger mellom 90,50 og 103,50 kroner, som illustrert i figur 16-1.



Figur 16-1: Kursutvikling på XXL-aksjen mellom verdsettelsesdagen 19.02.16 og 10.06.16 (Oslo Børs, 2016b)

Kursen var på sitt høyeste etter at nyheten om oppkjøpet ble kjent. Kursen per 10.06.16 endte på 95,50 kroner, noe som er lavere enn vårt fundamentale verdiestimat på 98,67 kroner. Vår hold-anbefaling har vært rimelig til nå, men utviklingen kan tyde på at en kjøps-anbefaling også kunne vært holdbar ettersom kursen fortsetter å stige.

## REFERANSELISTE

### Bøker

- Dahl, G. A., Hansen, T., Hoff, R., & Kinserdal, A. (1997). *Verdsettelse i Teori og Praksis* (1. utg.). Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3. utg.). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2015). *Applied corporate finance* (4 ed.). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Gripsrud, G., Olsson, U. H., & Silkonset, R. (2010). *Metode og dataanalyse - Beslutningsstøtte for bedrifter ved bruk av JMP* (2. utg.). Kristiansand: Høyskoleforlaget.
- Johannessen, A., Chrstoffersen, L., & Tufte, P. A. (2011). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag* (3. utg.). Oslo: Abstrakt Forlag AS.
- Johnson, G., Whittington, R., & Scholes, K. (2012). *Fundamentals of strategy* (2. utg.). Essex: Pearson.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2011). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (1. utg.). Oslo: DnR Kompetanse AS.
- Løwendahl, B. R., & Wenstøp, F. E. (2010). *Grunnbok i strategi* (3. utg.). Oslo: Cappelen Akademisk.
- Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2013). *Business Analysis and Valuation* (3. utg.). Andover: Cengage Learning EMEA.
- Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5. utg.). New York: McGraw Hill.

### Avisartikler

- Aftenposten. (11. oktober 2015). *Aftenposten.no: Fedmeforsker: - Antallet med diabetes vil øke drastisk.* (S. Dyregrov, forfatter) Hentet 14. februar 2016 fra Aftenposten: [http://www.aftenposten.no/100Sport/sprek/Fedmeforsker--Antallet-med-diabetes-vil-øke-drastisk-613351\\_1.snd](http://www.aftenposten.no/100Sport/sprek/Fedmeforsker--Antallet-med-diabetes-vil-øke-drastisk-613351_1.snd)
- Dagbladet. (17. desember 2015). *Dagbladet: -Ikke flertall for vår modell for søndagsåpne butikker.* (K. Karlsen, forfatter) Hentet 9. februar 2016 fra Dagbladet: <http://www.dagbladet.no/2015/12/17/nyheter/innenriks/politikk/samfunn/regjeringen/42431085/>
- Dagens Næringsliv. (11. juni 2015a). *Dagens Næringsliv: Foreslår 30 prosent straffeskatt for XXL.* Hentet 7. juni 2016, fra Dagens Næringsliv: <http://www.dn.no/nyheter/finans/2015/06/11/1354/XXL/foeslr-30-prosent-straffeskatt-til-xxl>
- Dagens Næringsliv. (2. desember 2015b). *Dagens Næringsliv: Sportskjempe utsetter i Norge.* (M. K. Kleppe, forfatter) Hentet 2. februar 2016 fra Dagens Næringsliv: <http://www.dn.no/DNtv/aktiv/2015/12/02/1438/Decathlon/sportskjempe-utsetter-i-norge>

- Dagens Næringsliv. (15. april 2016a). *Dagens Næringsliv: Børs & Marked - XXL*. Hentet 15. april 2016 fra Dagens Næringsliv: <http://www.dn.no/finans/#/detaljer/XXL.OSE>
- Dagens Næringsliv. (19. februar 2016b). *Dagens Næringsliv: XXL vokser videre*. (F. C. Ekeseth, Redaktør) Hentet 19. februar 2016 fra Dagens Næringsliv: <http://www.dn.no/nyheter/finans/2016/02/19/0711/Detaljhandel/xxl-vokser-videre>
- Dagens Næringsliv. (15. februar 2016c). *Dagens Næringsliv: XXL vil satse på milliardmarked*. (M. K. Kleppe, forfatter) Hentet 16. februar 2016 fra Dagens Næringsliv: <http://www.dn.no/nyheter/2016/02/15/1606/Handel/xxl-vil-satse-p-milliardmarked>
- E24! (3. oktober 2014). *E24!: Du må ikke være for glad i pengene dine*. (J. Nissen-Meyer, forfatter) Hentet 28. januar 2016 fra E24: <http://e24.no/naeringsliv/xxl/xxl-gr-nderen-til-e24-du-maa-ikke-vaere-for-glad-i-pengene-dine/23307678>
- E24! (13. november 2015a). *E24!: Finsk økonomi dårligere enn den greske*. (J. D. Sundberg, forfatter) Hentet 10. februar 2016 fra E24!: <http://e24.no/makro-og-politikk/finsk-oekonomi-gaar-daarligere-enn-den-greske/23560621>
- E24! (28. september 2015b). *E24!: Svakeste krone på 40 år*. (J. T. Aarø, forfatter) Hentet 9. februar 2016 fra E24!: <http://e24.no/privat/penger/oljebremsen/sjefoekonom-svakeste-krone-paa-40-aar/23532830>
- E24! (23. juli 2015c). *E24!: XXL har erobret Norden – nå vil de invadere Alpene*. (C. S. Gjendem, forfatter) Hentet 3. februar 2016 fra E24!: <http://e24.no/boers-og-finans/xxl-har-erobret-norden-naa-vil-de-invadere-alpene/23493639>
- Nettavisen. (Desember 2015). *Nettavisen: Sverige går som det suser*. (S. M. Solberg, forfatter) Hentet 9. februar 2016 fra Nettavisen: <http://www.nettavisen.no/na24/sverige-gar-sa-det-suser/3423173656.html>
- Svenska Dagbladet. (6. mai 2015). *Svenska Dagbladet: Fetma på väg att explodera i Sverige*. Hentet 15. februar 2016 fra Svenska Dagbladet: <http://www.svd.se/fetma-pa-vag-att-explodera-i-sverige>

## Rapporter

- Bring. (2015). *E-handelsrapporten 2015*. Oslo: Posten Norge AS. Hentet 15. februar 2016 fra <http://bit.ly/Bring-e-handel-2015>
- DNB Markets. (2014). *XXL ASA - Prospectus*. Oslo: DNB Markets. Hentet 12. januar 2016 fra <https://www.dnb.no/portalfont/nedlast/no/markets/emisjoner/2014/140923-xxl-prospectus.pdf>
- European Commission. (2014). *Sport and Physical Activity*. European Commission. Hentet 14. februar 2016 fra [http://ec.europa.eu/health/nutrition\\_physical\\_activity/docs/ebs\\_412\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/health/nutrition_physical_activity/docs/ebs_412_en.pdf)
- Opinion. (27. november 2015). *Opinion: Forbrukertillitsindeksen 2015*. Hentet 10. februar 2016 fra Opinion: <http://opinion.no/wp-content/uploads/2015/11/Forbrukertillitsindeksen-27.-november-2015.pdf>
- PostNord. (2015a). *E-commerce in Europe 2015*. Stockholm: PostNord. Hentet 15. februar 2016 fra <http://www.postnord.no/nb/om-postnord/nyheter-og-presse/Documents/E-commerce%20in%20Europe%202015.pdf>

- PostNord. (2015b). *E-handelen i Norden 2015*. Stockholm: PostNord. Hentet 15. februar 2016 fra [http://www.postnord.no/nb/om-postnord/nyheter-og-presse/Documents/E-handelen\\_i\\_Norden\\_2015.pdf](http://www.postnord.no/nb/om-postnord/nyheter-og-presse/Documents/E-handelen_i_Norden_2015.pdf)
- PwC. (2015). *Risikopremien i det norske markedet 2015*. Norsk Finansanalytikerers Forening. Hentet 30. mars 2016 fra <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/rapport/risikopremie-2015.pdf>
- Sportsbransjen AS. (2015). *Bransjeoppdatering 2014*. Oslo: Sportsbransjen AS. Hentet 15. januar 2016 fra Sportsbransjen AS: <http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/72/pdf/Sportbransjen-2014-oppsummert.pdf>
- Sportsbransjen AS. (2016). *Bransjeoppdatering 2015*. Oslo: Sportsbransjen AS. Hentet 28. april 2016 fra <http://www.sportsbransjen.no/uploads/magazines/76/pdf/Sportbransjen%202015%20oppsummert%20.pdf>
- XXL ASA. (2015). *XXL ASA Annual report 2014*. Oslo: XXL ASA. Hentet 12. januar 2016 fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/XXL-ASA-Annual-report-2014.pdf>
- XXL ASA. (2016b). *XXL ASA Annual Report 2015*. Oslo: XXL ASA. Hentet 28. april 2016 fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2016/04/XXL-ASA-Annual-Report-2015.pdf>
- XXL ASA. (2016c). *XXL ASA Interim Report Q4 2015*. Oslo: XXL ASA. Hentet 19. februar 2016 fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2016/02/XXL-Interim-report-Q415.pdf>
- XXL ASA. (2016g). *XXL ASA Interim report Q1 2016*. Oslo: XXL ASA. Hentet 7. juni 2016, fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2016/04/XXL-ASA-Interim-report-Q116.pdf>

## Tidsskriftartikler

- Dahl, G. A. (2004). Mulige fallgruver ved bruk av konsernregnskap ved verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans*, 2-2004, ss. 79-86. Hentet 2. februar 2016 fra [https://www.idunn.no/file/pdf/33226834/mulige\\_fallgruver\\_ved\\_bruk\\_av\\_konsernregnskap\\_ved\\_verdsettelse.pdf](https://www.idunn.no/file/pdf/33226834/mulige_fallgruver_ved_bruk_av_konsernregnskap_ved_verdsettelse.pdf)
- Dahl, G. A. (2011). Oversikt over ulike verdsettelsesmodeller. *Praktisk økonomi og finans*, 2-2011, ss. 3-14. Hentet 2. februar 2016 fra <https://www.idunn.no/file/pdf/49362315/art03.pdf>
- Dyrnes, S. (2004). Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer. *Praktisk økonomi og finans*, 1-2004, ss. 43-52. Hentet 3. februar 2016 fra [https://www.idunn.no/file/pdf/33226769/verdsettelse\\_med\\_bruk\\_av\\_multiplikatorer.pdf](https://www.idunn.no/file/pdf/33226769/verdsettelse_med_bruk_av_multiplikatorer.pdf)
- Dyrnes, S. (2011). RIV-B og RIV-E - bedre verdsettelsesmodeller. *Praktisk økonomi og finans*, 2-2011, pp. 41-56. Hentet 3. februar 2016 fra <https://www.idunn.no/file/pdf/49362347/art10.pdf>

- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans, 2-2007*, ss. 3-17. Hentet 17. februar 2016 fra [https://www.idunn.no/file/pdf/33227485/regnskapsanalyse\\_omgruppering\\_av\\_regnskapet\\_for\\_eierkontroll\\_og\\_verdsettels.pdf](https://www.idunn.no/file/pdf/33227485/regnskapsanalyse_omgruppering_av_regnskapet_for_eierkontroll_og_verdsettels.pdf)
- Gjesdal, F. (2012). Valg av verdsettelsesmodell. *Magma, 22-23*. Hentet 2. februar 2016 fra <https://www.magma.no/valg-av-verdsettelsesmodell>
- Norli, Ø. (2011). Praktisk bruk av kapitalverdimodellen. *Praktisk økonomi og finans, 2-2011*, ss. 15-21. Hentet 12. mai 2016 fra <https://www.idunn.no/file/pdf/49362335/art07.pdf>

## Elektroniske kilder

- Central Bank News. (11. mai 2016). *Central Bank News: Inflation Targets*. Hentet 11. mai 2016 fra Central Bank News: <http://www.centralbanknews.info/p/inflation-targets.html>
- Damodaran, A. (5. januar 2016a). *Damodaran Online: Data Current*. Hentet 26. april 2016 fra Damodaran Online: [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html#multiples](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html#multiples)
- Damodaran, A. (5. januar 2016b). *Damodaran Online: Beta measures*. Hentet 3. mai 2016 fra Damodaran Online: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaGlobal.xls>
- IFRS Foundation. (1. januar 2012). *IFRS: IAS 1*. Hentet 22. februar 2016 fra IFRS: <http://www.ifrs.org/Documents/IAS1.pdf>
- International Monetary Fund. (14. april 2016). *International Monetary Fund: IMF Data Mapper - Real GDP Growth*. Hentet 14. april 2016 fra International Monetary Fund: <http://www.imf.org/external/datamapper/index.php>
- KPMG. (8. februar 2016). *KPMG: Tax Rates Online*. Hentet 8. februar 2016 fra KPMG: <https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online.html>
- Kunnskapssenteret. (10. april 2015). *Kunnskapssenteret: SWIMA/VRIO-analyse (ressursanalyse)*. (K. Sander, forfatter) Hentet 15. januar 2016 fra Kunnskapssenteret: <http://kunnskapssenteret.com/vrio-analyse-ressursanalyse/>
- Norges Bank. (14. april 2016a). *Norges Bank: Inflasjon*. Hentet 14. april 2016 fra Norges Bank: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/>
- Norges Bank. (30. mars 2016b). *Norges Bank: Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Hentet 30. mars 2016 fra Norges Bank: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Norges Bank. (9. februar 2016c). *Norges Bank: Valutakurser*. Hentet 9. februar 2016 fra Norges Bank: <http://www.norges-bank.no/statistikk/valutakurser/>
- Norsk Helseinformatikk. (22. desember 2014). *NHI: Beregning av KMI eller ISO-KMI*. Hentet 14. februar 2016 fra NHI: <http://nhi.no/forside/skjema-og-kalkulatorer/kalkulatorer/kmi-kroppsmasseindeks-3263.html>



- 
- OECD. (November 2015a). *OECD: Finland - Economic forecast summary*. Hentet 10. februar 2016 fra OECD: <http://www.oecd.org/eco/outlook/finland-economic-forecast-summary.htm>
- OECD. (November 2015b). *OECD: Sweden - Economic forecast summary*. Hentet 10. februar 2016 fra OECD: <http://www.oecd.org/eco/outlook/sweden-economic-forecast-summary.htm>
- OECD Data. (29. april 2016). *OECD Data: Gross domestic product (GDP)*. Hentet 29. april 2016 fra OECD Data: <https://data.oecd.org/gdp/gross-domestic-product-gdp.htm#indicator-chart>
- Oslo Børs. (12. mai 2016a). *Oslo Børs: Årsstatistikk*. Hentet 12. mai 2016 fra Oslo Børs: <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/AArsstatistikk/>
- Oslo Børs. (29. januar 2016b). *Oslo Børs: Kursutvikling XXL ASA*. Hentet 29. januar 2016 fra Oslo Børs: <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/XXL.OSE/overview>
- Regjeringen. (2. desember 2014). *Regjeringen: Scheel-utvalget*. Hentet 8. februar 2016 fra Regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/NOU-2014-13/id2342691/>
- Regjeringen. (7. oktober 2015). *Regjeringen: Skattereform for omstilling og vekst*. Hentet 11. april 2016 fra Regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/skattereform-for-omstilling-og-vekst/id2457106/>
- Regnskapstall.no. (7. april 2016). *Roller og eiere av XXL ASA*. Hentet 7. april 2016 fra Regnskapstall.no: <https://www.regnskapstall.no/roller-og-eiere-av-xxl-asa-103219472S0>
- Statistisk Sentralbyrå. (18. desember 2014). *Statistisk Sentralbyrå: Idrett og friluftsliv, levekårsundersøkelsen, 2014*. Hentet 15. februar 2016 fra Statistisk Sentralbyrå: <https://www.ssb.no/fritid/>
- Statistisk sentralbyrå. (3. september 2015). *Statistisk sentralbyrå: Arbeidsledigheten mot en topp i 2016*. Hentet 10. februar 2016 fra Statistisk sentralbyrå: <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/arbeidsledigheten-mot-en-topp-i-2016>
- Statistisk Sentralbyrå. (8. april 2016). *Statistisk Sentralbyrå: Årlig nasjonalregnskap*. Hentet 8. april 2016 fra Statistisk Sentralbyrå: <https://www.ssb.no/statistikkbanken/SelectVarVal/Define.asp?subjectcode=al&ProductId=al&MainTable=NRArslonnSnitt&SubTable=1&PLanguage=0&nvl=True&Qid=0&gruppe1=Hele&VS1=&mt=0&KortNavnWeb=nr&CMSSubjectArea=nasjonalregnskap-og-konjunkturer&StatVariant=&check>
- Tolldirektoratet. (1. januar 2015). *Toll: Netthandel*. Hentet 4. mai 2016 fra Toll: <http://www.toll.no/no/netthandel/>
- Trading Economics. (10. februar 2016). *Trading Economics: Consumer Confidence*. Hentet 10. februar 2016 fra Trading Economics: <http://www.tradingeconomics.com/country-list/consumer-confidence>
- Tulli. (18. desember 2015). *Tulli: Tullklarering av importvaror*. Hentet 16. februar 2016 fra Tulli: <http://www.tulli.fi/sv/privatpersoner/tullklarering/index.jsp>

- Tullverket. (16. februar 2016). *Tullverket: Internethandel - Beställa varor från ett annat land*. Hentet 16. februar 2016 fra Tullverket: <http://www.tullverket.se/innehallao/i/internethandel/internethandelbestallavarorfranettannatland.4.3a7ecf261459ea29e006dc.html>
- World Health Organization. (14. februar 2016). *World Health Organization: Mean Body Mass Index trends*. Hentet 14. februar 2016 fra World Health Organization: [http://gamapserver.who.int/gho/interactive\\_charts/ncd/risk\\_factors/bmi/atlas.html](http://gamapserver.who.int/gho/interactive_charts/ncd/risk_factors/bmi/atlas.html)
- XXL ASA. (3. februar 2016a). *XXL ASA: Board of directors*. Hentet 3. februar 2016 fra XXL ASA: <http://www.xxlasa.com/corporate/corporate-governance/board-of-directors/>
- XXL ASA. (15. januar 2016d). *XXL ASA: History*. Hentet 15. januar 2016 fra XXL ASA: <http://www.xxlasa.com/corporate/history/>
- XXL ASA. (3. februar 2016e). *XXL ASA: Management*. Hentet 3. februar 2016 fra XXL ASA: <http://www.xxlasa.com/management-2/>
- XXL ASA. (19. februar 2016f). *XXL ASA: XXL ASA - Fourth quarter and full year 2015 results*. Hentet 28. februar 2016 fra XXL ASA: [http://www.xxlasa.com/investor/download-center/release/?release\\_id=293F339C7028EBC6](http://www.xxlasa.com/investor/download-center/release/?release_id=293F339C7028EBC6)
- XXL Finland. (3. februar 2016). *XXL Finland: Garantier*. Hentet 3. februar 2016 fra XXL Finland: <https://www.xxl.fi/Asiakaslupaukset>
- XXL Norge. (15. januar 2016a). *XXL Norge: Dette er XXL*. Hentet 15. januar 2016 fra XXL Norge: <https://www.xxl.no/dette-er-XXL>
- XXL Norge. (3. februar 2016b). *XXL Norge: Garantier*. Hentet 3. februar 2016 fra XXL Norge: <https://www.xxl.no/XXL-garantier>
- XXL Sverige. (3. februar 2016). *XXL Sverige: Garantier*. Hentet 3. februar 2016 fra XXL Sverige: <https://www.xxl.se/garantier>

## Forelesningsmateriale

- Knivsflå, K. H. (2016). *MRR413A - Rekneskapsanalyse og verdivurdering*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

# Vedlegg 1

Resultat fra regresjonsanalyse av egenkapitalbeta til XXL

## SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,32073
R Square	0,10287
Adjusted R Square	0,10025
Standard Error	0,01818
Observations	344

Y = XXL  
X = OSEBX

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,01295	0,01295	39,21553	0,00000
Residual	342	0,11297	0,00033		
Total	343	0,12593			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,00113	0,00098	1,15437	0,24915	-0,00080	0,00306	-0,00080	0,00306
	-0,01354	0,46872	6,26223	0,00000	0,32150	0,61595	0,32150	0,61595



## Vedlegg 2

Diverse tilleggsberegninger til rentabilitetsanalyse, kapittel 10

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Egenkapital IB	933 652	988 184	1 047 501	1 173 481	3 219 000	1 595 896
Δ EK	54 532	59 317	125 980	2 045 519	186 000	600 153
Nettoresultat til EK	42 571	61 918	112 369	269 388	363 384	196 340
Snitt	2	2	2	2	2	2
<b>Egenkapitalrentabilitet</b>	<b>4,53 %</b>	<b>6,27 %</b>	<b>10,66 %</b>	<b>13,07 %</b>	<b>11,61 %</b>	<b>9,92 %</b>

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Netto finanskostnad	236 370	245 573	250 158	194 738	208 851	223 220
Finansiell gjeld IB	3 180 885	3 334 633	3 474 517	3 574 942	1 865 435	3 032 325
Δ finansiell gjeld	153 748	139 884	100 425	-1 709 507	24 000	-357 247
Snitt	2	2	2	2	2	2
<b>Finansiell gjeldsrente</b>	<b>7,53 %</b>	<b>7,48 %</b>	<b>7,36 %</b>	<b>7,42 %</b>	<b>11,78 %</b>	<b>8,52 %</b>

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Finansiell gjeld IB	3 180 885	3 334 633	3 474 517	3 574 942	1 865 435	3 032 325
Δ finansiell gjeld	153 748	139 884	100 425	-1 709 507	24 000	-357 247
Netto finanskostnader	236 370	245 573	250 158	194 738	208 851	223 220
EK IB	933 652	988 184	1 047 501	1 173 481	3 219 000	1 595 896
Δ EK	54 532	59 317	125 980	2 045 519	186 000	600 153
Nettoresultat EK	42 571	61 918	112 369	269 388	363 384	196 340
Snitt	2	2	2	2	2	2
<b>Finansiell gjeldsgrad</b>	<b>3,3413</b>	<b>3,3254</b>	<b>3,2245</b>	<b>1,2723</b>	<b>0,5664</b>	<b>2,1046</b>

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Finansielt gjeldskrav	5,35 %	4,61 %	4,96 %	3,24 %	2,55 %	3,93 %
- Finansiell gjeldsrente	7,53 %	7,48 %	7,36 %	7,42 %	11,78 %	8,52 %
* Finansiell gjeldsgrad	3,3413	3,3254	3,2245	1,2723	0,5664	2,1046
= <b>FF finansiell gjeld</b>	<b>-7,29 %</b>	<b>-9,55 %</b>	<b>-7,74 %</b>	<b>-5,33 %</b>	<b>-5,23 %</b>	<b>-6,71 %</b>

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Netto finansinntekt	763	3 493	1 825	4 672	9 344	4 507
Finansielle eiendeler IB	93 894	108 212	50 753	139 792	177 600	119 815
Δ finansielle eiendeler	14 318	-57 459	89 039	37 808	-108 000	-6 211
Snitt	2	2	2	2	2	2
<b>Finansiell eiendelsrentabilitet</b>	<b>0,76 %</b>	<b>4,49 %</b>	<b>1,93 %</b>	<b>2,99 %</b>	<b>7,86 %</b>	<b>3,89 %</b>

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Finansielle eiendeler IB	93 894	108 212	50 753	139 792	177 600	119 815
Δ finansielle eiendeler	14 318	-57 459	89 039	37 808	-108 000	-6 211
Netto finansinntekter	763	3 493	1 825	4 672	9 344	4 507
EK IB	933 652	988 184	1 047 501	1 173 481	3 219 000	1 595 896
Δ EK	54 532	59 317	125 980	2 045 519	186 000	600 153
Nettoresultat EK	42 571	61 918	112 369	269 388	363 384	196 340
Snitt	2	2	2	2	2	2
<b>Finansiell eiendelsgrad</b>	<b>0,1071</b>	<b>0,0788</b>	<b>0,0895</b>	<b>0,0758</b>	<b>0,0380</b>	<b>0,0742</b>

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,76 %	4,49 %	1,93 %	2,99 %	7,86 %	3,89 %
- Finansielt eiendelskrav	2,39 %	1,79 %	1,94 %	1,84 %	1,15 %	1,76 %
* Finansiell eiendelsgrad	0,1071	0,0788	0,0895	0,0758	0,0380	7,42 %
<b>FF finansielle eiendeler</b>	<b>-0,17 %</b>	<b>0,21 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>0,09 %</b>	<b>0,25 %</b>	<b>0,09 %</b>

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Netto finanskostnader	236 370	245 573	250 158	194 738	208 851	223 220
Netto finansinntekter	763	3 493	1 825	4 672	9 344	4 507
Netto finansiell gjeld IB	3 086 991	3 226 421	3 423 764	3 435 150	1 687 835	2 912 511
Δ netto finansiell gjeld	139 430	197 343	11 386	-1 747 315	132 000	-351 036
Snitt	2	2	2	2	2	2
<b>Netto finansiell gjeldsrente</b>	<b>7,75 %</b>	<b>7,56 %</b>	<b>7,51 %</b>	<b>7,71 %</b>	<b>12,06 %</b>	<b>8,74 %</b>

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Netto finansiell gjeld IB	3 086 991	3 226 421	3 423 764	3 435 150	1 687 835	2 912 511
Δ netto finansiell gjeld	139 430	197 343	11 386	-1 747 315	132 000	-351 036
Netto finanskostnader	236 370	245 573	250 158	194 738	208 851	223 220
Netto finansinntekter	763	3 493	1 825	4 672	9 344	4 507
EK IB	933 652	988 184	1 047 501	1 173 481	3 219 000	1 595 896
Δ EK	54 532	59 317	125 980	2 045 519	186 000	600 153
Nettoreultat EK	42 571	61 918	112 369	269 388	363 384	196 340
Snitt	2	2	2	2	2	2
<b>Netto finansiell gjeldsgrad</b>	<b>3,2341</b>	<b>3,2466</b>	<b>3,1350</b>	<b>1,1964</b>	<b>0,5284</b>	<b>2,0303</b>

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Netto driftsresultat		1 418 731	1 690 360	2 273 420	3 019 172		2 209 596
Netto driftsrelaterte eiendeler	8 338 133	10 259 003	11 819 887	14 416 810	17 644 192		14 034 079
Δ Netto driftskapital		1 920 869	1 560 884	2 596 923	3 227 381		2 443 642
Snitt		2	2	2	2		2
<b>Netto driftsrentabilitet bransjen</b>		<b>16,52 %</b>	<b>16,58 %</b>	<b>18,97 %</b>	<b>20,79 %</b>		<b>18,55 %</b>

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Netto driftsresultat		278 179	303 999	360 702	459 454	562 892	415 053
Netto driftseiendeler	4 020 642	4 214 603	4 471 263	4 608 631	4 904 835	5 225 835	4 757 273
Δ netto driftskapital		193 961	256 660	137 368	296 204	321 000	249 368
Snitt		2	2	2	2	2	2
<b>Netto driftsrentabilitet XXL (justert)</b>		<b>0,0699</b>	<b>0,0725</b>	<b>0,0827</b>	<b>0,1015</b>	<b>0,1177</b>	<b>0,0927</b>

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Netto driftsresultat	278 179	303 999	360 702	459 454	562 892	415 053
/ Driftsinntekter	2 466 607	3 102 581	4 009 055	5 213 600	6 490 200	4 563 139
<b>= Netto driftsmargin XXL</b>	<b>11,28 %</b>	<b>9,80 %</b>	<b>9,00 %</b>	<b>8,81 %</b>	<b>8,67 %</b>	<b>9,33 %</b>

	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Netto driftsresultat	1 418 731	1 690 360	2 273 420	3 019 172		2 209 596
/ Driftsinntekter	25 780 064	29 595 117	36 872 865	44 261 618		35 415 381
<b>= Netto driftsmargin bransjen</b>	<b>5,50 %</b>	<b>5,71 %</b>	<b>6,17 %</b>	<b>6,82 %</b>		<b>6,24 %</b>

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Driftsinntekter		2 466 607	3 102 581	4 009 055	5 213 600	6 490 200	4 563 139
Netto driftseiendeler	4 020 642	4 214 603	4 471 263	4 608 631	4 904 835	5 225 835	4 757 273
Δ netto driftseiendeler		193 961	256 660	137 368	296 204	321 000	249 368
Netto driftsresultat		278 179	303 999	360 702	459 454	562 892	415 053
Snitt		2	2	2	2	2	2
<b>Omløp til netto driftseiendeler XXL</b>		<b>0,6200</b>	<b>0,7403</b>	<b>0,9196</b>	<b>1,1517</b>	<b>1,3567</b>	<b>1,0150</b>

Common size-resultat i prosent	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt	Bransje	Differanse
Driftsinntekter	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	0,00 %
- Varekostnader	59,32 %	60,69 %	59,85 %	59,13 %	60,21 %	59,81 %	59,46 %	0,34 %
- Lønnskostnader	14,26 %	14,50 %	15,12 %	15,33 %	15,27 %	14,99 %	10,60 %	4,39 %
- Andre driftskostnader	9,37 %	9,80 %	11,14 %	11,93 %	11,12 %	10,87 %	19,27 %	-8,41 %
- Avskrivninger	1,45 %	1,46 %	1,44 %	1,42 %	1,40 %	1,43 %	2,28 %	-0,85 %
<b>= Normalt driftsresultat før skatt</b>	<b>15,60 %</b>	<b>13,55 %</b>	<b>12,45 %</b>	<b>12,19 %</b>	<b>12,00 %</b>	<b>12,91 %</b>	<b>8,38 %</b>	<b>4,53 %</b>
- Driftsrelatert skattekostnad	4,32 %	3,76 %	3,45 %	3,38 %	3,32 %	3,58 %	2,20 %	1,38 %
<b>= Netto driftsresultat egen virksomhet</b>	<b>11,28 %</b>	<b>9,80 %</b>	<b>9,00 %</b>	<b>8,81 %</b>	<b>8,67 %</b>	<b>9,33 %</b>	<b>6,18 %</b>	<b>3,15 %</b>
+ Nettoreultat driftstilknnyttede	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,06 %	-0,06 %
<b>= Netto driftsresultat</b>	<b>11,28 %</b>	<b>9,80 %</b>	<b>9,00 %</b>	<b>8,81 %</b>	<b>8,67 %</b>	<b>9,33 %</b>	<b>6,24 %</b>	<b>3,09 %</b>

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidssnitt
Driftsinntekter		25 780 064	29 595 117	36 872 865	44 261 618		35 415 381
Netto driftseiendeler	8 338 133	10 259 003	11 819 887	14 416 810	17 644 192		14 034 079
Δ netto driftseiendeler		1 920 869	1 560 884	2 596 923	3 227 381		2 443 642
Netto driftsresultat		1 418 731	1 690 360	2 273 420	3 019 172		2 209 596
Snitt		2	2	2	2		2
<b>Omløp til netto driftseiendeler bransjen</b>		<b>3,0015</b>	<b>2,9031</b>	<b>3,0774</b>	<b>3,0481</b>		<b>3,0186</b>

	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Netto driftsresultat	1 418 731	1 690 360	2 273 420	3 019 172		2 209 596
/ Driftsinntekter	25 780 064	29 595 117	36 872 865	44 261 618		35 415 381
<b>= Netto driftsmargin bransjen</b>	<b>5,50 %</b>	<b>5,71 %</b>	<b>6,17 %</b>	<b>6,82 %</b>		<b>6,24 %</b>



	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	BBB+	BBB+	BBB+	A	A	A	A	A	A	A	A
Lang kreditrisikopremie	0,0140	0,0140	0,0140	0,0120	0,0120	0,0120	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100
- Langtilllegg	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040
= Kort kreditrisikopremie	<b>0,0100</b>	<b>0,0100</b>	<b>0,0100</b>	<b>0,0080</b>	<b>0,0080</b>	<b>0,0080</b>	<b>0,0060</b>	<b>0,0060</b>	<b>0,0060</b>	<b>0,0060</b>	<b>0,0060</b>	<b>0,0060</b>	<b>0,0060</b>	<b>0,0060</b>
/ Markedspremie	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500
= <b>Fordringsbeta når mrd = 1</b>	<b>0,2000</b>	<b>0,2000</b>	<b>0,2000</b>	<b>0,1600</b>	<b>0,1600</b>	<b>0,1600</b>	<b>0,1200</b>	<b>0,1200</b>	<b>0,1200</b>	<b>0,1200</b>	<b>0,1200</b>	<b>0,1200</b>	<b>0,1200</b>	<b>0,1200</b>
* Markedrisikodel	0,0309	0,0309	0,0309	0,0309	0,0309	0,0309	0,0309	0,0309	0,0309	0,0309	0,0309	0,0309	0,0309	0,0309
= <b>Fordringsbeta</b>	<b>0,0062</b>	<b>0,0062</b>	<b>0,0062</b>	<b>0,0049</b>	<b>0,0049</b>	<b>0,0049</b>	<b>0,0037</b>	<b>0,0037</b>	<b>0,0037</b>	<b>0,0037</b>	<b>0,0037</b>	<b>0,0037</b>	<b>0,0037</b>	<b>0,0037</b>

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
<b>Kontantbeta</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
* Kontantvekt	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
+ <b>Fordringsbeta</b>	0,0062	0,0062	0,0062	0,0049	0,0049	0,0049	0,0037	0,0037	0,0037	0,0037	0,0037	0,0037	0,0037	0,0037
* Fordringsvekt	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ <b>Investeringsbeta</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>
* Investeringsvekt	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= <b>Finansiell eiendelsbeta</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
<b>Finansiell gjeldsbeta</b>	0,0086	0,0086	0,0086	0,0074	0,0074	0,0074	0,0062	0,0062	0,0062	0,0062	0,0062	0,0062	0,0062	0,0062
* Finansiell gjeldsvekt	1,0382	1,0393	1,0556	1,0526	1,0499	1,0473	1,0448	1,0460	1,0473	1,0486	1,0499	1,0513	1,0526	1,0526
- <b>Finansiell eiendelsbeta</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
* Finansiell eiendelsvekt	0,0382	0,0393	0,0556	0,0526	0,0499	0,0473	0,0448	0,0460	0,0473	0,0486	0,0499	0,0513	0,0526	0,0526
= <b>Netto finansiell gjeldsbeta</b>	<b>0,0090</b>	<b>0,0090</b>	<b>0,0091</b>	<b>0,0078</b>	<b>0,0078</b>	<b>0,0078</b>	<b>0,0064</b>	<b>0,0065</b>	<b>0,0065</b>	<b>0,0065</b>	<b>0,0065</b>	<b>0,0065</b>	<b>0,0065</b>	<b>0,0065</b>

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Netto driftsbeta	0,3223	0,3223	0,3223	0,3223	0,3223	0,3223	0,3223	0,3223	0,3223	0,3223	0,3223	0,3223	0,3223	0,3223
- Netto finansiell gjeldsbeta	0,0090	0,0090	0,0091	0,0078	0,0078	0,0078	0,0064	0,0065	0,0065	0,0065	0,0065	0,0065	0,0065	0,0065
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,3482	0,3560	0,3600	0,3705	0,3810	0,3915	0,4020	0,3983	0,3947	0,3910	0,3873	0,3837	0,3800	0,3800
/ Egenkapitalvekt	0,6518	0,6440	0,6400	0,6295	0,6190	0,6085	0,5980	0,6017	0,6053	0,6090	0,6127	0,6163	0,6200	0,6200
= <b>Egenkapitalbeta</b>	<b>0,4897</b>	<b>0,4955</b>	<b>0,4985</b>	<b>0,5074</b>	<b>0,5159</b>	<b>0,5247</b>	<b>0,5346</b>	<b>0,5314</b>	<b>0,5282</b>	<b>0,5251</b>	<b>0,5220</b>	<b>0,5189</b>	<b>0,5159</b>	<b>0,5159</b>

### Beregninger til strategisk fordel

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Egenkapital IB	3 406 000	3 657 558	4 036 431	4 442 291	4 924 146	5 496 949	6 013 048	6 597 491	7 087 984	7 452 435	7 664 231	7 705 281	7 944 899	8 143 522
Nettoresultat til EK	432 304	517 862	588 300	670 450	768 151	801 949	854 314	881 519	883 442	858 230	806 187	729 922	750 015	768 766
Egenkapitalrentabilitet	12,69 %	14,16 %	14,57 %	15,09 %	15,60 %	14,59 %	14,21 %	13,36 %	12,46 %	11,52 %	10,52 %	9,47 %	9,44 %	9,44 %
- Egenkapitalkrav	3,77 %	3,97 %	4,17 %	4,36 %	4,55 %	4,75 %	4,94 %	5,08 %	5,21 %	5,35 %	5,48 %	5,61 %	5,60 %	5,60 %
= <b>Superrentabilitet til EK</b>	<b>8,92 %</b>	<b>10,19 %</b>	<b>10,41 %</b>	<b>10,73 %</b>	<b>11,05 %</b>	<b>9,84 %</b>	<b>9,26 %</b>	<b>8,28 %</b>	<b>7,25 %</b>	<b>6,17 %</b>	<b>5,04 %</b>	<b>3,86 %</b>	<b>3,84 %</b>	<b>3,84 %</b>

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027 (T)	T+1	T+2
Netto finanskostnad	207 838	199 632	177 128	145 353	100 936	123 025	138 145	156 284	172 786	186 621	196 831	202 634	205 983	211 133
/ Finansiell gjeld IB	1 889 435	2 101 392	2 396 631	2 752 174	3 182 001	3 703 779	4 223 211	4 568 899	4 839 813	5 017 238	5 087 248	5 042 396	5 125 741	5 253 885
= <b>Finansiell gjeldsrente</b>	<b>11,00 %</b>	<b>9,50 %</b>	<b>7,39 %</b>	<b>5,28 %</b>	<b>3,17 %</b>	<b>3,32 %</b>	<b>3,27 %</b>	<b>3,42 %</b>	<b>3,57 %</b>	<b>3,72 %</b>	<b>3,87 %</b>	<b>4,02 %</b>	<b>4,02 %</b>	<b>4,02 %</b>













## Vedlegg 5

Omgruppert og justert regnskap for de komparative selskapene for 2015

<b>Resultategnskap 2015</b>	<b>Europris</b>	<b>H&amp;M</b>	<b>Zalando</b>	<b>Fenix</b>
Driftsinntekter	4 630 171	171 871 519	28 554 194	4 423 793
Driftskostnader	3 981 576	140 257 056	27 624 806	4 020 825
<b>Driftsresultat</b>	<b>648 595</b>	<b>31 614 463</b>	<b>929 388</b>	<b>402 968</b>
Driftsrelatert skattekostnad	182 171	7 506 907	-363 744	122 613
<b>Netto driftsresultat</b>	<b>466 424</b>	<b>24 107 556</b>	<b>1 293 132</b>	<b>280 356</b>
Netto finansinntekt	6 170	206 768	7 308	16 719
<b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>472 594</b>	<b>24 314 324</b>	<b>1 300 440</b>	<b>297 075</b>
Netto finanskostnad	202 683	4 572 419	41 278	47 255
Netto minoritetsresultat	0	0	0	0
<b>Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>269 911</b>	<b>19 741 905</b>	<b>1 259 162</b>	<b>249 820</b>
Unormalt netto driftsresultat	10 083	2 928 157	-91 052	-49 531
Unormalt netto finansresultat	-7 283	525 500	27 532	-4 869
Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	-62 524
<b>Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>272 711</b>	<b>23 195 562</b>	<b>1 195 642</b>	<b>257 943</b>
Netto betalt utbytte	46 284	-15 332 302	0	
<b>Endring i egenkapital</b>	<b>318 995</b>	<b>7 863 260</b>	<b>1 195 642</b>	<b>257 943</b>

<b>Balanseregnskap 2015</b>	<b>Europris</b>	<b>H&amp;M</b>	<b>Zalando</b>	<b>Fenix</b>
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3 015 448	90 197 258	3 109 356	1 181 744
Driftsrelatert arbeidskapital	596 664	10 398 259	675 446	900 753
<b>Netto driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>3 612 112</b>	<b>100 595 517</b>	<b>3 784 803</b>	<b>2 082 497</b>
Egenkapital	1 523 597	55 154 290	12 228 635	1 421 486
Minoritetsinteresser	0	0	0	21 758
Netto finansiell gjeld	2 088 513	45 441 227	-8 444 794	639 253
<b>Netto driftskapital</b>	<b>3 612 110</b>	<b>100 595 517</b>	<b>3 783 841</b>	<b>2 082 497</b>