



Handelshøyskolen BI - campus Oslo

BTH 36201

Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bacheloroppgave

Verdsettelse av XXL ASA

Navn: Øyvind Bergeland, Fredrik Bernhardsen,
Torkel Østlyngen Dalan

Utlevering: 06.01.2020 09.00

Innlevering: 03.06.2020 12.00

Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI

Verdsettelse av XXL ASA



Eksamenskode og navn:

BTH 36201 – Bacheloroppgave i økonomi og administrasjon

Utleveringsdato:

06.01.2020

Innleveringsdato:

03.06.2020

BI Oslo

"Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet, eller de konklusjoner som er trukket."

Innholdsfortegnelse

Figuroversikt.....	5
Tabelloversikt	6
Vedlegg.....	7
Forord	8
Sammendrag	9
1. Innledning	10
1.1 Formål.....	10
1.2 Problemstilling.....	10
1.3 Avgrensninger og begrensninger	10
1.4 Oppgavens oppbygging	11
2. Om selskap og bransje	11
2.1 Historien og utviklingen til XXL ASA.....	11
2.2 Butikkonsept og produktkategorier.....	13
2.3 Presentasjon av den norske sportsbransjen	13
2.4 Strukturen i sportsbransjen	15
3. Teoretisk forankring	16
3.1 Årsaker til konkurransekraft	16
3.1.1 Det ressursbaserte synet (RBV)	17
3.1.2 Strategisk posisjonering.....	17
3.2 Verdibegrepet.....	19
3.3 Kapitalverdimodellens begrensninger.....	20
3.4 Realopsjonsteori.....	22
4. Utredningsmetode	23
4.1 Forberedelse.....	23
4.1.1 Formål.....	24
4.1.2 Tilnærming.....	24
4.2 Datainnsamling	25
4.2.1. Forskningsstrategi.....	25

4.2.2. Datagrunnlaget.....	25
4.3. Dataanalyse.....	26
4.3.1. Analyseverktøy	26
4.3.2. Metodologiske kvaliteter og begrensninger.....	29
5. Finansiell metode.....	30
5.1 Verdsettelsesmetoder.....	30
5.1.1 Nåverdimetoder.....	30
5.1.2 Relativ verdsettelse	36
5.2 Totalkapitalens avkastningskrav.....	38
5.2.1 Egenkapitalens avkastningskrav	38
5.2.1.1 Estimering av risikofri rente	38
5.2.1.2 Markedets risikopremie	39
5.2.1.3 Estimering av egenkapitalbeta.....	40
5.2.1.4 Blumes justeringsmodell.....	42
5.2.1.5 Beregning av egenkapitalens avkastningskrav.....	42
5.2.2 Beregning av avkastningskravet til eiendelene.....	43
5.2.3 Beregning av total kapitalens avkastningskrav.....	44
5.3 Konsistensbetingelser	45
6. Regnskapsanalyse	46
6.1 Vurdering av regnskapskvaliteten.....	46
6.2 Reorganisering av regnskapet.....	49
6.3 Trendanalyser.....	53
6.4 Lønnsomhets- og vekstanalyser.....	55
6.5 Likviditets- og risikoanalyser	61
7. Strategiske analyser	66
7.1 Intern analyse.....	66
7.1.1 Verdikjedeanalyse.....	66
7.1.2 VRIO-analyse	69
7.2 Ekstern analyse	72

7.2.1 PESTEL	72
7.2.2 Porters fem krefter	79
7.3 SWOT	84
8. Fremtidsprognose.....	85
8.1 Fremtidsprognosens lengde	86
8.2 Inntekter.....	86
8.3 Kostnader	86
8.4 Eiendeler	87
8.5 Finansiering	87
9. Verdivurdering.....	88
9.1 Nåverdimetodene	88
9.2 Relativ verdsettelse	92
10. Usikkerhetsbetraktninger	93
10.1 Sensitivitetsanalyse	93
10.2 Scenarioanalyse	95
10.3 Monte Carlo-simulering.....	97
11. Drøfting av analyseresultatene.....	99
12. Kritikk av analysen	102
13. Konklusjon.....	103
Litteraturreferanser	104

Figuroversikt

<i>Figur 2.1: Antall varehus</i>	12
<i>Figur 2.2: De kumulative avkastningene til XXL og OSEAX</i>	12
<i>Figur 2.3: Omsetningen i den norske sportsbransjen</i>	14
<i>Figur 2.4: Sportsbransjens omsetning i 2018</i>	14
<i>Figur 3.1: Et rammeverk for konkurransefortrinn</i>	16
<i>Figur 3.2: Drivere av verdi</i>	19
<i>Figur 5.1: Gjeldsgradens effekt på avkastningskrav</i>	35
<i>Figur 5.2: Kapitalverdimodellen</i>	40
<i>Figur 5.3: Punktdiagram med avkastninger til XXL og OSEAX</i>	41
<i>Figur 6.1: Kontantenes konverteringsrate</i>	48
<i>Figur 6.2: Størrelsesanalyse av kostnadene til XXL</i>	53
<i>Figur 6.3: Indekseringsanalyse av resultatregnskapet til XXL</i>	54
<i>Figur 6.4: Indekseringsanalyse av balanseregnskapet til XXL</i>	55
<i>Figur 6.5: Utviklingen i ROIC sammenlignet med WACC</i>	57
<i>Figur 6.6: Utviklingen i ROIC for XXL og konkurrentene</i>	57
<i>Figur 6.7: Utviklingen i ROE for XXL og konkurrentene, og aksjekursen til XXL</i>	59
<i>Figur 6.8: Salgsvekst, XXL og konkurrenter</i>	60
<i>Figur 6.9: Likviditetsgrad 1 og 2, XXL og konkurrentene</i>	62
<i>Figur 6.10: Rentedeckningsgrad, XXL og konkurrenter</i>	63
<i>Figur 6.11: Egenkapitalandel, XXL og konkurrenter</i>	64
<i>Figur 7.1: Utviklingen i norsk konsum, sparing og disponibel realinntekt</i>	74
<i>Figur 7.2: Andelen av Norges befolkning som trener sammenlignet med sportsbransjens omsetning</i>	76
<i>Figur 7.3: Viktige aspekter ved bærekraft for XXL og deres interesser</i>	78
<i>Figur 8.1: Historisk og prognostisert ROIC og ROE for XXL</i>	87
<i>Figur 9.1: EV-modellen presentert ved et fossefalldiagram</i>	89
<i>Figur 9.2: RI-modellen presentert ved et fossefalldiagram</i>	90
<i>Figur 9.3: JNV-modellen presentert ved et fossefalldiagram</i>	91
<i>Figur 9.4: Den kumulative avkastningen til XXL sammenlignet med et utvalg konkurrenter</i>	92
<i>Figur 10.1: Historisk og prognostisert NOPAT og NOPAT-margin i Base case scenario</i>	95
<i>Figur 10.2 og 10.3: Historisk og prognostisert, ROIC, ROE, NOPAT og NOPAT-margin i Bear case scenario</i>	96
<i>Figur 10.4 og 10.5: Historisk og prognostisert, ROIC, ROE, NOPAT og NOPAT-margin i Bull case scenario</i>	96
<i>Figur 10.6: Histogram av simulerte aksjekurser for XXL</i>	98

Tabelloversikt

<i>Tabell 5.1: Avkastning for OSEAX og OSEBX</i>	39
<i>Tabell 5.2: Beregning av beta ved regresjon</i>	41
<i>Tabell 5.3: Avkastningskrav og beta til selskapets eiendeler</i>	43
<i>Tabell 5.4: Estimering av WACC for XXL</i>	45
<i>Tabell 6.1: Oppsummering av viktige historiske nøkkeltall</i>	46
<i>Tabell 6.2: Vurdering av regnskapskvaliteten til XXL</i>	49
<i>Tabell 6.3: Resultatregnskapet til XXL</i>	50
<i>Tabell 6.4: Balanseregnskapet til XXL</i>	51
<i>Tabell 6.6: Dekomponering av ROIC</i>	56
<i>Tabell 6.7: Vekstanalyse XXL</i>	60
<i>Tabell 6.8: Z-score for XXL, Gresvig og Sport1</i>	65
<i>Tabell 7.1: Sammenligning av verdikjeden til XXL, Gresvig og Sport1</i>	68
<i>Tabell 7.2: Oppsummering av VRIO-analysen</i>	69
<i>Tabell 7.3: Oppsummering av SWOT-analyse</i>	84
<i>Tabell 8.1: Prognostisert kontantstrøm</i>	85
<i>Tabell 9.1: Resultater fra nåverdimetodene</i>	91
<i>Tabell 9.2: Relativ verdsettelse av XXL</i>	92
<i>Tabell 10.1: Sensitivitetsanalyse av estimert aksjekurs</i>	93
<i>Tabell 10.2: Sensitivitetsanalyse av egenkapitalens avkastningskrav</i>	94
<i>Tabell 10.3: Sensitivitetsanalyse av beta og markedsavkastning</i>	94
<i>Tabell 10.4: Oppsummering av scenarioanalysen</i>	97
<i>Tabell 10.5 og 10.6: Resultater fra Monte Carlo-simulering</i>	98

Vedlegg

Vedlegg 1	Litteratormatrise
Vedlegg 2	Fremdriftsplan
Vedlegg 3	Historisk selskapsdata
Vedlegg 4	Kode fra R Studio
Vedlegg 5	Regresjoner
Vedlegg 6	Fremtidsprognose
Vedlegg 7	Verdivurdering
Vedlegg 8	Scenarioanalyse
Vedlegg 9	Monte Carlo-simulering

Forord

Denne oppgaven er den avsluttende delen av bachelorstudiet i økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen BI, Oslo.

Vi ønsket å foreta en verdsettelsesanalyse av et selskap for å kunne anvende sentral teori vi har tilegnet oss gjennom tre år på skolen. En slik praktisk tilnærming danner i tillegg et godt grunnlag for arbeidslivet og er svært relevant for videre karriere.

Vi vil rette en stor takk til vår veileder, Tor Tangenes, for gode råd og tilbakemeldinger gjennom hele prosessen. I tillegg ønsker vi å takke Ignacio Garcia de Olalla Lopez som har gitt oss gode tilbakemeldinger og råd angående behandling og analysering av regnskapstall. Vi setter stor pris på og vil gjerne takke alle som har bidratt med konstruktive tilbakemeldinger på oppgavens form og innhold.

Sammendrag

I denne oppgaven er det blitt gjennomført en verddivurdering av XXL ASA (heretter kalt XXL i oppgaven). Vår problemstilling har vært å vurdere den fundamentale verdien til selskapet, og gi vår anbefaling om en fiktiv investor burde kjøpe, selge eller beholde aksjene til XXL.

Selskapsdata benyttet i oppgaven har blitt analysert og presentert ved hjelp av verktøy som Excel og R Studio. Verdikjedeanalyse, VRIO-analyse, PESTEL-analyse og Porters fem krefter har blitt utført for å vurdere konkurransekraften til XXL. Analysene våre viser en negativ utvikling i sportsbransjen og for XXL, samtidig som selskapet presterer bedre enn konkurrentene og har muligheter for å skape fremtidig verdi for aksjonærene.

De diskonterte nåverdmodellene benyttet i oppgaven resulterte i en aksjekurs på 23,12 NOK, mens den relative verdsettelsen ga to kurser, en på 56,27 NOK og en på 83,83 NOK. Videre har det blitt gjennomført sensitivitetsanalyser på den fundamentale verdsettelsen som støtter vår vurdering om at selskapet var underpriset 31.12.2019.

Basert på våre analyser har vi kommet fram til at den fundamentale verdien til XXL vurderes til 23,12 NOK per aksje, og vi gir den fiktive investoren en anbefaling om å kjøpe aksjene til XXL.

Nøkkeldata

Aksjekurs 31.12.2019 (NOK)	16,75
Kursmål (NOK)	23,12
Markedsverdi (NOKm)	2 777
Yahoo Finance	XXL.OL

Avkastning	1M	3M	12M	Siden IPO
XXL ASA	5,74%	-25,15%	-35,02%	-69,90%
OSEAX	3,43%	4,49%	14,40%	54,12%



Nøkkeltall

Årsslutt 31.12 (NOK)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Inntekt (m)	8 709	9 475	8 992	7 643	8 216	8 545	8 972
NOPAT (m)	608	356	-112	-325	47	264	533
Resultat etter skatt (m)	513	239	-253	-485	-100	124	401
FCFF (m)	-111	-323	602	252	-39	9	370
FCFE (m)	476	256	-163	-91	-186	-44	227
ROIC	7,86%	4,22%	-1,33%	-4,18%	0,63%	3,43%	6,74%
ROE	13,77%	6,33%	-6,69%	-12,71%	-2,69%	3,31%	10,29%
P/B	3,0	1,0	0,7	1,02	1,04	1,01	0,96

Kilde: Selskapsdata, forfatterens egne beregninger

1. Innledning

1.1 Formål

Hensikten med denne oppgaven er å utføre en verdivurdering av XXL notert på Oslo Børs. Det endelige målet er å finne ut om selskapet er riktig priset ved årsslutt 2019, sammenlignet med den estimerte prisen vi kommer fram til gjennom våre analyser. Videre skal vi komme med en anbefaling til en fiktiv investor om å kjøpe, selge eller holde aksjen.

1.2 Problemstilling

Hovedproblemstillingen vi ønsker å undersøke er:

“Hva er den fundamentale verdien av aksjene til XXL ASA handlet på Oslo Børs den 31.12.2019.”

Dette gir oss underproblemstillingen:

“Burde den fiktive investoren kjøpe, holde eller selge aksjene.”

1.3 Avgrensninger og begrensninger

Vi har valgt å fokusere hovedsakelig på den norske sportsbransjen, ettersom vi fant dette mest nærliggende. En viktig avgrensning er at vi har satt verdsettelsestidspunktet til 31.12.2019. Vi har forsøkt å ta hensyn til informasjon etter det tidspunktet så langt det lar seg gjøre. Grunnet Covid-19 har det vist seg utfordrende å gjøre en komplett verdivurdering av XXL ettersom nyhetsbilde oppdateres kontinuerlig. Vi vil forsøke å ta hensyn til det vi tror kan være selskapets fremtidige respons på Covid-19, men dette er nok en grunn til å avgrense oppgaven til utgangen av 2019. En annen konsekvens av Covid-19 utbruddet er at skolen stengte, noe som gjorde at vi ikke fikk full tilgang til blant annet databaser som kun finnes på skolen, slik som for eksempel Bloomberg. Dataen vi har benyttet i oppgaven er dermed hovedsakelig grunnlagt i offentlig tilgjengelig informasjon fra blant annet Yahoo Finance.

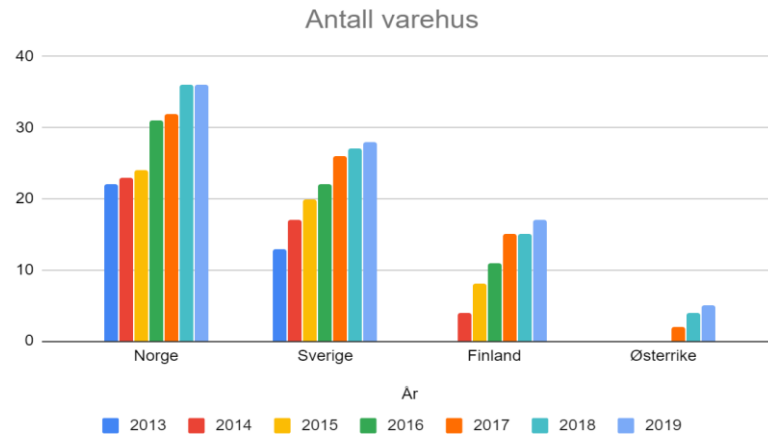
1.4 Oppgavens oppbygging

Kapittel 1 omhandler formålet, problemstillingen, avgrensninger og begrensninger til oppgaven. I kapittel 2 presenterer vi selskapet og bransjen. Kapittel 3, 4 og 5 er teoretiske kapitler der strategiske og økonomiske teorier presenteres, i tillegg til metodologier, analyseverktøy og verdsettelsesmetodene vi har brukt. I kapittel 6 og 7 blir det gjort en regnskapsanalyse og strategisk analyse. Regnskapsanalysen tar for seg historikken til XXL og konkurrentene, og den strategiske analysen ser på interne og eksterne faktorer som påvirker XXL. Kapittel 8 omhandler fremtidsprognosen der vi ser på fremtidsutsiktene til XXL basert på analysene fra kapittel 6 og 7. I kapittel 9 presenteres resultatene fra verdivurderingen. Kapittel 10 omhandler usikkerhetsbetraktninger og forskjellige simuleringer som har blitt gjennomført. Kapittel 11, 12 og 13 er de avsluttende kapitlene der vi drøfter analyseresultatene, ser kritisk på analysene, og kommer fram til en konklusjon.

2. Om selskap og bransje

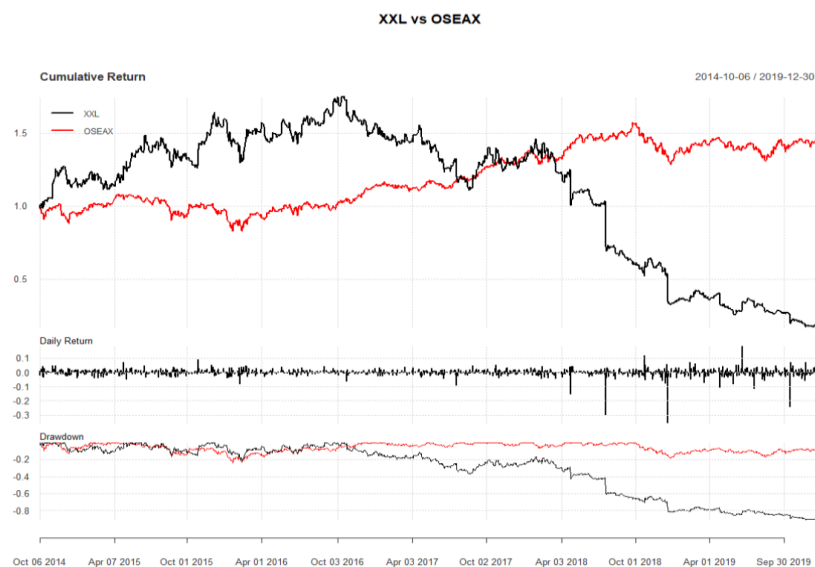
2.1 Historien og utviklingen til XXL ASA

XXL ble startet opp i 2000 av forretningsmannen Øyvind Tidemandsen, og i 2001 ble det første varehuset åpnet i Oslo. I tillegg til nettbutikken som ble lansert i 2002 opererer XXL i dag fysisk i Norge, Sverige, Finland og Østerrike. I 2010 ble det første varehusene i Sverige åpnet, i 2014 introduserte XXL sitt første varehus i Finland, og i 2017 etablerte XXL seg i det østerrikske markedet da de åpnet to varehus i Østerrike. Per dags dato har XXL ingen fysiske butikker i Danmark, men har dannet en nettbasert løsning. I 2015 ble XXL den største sportskjeden i Norden (XXL ASA, 2019), og fra kvartalsrapporten for fjerde kvartal 2019, rapporterte XXL totalt 36 varehus i Norge og 88 varehus totalt i alle land (XXL ASA, 2020c). Figur 2.1 viser utviklingen i varehus for XXL fra 2013 til 2019.



Figur 2.1: Antall varehus (Forfatterens egne beregninger med tall hentet fra årsrapportene til XXL)

XXL ble børsnotert på Oslo Børs i 2014 og opplevde 14.10.2016 selskapets høyeste aksjekurs på 105.59 NOK (justerte aksjekurser). Siden den gang har selskapets børsverdi blitt redusert med litt over 84%, ned til 16,75 NOK den 31.12.2019. Figur 2.2 viser utviklingen i aksjekursen til XXL sammenlignet med utviklingen til OSEAX-indeksen.



Figur 2.2: De kumulative avkastningene til XXL og OSEAX (Forfatterens egne beregninger med tall hentet fra Yahoo Finance)

Figuren viser avkastningen på en investering på 1 NOK i henholdsvis XXL og OSEAX siden børsnoteringen til XXL. Fra dette observeres en avkastning på 54,12% i markedet og -69,90% for XXL i løpet av perioden.

2.2 Butikkonsept og produktkategorier

Visjonen til XXL er å samle alt sportsentusiastene, friluftsmennesket og den treningsglade trenger under samme tak, fra de beste merkene, og til de beste prisene. Slagordet til XXL er "All Sports United" som vil si alt kunden skal trenge av sportsrelaterte produkter samlet i én butikk. XXLs butikkonsept inneholder store butikker som er tenkt å gi flere kostnadsbesparelser ved blant annet bedre innkjøpspriser. Selskapet eier og driver alle varehusene selv, noe som skal bidra til effektivisering av blant annet innkjøp og logistikk.

Butikkonseptet går ut på å ha store lokaler fra 3.000 m² til 5.300 m², i områder med god beliggenhet og nærhet til kunder. Selskapet har ingen form for franchisevirksomhet da alle varehusene eies av XXL-konsernet. Videre fokuserer XXL på å gi den beste kundeservicen med faglærte spesialister innenfor hver enkelt sportsgren som er til stede i butikkene (XXL ASA, 2019). Det fremkommer også fra årsrapporten for 2018 at XXL opererer og deler opp butikkene sine i syv produktkategorier.

Sport, helse & fitness tar for seg alt av sportsutstyr og -klær til idretter som blant annet fotball, golf og tennis.

Produktkategorien *sko* inneholder sportsrelaterte sko og tilbehør.

Sportsklær omhandler klær til bruk i alle typer idretter og andre utendørsaktiviteter i tillegg til blant annet svømmeutstyr.

Outdoor tar for seg alt av tur- og campingutstyr inkludert blant annet fiskeutstyr, primuser og liggeunderlag.

Jakt innebefatter alt av jaktutstyr som gevær, ammunisjon, kniver og lignende.

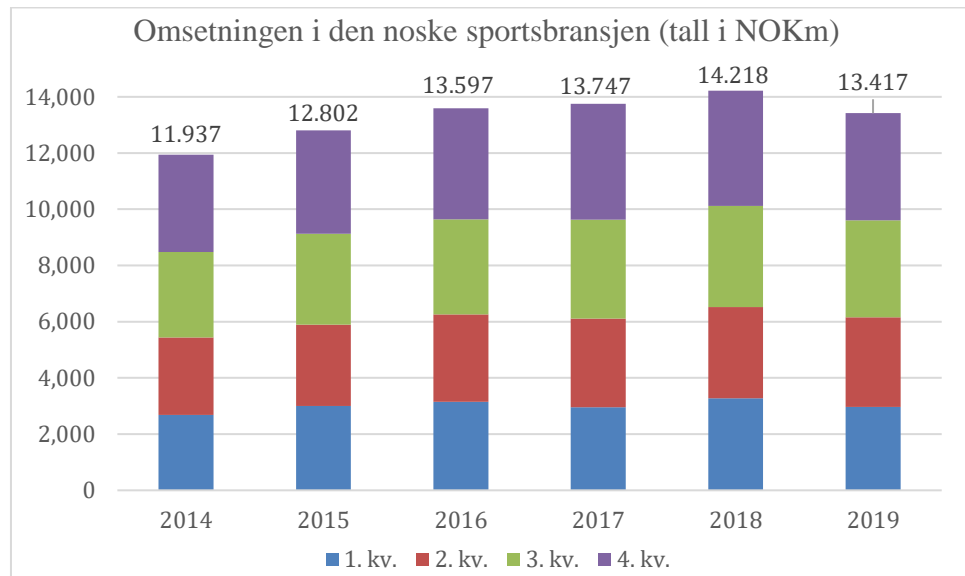
Produktkategorien *ski & sykkel* nevnes som mest sesongavhengig av alle kategoriene. Denne inkluderer alt av ski- og sykkelutstyr som for eksempel smurning, sykkelolje og sko.

Sportsteknologi ble introdusert i butikkene i 2017 og inneholder diverse sportsklokker, GPSer, droner og lignende.

2.3 Presentasjon av den norske sportsbransjen

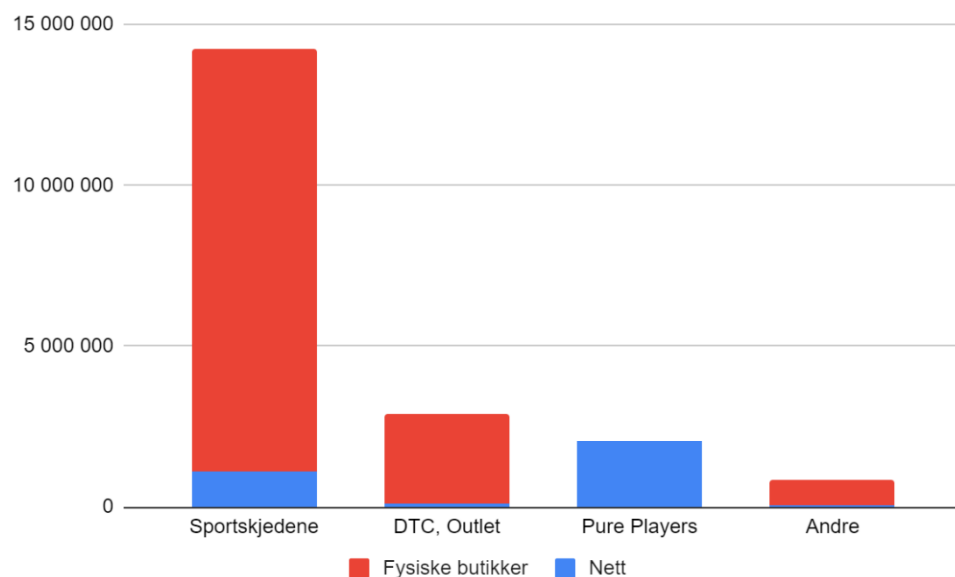
I dette avsnittet gjennomføres en markedsavgrensning for å definere hva som menes med sportsbransjen. Hensikten med markedsavgrensningen er å sørge for

mer presise regnskapsmessige og strategiske analyser, og vi har her valgt å fokusere på den norske sportsbransjen.



Figur 2.3: Omsetningen i den norske sportsbransjen (Solgård, J., 2020)

Figur 2.3 viser utviklingen i sportsbransjen de siste seks årene. Ifølge tall fra Norsk Sportsbransjeforening, ble det omsatt for totalt 13.417 NOKm i 2019, en nedgang på 5,6% fra 2018 (Solgård, 2020). Historisk har sportsbransjen vært dominert av de store sportskjedene som blant annet XXL, Gresvig AS og Sport 1 Gruppen AS. Gresvig ble i februar 2020 begjært konkurs, et tegn på at sportsbransjen i Norge står overfor store utfordringer.



Figur 2.4: Sportsbransjens omsetning i 2018 (Norsk Sportsbransjeforening, 2020)

Figur 2.4 viser sportsbransjens omsetning i fysiske butikker og på nett i 2018. Her kan vi se omsetningen fordelt på sportskjedene, Outlets, Pure Players og andre aktører der sportskjedene står for den største delen av salget. Pure Players er rene nettaktører og selger nesten dobbelt så mye som sportskjedene på nett.

2.4 Strukturen i sportsbransjen

Forretningsstrukturene i bransjen kan deles inn i *verdikjedestyrte, franchisestruktur, uavhengige og spesialbutikker, netthandel og hypermarked* (XXL ASA, 2019).

I en *verdikjedestyrte* forretningsmodell har hver sportsbutikk en varehussjef som er ansatt av konsernet, der konsernet eier alle butikkene. Dette gjør at butikkene vil være integrert i en felles verdikjede med høy fleksibilitet. XXL benytter seg av denne modellen, i likhet med GMax som er en del av Gresvig-konsernet.

Franchisestruktur er ofte benyttet i bransjen. Der eier og driver lokale kjøpmenn sportsbutikken, men må leie merkevarenavnet til en sportskjede. Sport1 er et eksempel på et selskap som bruker denne type struktur.

Uavhengige- og spesialbutikker er butikker som drives uten å være del av en sportskjede. Disse utsalgsstedene har vanligvis ikke et sentrallager slik de verdikjedestyrte har. Økte innkjøpspriser og tøffere konkurranse har ført til at antallet slike butikker har blitt redusert. De siste årene har det vært en utvikling i bransjen der leverandører som blant annet Brav (tidligere Swix Sport), Norrøna og Stormberg, selv åpner egne utsalgssteder.

Det er et begrenset antall aktører som kun opererer med *netthandel* da det kan oppnås synergieffekter ved en kombinasjon av fysiske butikker og nettbutikker. Her er det også tøffere konkurranse fra selskap som blant annet Schibsted (gjennom Finn.no), Amazon, Zalando og H&M som leverer nære substitutter til sportsutstyr og -klær. Av nettbutikker som kun driver med sportsutstyr finnes blant annet Get Inspired og det svenske selskapet Sportamore AB.

Hypermarked er definert av Store norske leksikon som stort utsalgssted (fra 20.000 m² og oppover) innen detaljhandel under en felles eier (SNL, 2014).

COOP er et eksempel som benytter hypermarked som struktur der selskapet selger både dagligvarer og fritidsrelaterte varer som sportsutstyr.

3. Teoretisk forankring

3.1 Årsaker til konkurransekraft

Et selskap vil ha konkurransefortrinn dersom de genererer høyere økonomisk profitt enn gjennomsnittet av konkurrentene i markedet (Besanko, Dranove, Shanley, & Schaefer, 2010, s. 363).



Figur 3.1: Et rammeverk for konkurransefortrinn (Besanko et al., 2010, s. 364)

Figur 3.1 gir et rammeverk for hvordan et selskap kan skape økonomisk profitt. Ifølge figuren er økonomisk profitt avhengig av hvorvidt markedet selskapet opererer i anses som attraktivt eller ikke. I tillegg er det vesentlig å kartlegge i hvilken grad selskapet kan skape økonomisk verdi gjennom fordeler de kan tilby sine kunder, og kostnader de har i forbindelse med deres aktiviteter og ressurser.

Strategiske valg selskapet gjør kan være avgjørende for om de overlever i markedet eller ikke. Ved verdsettelse er det viktig vurdere hvorvidt selskapet har konkurransefortrinn og hvor det stammer fra ettersom det vil påvirke en verddivurdering. I denne oppgaven vil vi kartlegge selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler basert på teorier beskrevet i dette kapitlet.

3.1.1 Det ressursbaserte synet (RBV)

Det ressursbaserte synet vokste fram som en kritikk mot Michael E. Porters omgivelsesfokus og forklaringsfaktorer, som vi kommer tilbake til senere i kapitlet. Her ble fokuset rettet mot selskapets interne ressurser. Dette er et rammeverk som blir brukt for å kartlegge vedvarende konkurransefortrinn. Barney og Griffin (1992) presenterte det ressursbaserte synet, som hevder at det er fire sentrale egenskaper ved ressurser et selskap må fokusere på for å skape verdi. VRIN rammeverket hevder at ressursene må være *verdifulle, sjeldne, ikke-imiterbare, og ikke-substituerbare*. Videre fokuserer VRIN rammeverket på at ressursene må være *heterogene*, noe som vil si at de skal være bransjespesifikke, og at de skal være *immobile*, som vil si at de er vanskelig å forflytte (Gjønnes & Tangenes, 2016, s. 310).

Det har blitt rettet kritikk mot det ressursbaserte synet. Innvendingene hevdet at modellen var for statisk og dermed ikke tok hensyn til hvordan ressursene i selskapet utviklet seg. De store selskapene har ofte komplekse systemer som gjør det vanskelig å angi hvilke ressurser som har betydning for suksessen til selskapet. I tillegg kan det være vanskelig å måle verdien til disse ressursene. Som et resultat av kritikken har modellen blitt videreutviklet med en ny tilnærming, hvor dynamiske kapabiliteter har blitt introdusert. Dynamiske kapabiliteter kan bli sett på som en egen ressursgruppe av endringsrutiner, som bidrar til at endringer i teknologiske, politiske og lovmessige betingelser blir tatt hensyn til (Gjønnes & Tangenes, 2016, s. 311-312). Dermed vil det gi en fordel dersom endringer håndteres på en bedre og raskere måte enn hvordan selskapets konkurrenter håndterer disse.

3.1.2 Strategisk posisjonering

Michael E. Porter presenterer *differensiering, kostnadsledelse og fokusering* som tre generiske strategier selskap kan operere med (Besanko et al., 2010, s. 379). Vi vil i denne oppgaven ta for oss differensiering og kostnadsledelse ettersom disse strategiene er mest relevante for XXL.

Differensiering handler om at selskapet skiller seg positivt ut, og dermed kan oppnå en høyere pris enn sine konkurrenter. Denne strategien kan

gjennomføres på to måter. Selskapet kan enten tilby produkter til en høyere pris enn konkurrentene og dermed sikre bedre marginer, eller tilby produkter til samme pris som konkurrentene, men selge et større kvantum enn sine konkurrenter. Mulige årsaker til konkurransekraft kan være blant annet om selskapets produkter er mer innovative eller av høyere kvalitet enn konkurrentenes produkter (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, s. 97). Selskapet kan også differensiere seg ved å ha en sterkere merkevare enn resten av bransjen.

Kostnadsledelse vil si at selskapets produkter kan kjøpes inn, eller produseres, til en lavere pris enn konkurrentenes. På samme måte som differensiering kan kostnadsledelse deles i to strategier. Siden selskapet har lavere varekostnader enn konkurrentene kan de enten tilby produkter til lavere priser og selge et større kvantum, eller de kan tilby samme pris og sørge for større marginer enn konkurrentene gjennom lavere kostnader. En innovativ forretningsmodell der selskapet konfigurerer sine ressurser og aktiviteter på en effektiv og kostnadsbesparende måte kan være en mulig årsak til konkurransekraft ved kostnadsledelse. Selskapet kan også utnytte skalafordeler for å kjøpe inn, eller produsere, et større kvantum til lavere kostnader enn konkurrentene, for dermed å tilegne seg et konkurransefortinn.

Besanko et al. (2010, s. 387-388) presenterer en sammenligning mellom differensiering og kostnadsledelse der de diskuterer i hvilke situasjoner strategiene viser seg mer fordelaktige.

Differensiering vil være en gunstig strategi dersom kunden er villig til å betale mer for et produkt med attributter som øker nytten til kunden. Der skala- og læringsfordeler allerede har blitt utnyttet vil en differensieringsstrategi skape verdi ved at selskapet tilbyr kundene skreddersydde produkter.

Kostnadsledelse vil være en gunstig strategi dersom kundene er prissensitive og ikke bryr seg like mye om kvaliteten på produktene. Dette er også en fordelaktig strategi dersom kundene kan vurdere produktets attributter før de kjøper varen. Dermed kan selskapet få et konkurransefortrinn ved å kopiere konkurrentenes innovative produkter samtidig som selskapet holder et lavere kostnadsnivå. Ved prissensitive markeder med relativt like produkter vil

selskap med en kostnadsledelsesstrategi kunne skape mer verdi gjennom å redusere kostnader enn å tilby mer differensierte produkter.

"*Stuck in the middle*" oppstår, ifølge Michael Porter, dersom et selskap prøver å kombinere en differensierings- og kostnadsledelsesstrategi og mislykkes (Besanko et al., 2010, s. 388). Ettersom strategi ofte handler om å inngå kompromiss vil selskapet være mindre lønnsomt enn konkurrenter som har en klar og tydelig strategi. Dette kommer av at selskapet hverken klarer å levere fordeler til kundene, eller ha lavere kostnader sammenlignet med sine konkurrenter. Det er verdt å påpeke at det finnes en ideell strategi for enhver situasjon, og at økonomisk profitt kommer fra et selskaps evne til å skape og levere større verdi for kundene enn det konkurrentene klarer.

3.2 Verdibegrepet

Når en gjennomfører en verdsettelse, er det viktig å skille mellom prisen på et formuesobjekt og dets fundamentale verdi. Begrepet "verdi" må derfor i utgangspunktet forstås som en subjektiv verdiopfatning (Dyrnes, 2011, s. 80). Verdsettelse handler i hovedsak om å utarbeide et estimat på den sannsynlige prisen som ville blitt betalt for et bestemt formuesobjekt i et bestemt marked på et bestemt tidspunkt, og under bestemte forhold (Dyrnes, 2011, s. 81). Målet med verdsettelse er derfor å komme fram til en hypotetisk pris eller en antatt omsetningsverdi. Utgangspunktet til Dyrnes er at det er lite hensiktsmessig å ta for gitt at et formuesobjekt har én enkelt "riktig" verdi (Dyrnes, 2011, s. 82). Derfor handler verdsettelse om å estimere hypotetiske markedspriser gitt visse forutsetninger om markedet.



Figur 3.2: Drivere av verdi (Koller et al., 2015, s. 18)

Koller et al. (2015, s. 17) presenterer verdi som avhengig av et selskaps kontantstrømmer diskontert med et relevant avkastningskrav, slik som vist i figur 3.2. Figuren viser videre at denne kontantstrømmen drives av selskapets avkastning på investert kapital og inntektsvekst. Dermed kan verdiskapning i sin enkleste form sies å være avhengig av selskapets evne til å skape fremtidige kontantstrømmer som sørger for høy og stabil avkastning, eller som øker jevnt (Koller et al., 2015, s. 3). Et vesentlig poeng her er at det er viktig å opprettholde stabilitet i avkastningen og veksten ettersom høye svingninger i et selskaps kontantstrøm forbindes med høy risiko, noe som også kan redusere selskapets verdi. En konsekvens av verdibegrepet presentert i dette kapitlet er derfor at alt som ikke øker selskapets kontantstrøm ikke tilfører verdi, med mindre det bidrar til å redusere risikoen til selskapet (Koller et al., 2015, s. 35). Denne risikoen gjenspeiles gjennom avkastningskravet, som vil fungere som prisen man betaler ved å påta seg risikoen for at kontantstrømmen kan avvike fra forventningene (Koller et al., 2015, s. 42). Avkastningskravet vil også gi et bilde på investorenes alternativkostnad og kan brukes som hva man kan forvente i avkastning ved andre investeringer med samme risiko. Dette er gjerne presentert ved bruk av kapitalverdimodellen, som vil bli beskrevet nærmere i neste kapittel og i kapittel 5.2.1.

3.3 Kapitalverdimodellens begrensninger

Kapitalverdimodellen er en enkel og ofte benyttet teoretisk modell for prising av risiko i verdipapirmarkeder og beregning av avkastningskrav (Norli, 2011, s. 15). Modellen indikerer at forventet avkastning til et verdipapir er risikofri rente pluss et påslag som reflekterer den systematiske risikoen til selskapet og den markedsbaserte premien for å påta seg denne typen risiko.

Kapitalverdimodellen hviler på en rekke antagelser som gjør modellen lett anvendbar og til en viss grad realistisk. Modellen antar blant annet at individer oppfører seg rasjonelt maksimerende med homogene forventninger (Bodie, Kane, & Marcus, 2011, s. 309).

En svakhet ved kapitalverdimodellen er at den baseres på forventede avkastninger, som ikke er observerbare (Bodie et al., 2011, s. 321). Forfatterne

viser til at problemet kan omgås ved å benytte indeksmodellen, som baseres på en regresjon mellom de historiske avkastningene til selskapet og markedet¹. Her må det legges til at kapitalverdimodellen antar at alfaen (α_i) til aksjene skal være lik null, der alfa er avkastning over eller under den forventede avkastningen (Bodie et al., 2011, s. 322). Dermed vil indeksmodellen anta at de realiserte verdiene av alfa i gjennomsnitt vil være lik null. Dette har også blitt testet der resultatet viste et statistisk signifikant gjennomsnitt lik null. (Bodie et al., 2011, s. 323).

Flere har kritisert kapitalverdimodellen opp gjennom årene, en av dem er Richard Roll. Tvetydighet var bakgrunnen for Rolls kategoriske kritikk mot alle empiriske tester av kapitalverdimodellen (Bodie et al., 2011, s. 439; Vollmer, 2015, s. 22). Roll mener at kapitalverdien ikke kan testes med mindre vi vet den eksakte sammensetningen av den sanne markedsporteføljen, som også innebærer at alle verdipapirer må bli inkludert i testens utvalg. Videre hevder Roll at selv om en indeks med alle verdipapirer i verden vektet etter kapitalisering virker rimelig, gjenspeiler den ikke riktig vekting av verdensbefolkningens investeringer. Da oppstår det som kalles en referansefeil (Bodie et al., 2011, s. 439). Den mest avgjørende feilen blir gjort hvis en falsk indeks brukes som en “proxy” som villeder en validering av kapitalverdimodellen (Vollmer, 2015, s. 23).

Kapitalverdimodellen blir også beskrevet som en kortsiktig én-periodisk modell som sies å være realistisk kun dersom individers preferanser holdes konstante over tid. Derimot mener Robert C. Merton at dette ikke gjenspeiler individers evne til å tilpasse konsum og sparing gjennom ulike perioder av livet (Bodie et al., 2011, s. 331). Merton har utviklet en multiperiodisk modell som inkluderer og tar for seg flere ulike typer risikoer, som for eksempel realrente- og inflasjonsrisiko. Modellen vil fungere som en utvidelse av kapitalverdimodellen (Bodie et al., 2011, s. 332).

¹ Denne oppgaven benytter indeksmodellen, som blir vist i kapittel 5.2.1.

En annen begrensning med kapitalverdimodellen er at den er en ren matematisk utledning som baserer seg på en rekke forutsetninger som er klart urealistiske (Schølberg, 2009). Et eksempel på dette er antagelsen om at kapitalmarkedet er uten friksjon, noe som medfører at lånerenten vil være lik sparerenten. Ifølge Schølberg (2009) er ikke modellen forkastet, fordi det per i dag ikke finnes noen alternativ modell med de samme teoretiske kvalitetene.

3.4 Realopsjonsteori

Ved verdsettelse av selskap benyttes ofte nåverdimodellen. Nåverdimodellen er ikke egnet dersom selskapet opererer under stor grad av usikkerhet. Nåverdimodellens svakhet er at fleksibilitet som selskapet måtte ha til å tilpasse seg skiftende omgivelser, ikke blir verdsatt på en tilfredsstillende måte (Tvedt, 2000). En løsning er å benytte realopsjonsteori. Realopsjoner er i hovedsak realinvestering med opsjonstrekk, som gir selskapet muligheten til å velge om de vil investere i et prosjekt som er lønnsomt, eller ikke å investere i prosjektet. Dette gir en fleksibilitet som er verdifull, og eventuelle beslutninger kan bli tatt underveis i prosessen istedenfor å ta en avgjørelse på et satt tidspunkt. Verdien av fleksibilitet kan være svært høy (Tvedt, 2000). Det er derfor viktig å se på hvilke muligheter en bedrift har til å skape fleksibilitet. Fordelen ved realopsjonsteorien er at den gir oss muligheten til å kvantifisere verdien av strategiske grep relatert til å øke fleksibiliteten til et selskap. Ifølge Tvedt (2000) medfører muligheten for slik proaktiv atferd relatert til opsjoner at en bedrifts verdi ikke bare er avhengig av eksisterende fleksibilitet, men også ledelsens evne og vilje til å investere i ny fleksibilitet. Black og Scholes utviklet i 1973 en modell for å kunne verdsette europeiske kjøpsopsjoner når aksjekursen svinger. Modellen inneholder fem variabler; disse er dagens aksjekurs, aksjens innløsningskurs, usikkerhet og volatilitet, tid til forfall, og risikofri rente.

Luehrman (1998) er i så måte enig i det faktum at bruk av realopsjoner danner et bedre grunnlag for fleksibilitet. Forfatteren mener at et selskaps investeringsmuligheter har samme karakteristika som en call-opsjon ettersom selskapet har rett, men ikke forpliktelse til å gjennomføre investeringen.

Dermed kan man knytte Black-Scholes modellen og verdien av et prosjekts realopsjoner til nåverdianalyser som benytter diskonterte kontantstrømmer. Dette kan gjøres ved å se på nåverdien av investeringens kontantstrøm, kapitalutgiftene i forbindelse med anskaffelse av eiendelen, tidsrommet man kan utsette betalingen av kapitalutgiftene, prosjektets risiko, og risikofri rente (Luehrman, 1998). Nøkkelen til å få verdifull innsikt ved prising av prosjekter som opsjoner er å komplimentere og bygge videre på analysene selskapet allerede benytter. Luehrmann (1998) mener blant annet at dette kan gi et bedre bilde av verdien til selskapets prosjekter enn ved kun å benytte nåverdianalyser. Dette gjelder spesielt dersom investeringsbeslutningene kan utsettes. Slike utsettelse gir opphav til to ytterligere verdikilder, nemlig pengers tidsverdi, og usikkerheten knyttet til investeringens fremtidige verdi som dermed gir selskapet muligheten til å utnytte fordelaktige og forkaste negative utfall.

I praksis må verdsettelsesmodeller beregnes med bakgrunn i historiske data for å kunne gjøre seg opp en mening om en fremtidig kontantstrøm. For virksomheter med nye teknologiske utvinninger blir det vanskelig å kunne akkumulere fremtidige tall og volatilitet når det ikke finnes historiske data fra markedet. Bøhren og Michalsen (2012) mener at tilnærmingen for realopsjoner allikevel er viktig ettersom den gir et godt rammeverk for hvordan et selskap bør tenke og hva den bør fokusere på.

4. Utredningsmetode

4.1 Forberedelse

Vi startet prosessen med å finne relevant litteratur som vi plasserte i en litteraturmatrise. Litteraturmatrisen blir presentert i vedlegg 1. Søkjetjenester som Oria.no og Google Scholar har vært viktige informasjonskilder da vi utarbeidet litteraturmatrisen. I tillegg snakket vi med veileder som ga oss tips til relevant litteratur knyttet til verdsettelse. Prosessen med å finne litteratur var viktig fordi den ga oss et overordnet syn på hva verdsettelse dreier seg om.

Vi ble enige om å verdsette XXL, og vi fikk effektivt fordelt oppgavene med å innhente informasjon om selskapet fra årsrapporter og relevante artikler.

4.1.1 Formål

Hensikten med denne oppgaven er å estimere den grunnleggende verdien av den offentlige XXL aksjen på børs. Oppgaven vil også gi investeringsråd til en fiktiv investor. Investeringsrådet vil være om investoren skal kjøpe, holde eller selge aksjen. Sverre Dyrnes mener at verdi i utgangspunktet må oppfattes som en subjektiv verdiopfatning (Dyrnes, 2011, s. 80). Derfor vil ikke oppgaven ha resultater fra tidligere analyser som grunnlag fordi hver enkelt analytiker tar sine egne antakelser. Oppgavens formål kan anses å være av undersøkende natur.

4.1.2 Tilnærming

For å studere virkeligheten er det i hovedsak to tilnærminger en kan benytte seg av: induktiv og deduktiv metode. Induktiv metode omtales som “oppdagelsens vei”, mens deduktiv metode kalles for “bevisførselens vei” til det fenomenet en skal undersøke (Grenness & Nygaard, 2015, s. 6). Det deduktive er en “top-down” tilnærming som baserer seg på logiske prinsipper, ved at en forsøker å teste fenomener hvor det allerede foreligger et solid forskningsgrunnlag. En slik metode brukes som regel ikke til empirisk forskning. Et induktivt forskningsdesign beveger seg fra bunn til topp i en “bottom-up” tilnærming. Her er det empirien som danner grunnlag for ny teori ved å tilføre ny kunnskap på områder hvor en slik kunnskap ikke allerede eksisterer. Et slikt design benyttes sjelden alene, og opptrer derfor som oftest i en kombinasjon med det deduktive. Denne oppgaven kan sies å være av deduktiv karakter fordi vi blant annet benytter en rekke ulike modeller og teorier for å predikere ulike parametere, som videre danner grunnlaget for verdivurderingen vi foretar av XXL. I tillegg gir ikke disse dataene noe empiri som umiddelbart kan anvendes til ny forskning. Oppgaven beveger seg med andre ord i et mønster fra teori til empiri.

4.2 Datainnsamling

4.2.1. Forskningsstrategi

Forskningsmetode dreier seg om hvordan kunnskap fremskaffes i en empirisk forskning, dvs. hva vi har gjort, hvordan vi har gjort det, og hvilke begrensninger vi ser i valget vi har gjort (Grenness & Nygaard, 2015, s. 6). Denne oppgaven er en casestudie. Dette innebærer at vi samler inn mye informasjon fra en eller flere kilder/enheter i løpet av en bestemt periode. Casestudien skal studeres i passende omgivelser, som i dette tilfellet er økonomi. Oppgaven bør betraktes som en enkelt-casestudie med flere analyseenheter. Årsaken til det er at vi bare undersøker en case, nemlig XXL. Vi undersøker selskapet ved bruk av data samlet fra flere kilder, slik som årsrapporter, teoretisk litteratur og markedsnyheter fra media.

4.2.2. Datagrunnlaget

Dataene brukt i denne case studien vil være av kvalitativ og kvantitativ karakter. Kvalitative data er ikke-kvantifiserbare data (Grenness & Nygaard, 2015, s. 21). Forfatterne hevder at kvantitative metoder vil benyttes dersom formålet med undersøkelsen er å finne en forklaring fordi metodene har sin styrke i systematisk innsamling av sammenlignbar informasjon som kan sammenstilles og brukes til å forklare observert atferd. I denne oppgaven innhenter vi store mengder informasjonen av kvantitativ karakter. Dette vil eksempelvis være informasjon innhentet fra regnskap og prognoser. Denne oppgaven tar også for seg kvalitativ data som er samlet inn fra blant annet lærebøker og artikler, og benyttes for å få en dypere forståelse og diskusjon av relevant teori. I denne oppgaven skiller vi også mellom primærdata og sekundærdata. Primærdata er data vi samler inn selv ved hjelp av en eller flere innsamlingsmetoder (Grennes & Nygaard, 2015, s. 19). Sekundærdata er allerede innsamlede data (av andre) med ulik grad av tilgjengelighet, som for eksempel regnskapsdata (Grennes & Nygaard, 2015, s. 19). Denne oppgaven benytter seg hovedsakelig av sekundærdata fordi all nødvendig informasjon allerede er publisert, for eksempel i årsrapporter med regnskapstall. Disse tallene kan en anse som rådata vi har benyttet i analyser.

4.3. Dataanalyse

4.3.1. Analyseverktøy

Ved verdsettelse kan en ikke bare se på de økonomiske aspektene, men man må også ta hensyn til de strategiske. Vi har benyttet oss av ulike modeller og verktøy for å gjennomføre analyser i forbindelse med verdsettelsen, og vil presentere disse i dette kapitlet.

Excel

Etttersom vi har gjennomført omfattende analyser og estimeringer har vi hatt behov for et godt og strukturert regneark. Excel har vært et viktig verktøy for utforming av modeller og gjennomføring av usikkerhetsberegninger. Excel har blitt brukt til å sette opp logiske og oversiktlige modeller for nåverdimetoder. Disse modellene gir oss et svar på den fundamentale verdien til XXL.

Ved verdsettelse av et selskap vil det alltid foreligge usikkerhet, og vi har derfor benyttet oss av sensitivitetsanalyser for å teste usikkerheten rundt verdsettelsen. I oppgaven benytter vi Monte Carlo-simulering for å teste usikkerheten knyttet til noen av antagelsene vi tok på enkelte variabler. Monte Carlo-simuleringer er en type sannsynlighetsmodellering der input-variabler antas en forhåndsbestemt sannsynlighetsfordeling. Simuleringen kalkulerer så en implisitt sannsynlighetsfordeling av modellens beregninger, som for eksempel aksjekurser slik som i denne oppgaven (Pergler & Freeman, 2008). Da fremtidig inntekt tenkes å være usikker blir dette simulert der det antas en normalfordeling i inntektsvekst ut ifra et estimert gjennomsnitt og standardavvik for hvert år prognostisert. Etttersom det er for lite historisk data og dermed usikkert hvilken type fordeling NOPAT² har, er det blitt benyttet triangulær fordeling. Dette brukes for å simulere NOPAT-margin, som kombinert med inntekten gir årets simulerte NOPAT. Fordelingen er nyttig dersom man har en tanke om hva minimums- og maksimumsverdien på variabelen er, samt hvilken verdi som kan være mest sannsynlig (Sood, 2017). Triangulær distribusjon har også blitt benyttet for å simulere veksten i NOA da

² NOPAT og NOA vil bli beskrevet i detalj i kapittel 6.

endringer i investert kapital ofte er korrelert med inntekts- og lønnsomhetsendringer, i tillegg til å være en variabel i funksjonen for kontantstrøm.

Dermed består den simulerte modellen av inntekter, NOPAT-marginer og NOA-verdier som sammen resulterer i simulerte kontantstrømmer. Disse blir neddiskontert på samme måte som i den opprinnelige modellen, og simulerer til slutt 2.500 forskjellige aksjekurser.

Verdien for NOPAT-margin og NOA blir antatt triangulært fordelt og simuleres ved bruk av følgende formel (Gattis, 2016):

$$NOA_t = \begin{cases} Min + (Maks - Min) \times \sqrt{RAND \times F}, & \text{hvis } RAND \leq F \\ Min + (Maks - Min) \times 1 - \sqrt{(1 - F) \times (1 - RAND)}, & \text{ellers.} \end{cases}$$

Der

$RAND$ = Tilfeldig tall mellom 0 – 1 generert i Excel

$$F = \text{En fordelingsvariabel} = \frac{\text{Mest sannsynlige verdi} - \text{Minimumsverdi}}{\text{Maksimumsverdi} - \text{Minimumsverdi}}$$

Videre er det viktig å påpeke at alle variablene i modellen har benyttet det samme tilfeldige tallet for hvert prognostiserte år. Dette har blitt gjort ettersom det tenkes at inntekter, marginer og investert kapital i noen grad er korrelerte. Eksempelvis kan det diskuteres for at dersom selskapet opplever en reduksjon i inntekt vil dette presse marginene nedover og et mulig salg av eiendeler kan finne sted. Dermed er modellen laget slik at om det simuleres et dårlig år (det tilfeldige tallet generert i Excel er nær null), vil det modelleres lave verdier for inntekter, marginer og investeringer. På denne måten sikres det mer realistiske resultater. Resultatene er presentert i kapittel 10.3, og leseren kan finne inputverdier og modeller benyttet i Monte Carlo-simuleringen i vedlegg 8.

R Studio

Vi benyttet R Studio for å estimere beta gjennom lineære regresjoner, og til å lage grafiske fremstillinger av dataen vår. Her har vi brukt pakkene ggplot2, quantmod og PerformanceAnalytics for å behandle og presentere dataen på best mulig måte. Analysene i denne oppgaven hviler på kurser hentet fra Yahoo Finance ved kodesnutten getSymbols.

Koden vi har benyttet i denne oppgaven er lagt ved i vedlegg 4.

Verktøy for strategiske analyser

Strategiske verktøy vi benyttet oss av er verdikjedeanalyse, VRIO, PESTEL, og Porters fem krefter. Resultatene fra dette vil bli lagt fram i kapittel 7.

Ved å gjennomføre en verdikjedeanalyse kan selskap undersøke hvilke aktiviteter som er viktige for å skape verdien til kundene, og hvor man har forbedringspotensial. Verdikjedeanalysen skal analysere alle aktiviteter som skaper verdi og kostnader, og som dermed påvirker resultatet. Vi har valgt å bruke modellen til Michael Porter (Besanko et al., 2010, s. 375) som et rammeverk for hvordan man skal dele inn aktivitetene til XXL.

I denne oppgaven vil vi gjennomføre en VRIO-analyse der hensikten er å kartlegge selskapets styrker og svakheter sammenlignet med konkurrentene gjennom ressursene de har til rådighet (Fjeldstad & Lunnan, 2018, s. 74). Ressursene kan være materielle eller immaterielle. Analysen vil fokusere på sportsbransjen i Norge. Dette verktøyet er nært knyttet til VRIN rammeverket, men her vurderes ressursene etter hvorvidt de er *verdifulle*, *sjeldne*, *vanskelige å kopiere*, og *organiserte*. En ressurs er verdifull når den kan tilføre eller skape verdi for selskapet. Sjeldne ressurser er unike ved at få andre konkurrenter har ressursen. Ressurser kan også gi et konkurransefortrinn dersom konkurrentene ikke får kopiert og utnyttet de samme egenskapene ved ressursen. Til slutt burde ressursen være organisert på en slik måte at de bidrar til selskapets verdiskapning.

PESTEL-analysen tar for seg eksterne forhold på makronivå. Modellen inneholder seks makrofaktorer: *politiske*, *økonomiske*, *sosiokulturelle*, *teknologiske*, *miljømessige* og *legale* (Fjeldstad & Lunnan, 2018, s. 108). Dette verktøyet skal bidra til å gi en oversikt over muligheter og trusler selskapet står overfor når de skal utvikle deres strategi fremover. Funnene fra analysen drøftes, og vi vurderer om de har positiv, negativ eller nøytral påvirkning på sportsbransjen.

Porters modell “de fem konkurransekrefter”, er mye brukt ved analyser av selskaps konkurransearena. De fem kreftene identifiseres som *trusselen fra nye inntrengere i bransjen, trussel fra substitutter, kundenes forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt, og intern rivalisering* (Porter, 2008, s. 33).

4.3.2. Metodologiske kvaliteter og begrensninger

I dette kapittelet skal vi se på kvaliteter og begrensninger i lys av metodevalg.

Vi vil også se på hvor valide og reliable undersøkelsene vi har gjort er.

Reliabilitet tar for seg i hvilken grad resultatene av en undersøkelse er til å stole på (Grenness & Nygaard, 2015, s. 30). Validitet går ut på om vi har målt det vi hadde til hensikt å måle (Grenness & Nygaard, 2015, s. 31). For å oppnå høyest mulig reliabilitet har vi fokusert på å bruke data, informasjon og teorier som er generelt akseptert av teoretikere og forfattere. Ved å sammenligne informasjon fra flere kilder kan det føre til en høyere grad av reliabilitet. Hvis flere kilder får samme resultat, kan det tyde på en høy grad av reliabilitet.

Derimot vil det være vanskelig å vite hvor pålitelig primærkilden er dersom alle datapunktene er kategorisert som sekundærdata. Det er dermed viktig å undersøke om primærkilden kan ha motiv til å påvirke tolkningen av dataene.

XXL sine årsrapporter vil ha en bias rettet mot selskapet og ting de gjør bra, men regnskapstallene vil ha høy reliabilitet. Vi har prøvd å begrense personlige forutsetninger i denne oppgaven til der det er nødvendig og heller prøve å bruke etablerte markedsrapporter. Med tanke på validiteten av denne oppgaven har vi forsøkt å bruke informasjon som måler det vi hadde til hensikt å måle, og vi har for eksempel justert regnskapet til XXL slik at vi får fram selskapets avkastning. Vi har benyttet oss av forskjellige verdsettelsesmodeller og strategiske modeller for å øke den metodologiske kvaliteten til oppgaven. Det vil alltid være usikkerhet rundt tall en bruker ved verdsettelse, for eksempel estimerte fremtidsverdier. Slik usikkerhet om fremtiden kan forsterkes eller vris i retning av våre subjektive meninger. Vi har forsøkt å begrense vår egen partiskhet gjennom grundige analyser og diskusjoner. En annen begrensning knyttet til oppgaven er at vi har brukt Proff Forvalt til å hente inn selskapsdata fra konkurrentene til XXL ettersom vi ikke

har hatt tilgang til selskapenes årsrapporter. Dette gjør at vi ikke har data fra konkurrentene for 2019, og vi kan dermed ikke gi en oppdatert vurdering og sammenligning av regnskapstall. Dataen vil allikevel gi oss en pekepinn på hvordan trenden er i bransjen, og bidrar sterkt som grunnlag i analyser og diskusjoner videre i oppgaven.

5. Finansiell metode

5.1 Verdsettelsesmetoder

Det finnes mange ulike måter å verdsette selskap på. I denne oppgaven ligger fokuset hovedsakelig på fem nåverdimetoder og en verdsettelse ved bruk av multipler.

5.1.1 Nåverdimetoder

Ved å benytte en nåverdi-metode for å verdsette et selskap baseres verdien til selskapet på fremtidige kontantstrømmer, eller inntekter, neddiskontert til dagens verdi ved bruk av en tilhørende diskonteringsfaktor (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017, s. 300). Her er det viktig å påpeke at diskonteringsfaktoren skal gjenspeile risikoen ved investeringen, nemlig ved at høyere risiko i prosjektet vil føre til et høyere avkastningskrav.

I denne oppgaven har det blitt brukt flere ulike varianter av nåverdiberegninger i et forsøk på å tilegne ny innsikt i selskapets fremtidige verdidrivere, samt begrense eventuelle ekstreme estimater. Ifølge Koller et al. (2015, s. 135) skal de ulike modellene teoretisk sett gi samme resultat, gitt at de har blitt anvendt riktig. Med dette i tankene beskriver forfatterne videre at det er høy usikkerhet og økt kompleksitet i estimeringene dersom et selskap forventes å endre andelen gjeld til selskapsverdi. Dette er enda en grunn til å benytte seg av flere ulike verdsettelsesmetoder i denne verdsettelsen, og vi har blant annet valgt å legge til en modell som tar for seg selskapets justerte nåverdi.

Diskontert kontantstrøm

Det blir benyttet to modeller som tar for seg diskonterte kontantstrømmer i denne oppgaven.

Den første modellen blir kalt selskapsverdi-metoden da den finner verdien av selskapet som en helhet, etter følgende formel:

$$EV_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g} \times \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

Der

EV_0 = Selskapsverdien (Enterprise Value)

$FCFF$ = Fri kontantstrøm til totalkapitalen (Free cash flow to the firm)

$WACC$ = Totalkapitalens avkastningskrav

g = Forventet vekst i siste år terminalperioden.

Ettersom kontantstrømmen til totalkapitalen er tilgjengelig for alle som har investert i selskapet, altså eierne og kreditorene, må dette behandles slik at man sitter igjen med kun den estimerte verdien på selskapets egenkapital. Ved å summere de diskonterte kontantstrømmene med tilhørende avkastningskrav til totalkapitalen, må gjeldspostene til XXL trekkes fra slik at man står igjen med kun markedsverdien på selskapets egenkapital, vist i formelen under:

$$MVE = EV - NIBD - VOL$$

Der

MVE = Markedsverdien til egenkapitalen

$NIBD$ = Netto rentebærende gjeld (Net interest-bearing debt)

VOL = Verdien av operasjonell leasing.

Denne modellen er den enkleste av de to metodene for å diskontere kontantstrømmer, men forutsetter at gjeldsandelen er relativt konstant.

Hvis man ikke forutsetter konstant gjeldsandel, men tar høyde for varierende gjeldsfinansiering over den prognostiserte perioden, kan egenkapitalmetoden benyttes. Her estimeres markedsverdien av egenkapitalen direkte ved å neddiskontere kontantstrømmen til eierne med tilhørende avkastningskrav til egenkapitalen, slik som vist i formelen under:

$$MVE_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{r_e - g} \times \frac{1}{(1 + r_e)^n}$$

Der

$FCFE$ = Fri kontantstrøm til egenkapitalen (Free cash flow to the equity)

r_e = Egenkapitalens avkastningskrav.

Koller et al. (2015, s. 159) legger fram modellen som vanskeligere å estimere korrekt ettersom kontantstrømmen til egenkapitalen inneholder informasjon om eventuelle endringer i kapitalstrukturen til selskapet. Dette vil ikke være et problem dersom man prognostiserer en relativt konstant gjeldsgrad, men risikoen er der for at estimatene vil bli for høye dersom prognosene tar for seg endringer i kapitalstruktur, ved for eksempel nedbetaling av gjeld.

Ved å observere formlene er det tydelig at verdien avledet fra disse modellene blir påvirket positivt av høyere kontantstrømmer, eller lavere avkastningskrav. Dette vil bli illustrert og diskutert nærmere i sensitivitetsanalysen i kapittel 10. Det er verdt å bemerke at begge modellene hviler på antagelsen om at en netto kontantstrøm høyere enn null enten vil bli distribuert til eierne i form av utbytte, eller reinvestert i selskapet til en avkastning lik modellens avkastningskrav (Petersen et al., 2017, s. 307).

Diskontert meravkastning

Det benyttes to modeller som tar for seg diskontering av meravkastning ved verdsettelsen av XXL. Modellene er teoretisk sett identiske med modellene for diskonteringen av kontantstrømmer, men telleren blir byttet ut med selskapets meravkastning, også kalt superprofitt. Denne forskjellen virker ikke så stor ved første øyekast, men modellene for diskontert meravkastning hviler på grunnleggende regnskapsregler. Der kontanter nærmest fritt strømmer inn og ut av selskapet i henhold til kredittider og investeringsrater selskapet operer med, baserer de profittbaserte modellene seg på blant annet sammenstillings- og opptjeningsprinsippet. Dermed kan brukeren få større innblikk i selskapets fremtidige verdiskapning og ytelse (Koller et al., 2015, s. 150). I tillegg belyser modellene hvorvidt selskapet handles over eller under bokført verdi av enten investert kapital eller egenkapital. Fordi modellene benytter fundamentale bokføringsprinsipper, hviler de på antagelsen om at alle inntekter og utgifter prognostisert må gå gjennom resultatregnskapet (Petersen

et al., 2017, s. 313). Hvis ikke kan det påvirke meravkastningen og gi feilaktige estimater.

I denne oppgaven benyttes både EVA- og RI-modellen; EVA (Economic Value Added) og RI (Residual Income) er begge et mål på selskapets meravkastning, også kalt superprofitt eller økonomisk profitt. Modellene er like i form, da meravkastningen neddiskonteres ved bruk av tilhørende avkastningskrav, summeres opp og legges til selskapets bokførte verdi. EVA-modellen brukt i denne oppgaven presenteres av Petersen et al. (2017, s. 310) slik:

$$EV_0 = NOA_0 + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{EVA_{n+1}}{WACC - g} \times \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

Der

NOA = Investert kapital

$EVA_t = NOPAT_t - (WACC \times \overline{NOA})$.

Ettersom NOA er selskapets bokførte investerte kapital vil EVA-modellen belyse hvorvidt selskapet skaper eller ødelegger verdier utover det som forventes ut ifra avkastningskravet. Meravkastningen i dette tilfellet oppstår dersom driftsresultatet etter skatt er høyere enn investorenes forventede avkastning på den investerte kapitalen. Dette vil bli sett nærmere på i kapittel 6.

I likhet med selskapsverdi-metoden presentert tidligere, estimeres markedsverdien av selskapets egenkapital ved å trekke gjeldspostene fra selskapsverdien.

RI-modellen er lik EVA-modellen i form, bortsett fra at den estimerer markedsverdien av selskapets egenkapital direkte, slik som vist i formelen under:

$$MVE_0 = BVE_0 + \sum_{t=1}^n \frac{RI_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{RI_{n+1}}{r_e - g} \times \frac{1}{(1 + r_e)^n}$$

Der

BVE = Bokført verdi av egenkapitalen

$RI_t = \text{Resultat etter skatt} - (r_e \times \overline{BVE})$.

I likhet med EVA-modellen belyser RI-modellen hvorvidt selskapet produserer et bedre resultat enn investorenes forventninger. Forskjellen ligger i at RI-modellen belyser verdien av selskapet kun sett fra eiernes perspektiv i motsetning til EVA-modellen som estimerer verdien av selskapet som helhet. Det er også verdt å bemerke at det blir benyttet konstante avkastningskrav over perioden det prognostiseres. Gitt denne antagelsen er det også enklere å identifisere hvordan selskapets fremtidige vekst og avkastning påvirker den estimerte verdien. RI, og EVA, kan omformuleres for å belyse hvorvidt avkastningen på egenkapitalen (ROE) er høyere enn avkastningskravet, slik som i formelen nedenfor (Petersen et al., 2017, s. 171):

$$RI = BVE \times (ROE - r_e)$$

Gitt konstant avkastningskrav til egenkapitalen kan det her observeres en økning i RI enten ved at selskapet leverer bedre avkastning på egenkapitalen eller øker egenkapitalen, når alt annet er likt.

Justert nåverdi

Den siste nåverdimetoden benyttet i denne oppgaven er en modell for justert nåverdi (JNV). Ettersom de andre modellene presentert i oppgaven ikke tar for seg eventuelle endringer i selskapets kapitalstruktur, kan JNV benyttes for å redusere usikkerheten i slike estimater (Koller et al., 2015, s. 154).

Verdsettelse ved bruk av JNV belyser verdien av selskapets drift og renteskattegevinst, og disse kombinert utgjør selskapets verdi slik som det er vist nedenfor:

$$JNV = V_U + V_{TS}$$

Der

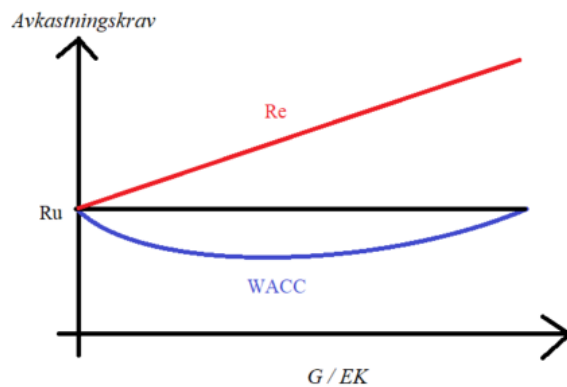
V_U = Verdien av selskapet uten gjeld

V_{TS} = Verdien av renteskattegevinsten.

Dette skal samsvare med teorien om at i perfekte markedsforhold vil kapitalstrukturen til et selskap ikke ha innvirkning på verdien av eiendelene deres, slik som presentert av Miller og Modigliani (Koller et al., 2015, s. 154).

Derimot vil innføring av skatter gjøre det mer attraktivt å ta opp gjeld da rentebetalningene gir skattefratrekk, noe som også reduserer avkastningskravet til totalkapitalen vist i figur 5.1. Opptak av gjeld vil øke risikoen i egenkapitalen da selskapet kan få problemer dersom de blir for avhengig av

gjeldsfinansiering for å skape verdier. Et argument som støtter dette, er mulige



Figur 5.1: Gjeldsgradens effekt på avkastningskrav (Illustrasjonen er basert på forelesningene til Siv Staubo i faget BØK 3632)

reduksjoner i kontantstrømmer og inntekter som følge av at leverandører og kunder unngår selskapet dersom de mistenker mislighold. De tidligere nevnte nåverdimodellene hviler på antagelsene om at kapitalstrukturen holdes konstant eller at avkastningskravene justeres i

takt med endring i finansiering. I JNV blir dette tatt hensyn til gjennom eventuelle endringer i verdien av renteskattegevinstene.

Petersen et al. (2017, s. 314) presenterer modellen slik:

$$EV_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+r_a)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{r_a - g} \times \frac{1}{(1+r_a)^n} + \sum_{t=1}^n \frac{TS_t}{(1+r_a)^t} + \frac{TS_{n+1}}{r_a - g} \times \frac{1}{(1+r_a)^n}$$

Der

TS = Renteskattegevinsten (Tax Shield)

r_a = avkastningskravet til selskapet uten gjeld.

Fordi opptak av gjeld, som har lavere avkastningskrav enn egenkapitalen, bidrar til å redusere total kapitalens avkastningskrav (vist i figur 5.1, og diskutert senere i kapittelet), vil dette gi et galt inntrykk av høyere selskapsverdi. JNV-modellen benytter avkastningskravet til selskapet uten gjeld, som i motsetning til WACC ikke inneholder eventuelle virkninger av renteskattegevinstene. Fra dette kan man også få et bedre innblikk i verdien av selskapets drift og finansiering i én og samme modell.

Bemerkninger rundt beregning av terminalverdien

Det finnes flere ulike metoder for å beregne terminalverdien til de ulike nåverdimetodene. I denne oppgaven er det benyttet Gordons formel for uendelige annuiteter (Petersen et al., 2017, s. 302):

$$\text{Terminalverdi} = \frac{X_{n+1}}{r - g}$$

Dette er en enkel metode for å verdsette selskapets verdiskapning langt fram i tid. Derimot kan det åpne opp for store problemer i verdsettelsen dersom man ikke er forsiktig med modellens antagelser. Tanken er at selskapets vekst etter hvert konvergerer mot den langsiktige veksten til økonomien som helhet.

Formelen er svært sensitiv for små endringer i parameterne og det er viktig å sørge for at disse verdiene virker realistiske. Her kan det legges til at terminalverdien vanligvis står for mellom 60-80% av hele selskapets verdi, og eventuelle feil i estimeringen kan dermed gi store utslag (Petersen et al., 2017, s. 303).

Det er verdt å bemerke at prognosens lengde ikke skal ha innvirkning på selskapets estimerte verdi. Grunnlaget er at jo lenger fram i tid man prognostiserer jo høyere vil diskonteringsfaktoren bli, som dermed reduserer terminalverdien. Denne reduksjonen vil gjøres opp for av økningen i antall diskonterte kontantstrømmer som følge av en lenger prognosehorisont. Det er vesentlig å sørge for lang nok tidshorisont når man prognostiserer, da veksten til selskapet må få tid til å konvergere mot den generelle økonomien.

5.1.2 Relativ verdsettelse

Relativ verdsettelse, eller verdsettelse ved bruk av multipler, er en enkel og rask måte å estimere et selskaps verdi på (Petersen et al., 2017, s. 317).

Derimot må det opprettholdes en rekke antagelser, som gjør denne typen verdsettelse mindre reliabel. Blant annet må det antas at selskaper i slike analyser er sammenlignbare, som er en kraftig antagelse. Selv om to bedrifter er nære konkurrenter er det ikke nødvendigvis slik at begge benytter identiske regnskapsregler, er i samme stadium i produktcyklusen eller har de samme fremtidsutsiktene.

I denne oppgaven vil det allikevel bli gjennomført en verdsettelse av XXL ved hjelp av en pris-bok multiplere. Det er valgt å ikke benytte andre multipler da XXL hadde negativt resultat i 2019, noe som vil gjøre relativ verdsettelse ved bruk av resultatregnskap uegnet. Her kunne prognostisert inntekt vært et alternativ, men tanken er at dette fanges opp i modellene for diskontert

meravkastning diskutert tidligere i oppgaven. Det kan diskuteres for at en multiplere som bruker balanseverdier i stedet for resultatbaserte multiplere gir et mer reliabelt resultat ved sammenligning av selskaper på tvers av regnskapsstandarder. Dermed benyttes kun pris-bok, kalkulert ved følgende formel:

$$\frac{P}{B} = \frac{MVE}{BVE}$$

Petersen et al. (2017, s. 321) legger fram hvordan en P/B-multiplere kan omformuleres for å belyse sammenhengen mellom relativ verdsettelse og nåverdimetodene. Ved bruk av Gordons formel for uendelig annuitet (vi antar konstant vekst) kan markedsverdien av egenkapitalen uttrykkes på følgende måte:

$$MVE = \frac{Utbytte}{r_e - g} = \frac{RES \times Utbytteprosent}{r_e - g} = \frac{ROE \times BVE \times (1 - RR)}{r_e - g}$$

Der

RR = Andelen av resultatet etter skatt som ikke blir delt ut i form av utbytter.

Deler man på begge sider med selskapets bokførte egenkapital, og antar at avkastning på egenkapitalen multiplisert med andel av resultatet selskapet beholder er det samme som vekst kommer man til følgende formel:

$$\frac{MVE}{BVE} = \frac{ROE - g}{r_e - g}$$

Her kan det observeres at selskapets egenkapital målt i markedsverdier kun er høyere enn de bokførte verdiene dersom avkastningen på egenkapitalen er høyere enn avkastningskravet, slik som nevnt i fremleggelsen av RI-modellen. Dersom $ROE < r_e$ vil en økning i vekst ikke bidra positivt til selskapets verdi, men snarere ødelegge verdien.

I tilfellet til XXL er det svært få eksempler på godt sammenlignbare børsnoterte selskaper. Det har derfor blitt benyttet et utvalg konkurrenter og nære substitutter, som kan sies å operere i lignende segmenter, og som kan være alternative investeringer til XXL. Her er det plukket ut DICK'S Sporting Goods (DKS), Hennes & Mauritz AB (HM), Hibbett Sports (HIBB), Sportamore AB (SPOR) og Sportsman's Warehouse Holdings (SPWH). Et annet problem ved relativ verdsettelse er hvilken metode som blir brukt for å regne ut snittet av utvalget (Petersen et al., 2017, s. 326). I denne oppgaven er det brukt både et vektet snitt og et harmonisk gjennomsnitt i et forsøk på å

oppnå en mer reliabel sammenligning. Kalkulerte pris-bok multipler for konkurrentene har blitt vektet opp etter hvordan utviklingen i aksjekursen til XXL har korrelert med nevnte konkurrenter.

Som sagt er denne type verdsettelse relativt enkel og rask å gjennomføre, men resultatene vil være lite reliable da bruken av multipler hviler på antagelser som er vanskelige å ta høyde for. Dermed er det stor sannsynlighet for at estimatene ikke gjenspeiler selskapets verdi på en tilfredsstillende måte.

5.2 Totalkapitalens avkastningskrav

Ved verdsettelse ved bruk av nåverdimetoder er det vesentlig å beregne totalkapitalens avkastningskrav (WACC) da denne benyttes som diskonteringsrente. I dette delkapittelet vil det fremlegges estimater av alle parameterne benyttet for å beregne WACC etter følgende formel:

$$WACC = \frac{NIBD}{EV} \times r_G \times (1 - s) + \frac{MVE}{EV} \times r_e + \frac{VOL}{EV} \times r_L$$

Der

r_G = selskapets gjeldskostnad

r_L = selskapets leasingkostnad

s = selskapets skattesats.

5.2.1 Egenkapitalens avkastningskrav

Ettersom egenkapitalens avkastningskrav er gjeldene i både beregningen av WACC og som en diskonteringsrente i egenkapital- og RI-modellen vil det bli presentert en gjennomgang av parameterne inkludert i formelen, vist nedenfor:

$$r_e = r_f + \widehat{\beta}_e \times (r_m - r_f)$$

5.2.1.1 Estimering av risikofri rente

Ved estimering av risikofri rente under normale økonomiske tider er det mest nærliggende å bruke den nåværende renten på langsiktige statsobligasjoner (Koller et al., 2015, s. 275). Når en bestemmer varigheten på en slik obligasjon, vil det teoretisk sett være gunstig å diskontere hvert års kontantstrøm med et avkastningskrav som reflekter varigheten av akkurat

denne kontantstrømmen. Eksempelvis vil kontantstrømmen i år 1 diskonteres med et avkastningskrav basert på en ettårig risikofri rente, mens en kontantstrøm i år 10 vil ha et avkastningskrav reflektert av en tiårig risikofri rente. Likevel, vil bruken av mange ulike renter være komplekst, og vanlig praksis er derfor å bruke én rente fra statsobligasjonen som stemmer best overens med varigheten av prognosen. I denne oppgaven strekker prognosens tidshorisont seg over ti år, og på bakgrunn av dette er det valgt å basere den risikofrie renten på en tiårig norsk statsobligasjon per 30.12.2019 hentet fra Norges Bank. Den risikofrie renten (r_f) blir dermed:

$$r_f = 1,55\%$$

5.2.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie estimeres som forskjellen mellom forventet avkastning på markedsporteføljen og den risikofrie renten (Palepu, Healy, & Peek, 2010, s. 358), illustrert i følgende formel:

$$\text{Markedets risikopremie} = E(r_m) - r_f$$

Da den risikofrie renten har blitt satt til 1,55% gjenstår det å estimere den forventede avkastningen til markedet. Ettersom hensikten med avkastningskravet er å reflektere alternativkostnaden i forbindelse med å investere i XXL³ har den historiske avkastningen til to norske indekser blitt benyttet ved estimering av markedsporteføljen. I perioden XXL har vært på børs har OSEAX (Oslo Børs All Index) og OSEBX (Hovedindeksen) begge

Tabell 5.1: Avkastning for OSEAX og OSEBX
(Tall hentet fra Yahoo Finance)

	OSEAX	OSEBX
Kurs pr 01.10.2014	669,76	602,84
Kurs pr 30.12.2019	1032,24	931,45
Akkumulert avkastning	54,12%	54,51%
Årlig avkastning	9,04%	9,09%

opplevd en gjennomsnittlig årlig avkastning på rundt 9%, vist i tabell

5.1. Selv om historisk avkastning ikke representerer fremtidig

avkastning, har vi lagt dette til

grunn for estimeringen av markedets forventede avkastning. Derimot må det sies at man skal være forsiktig med å bruke historiske avkastninger da disse kan gi et feilaktig bilde da markedene kan være påvirket av bobledannelse eller finanskriser.

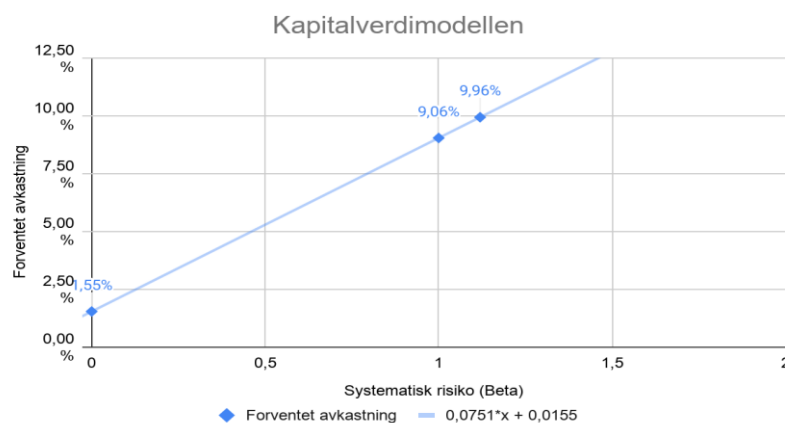
³ Det antas at alternativet til XXL kan blant annet være å investere i en markedsbasert indeks.

Videre illustrerer markedets risikopremie stigningstallet til kurven i kapitalverdimodellen, som blir diskutert i neste delkapittel. Dermed vil markedets risikopremie fungere som økningen i selskapets forventede avkastning dersom deres systematiske risiko øker med én enhet.

Ved å ta gjennomsnittet av avkastningen til OSEAX og OSEBX har markedets risikopremie blitt estimert til 7,51%.

5.2.1.3 Estimering av egenkapitalbeta

Ettersom egenkapitalbetaen måler aksjens sensitivitet til markedet og selskapets systematiske risiko, er den en vesentlig del av kapitalverdimodellen og estimeringen av eiernes avkastningskrav. En høyere systematisk risiko (β_e) betyr mer risiko i det underliggende verdipapiret og fordrer en høyere avkastning som kompensasjon til eieren av aksjen (Petersen et al, 2017, s. 347).



Figur 5.2: Kapitalverdimodellen (Basert på Koller et al., 2015, s. 280)

Figur 5.2 viser forholdet mellom risikofri rente, markedsporteføljen og selskapet XXL. Her observeres risikofri rente som krysningpunktet med y-aksen, som virker naturlig ettersom det ikke skal forbindes noe risiko i denne investeringen. Videre viser grafen høyere forventet avkastning når man beveger seg lenger ut på x-aksen. Markedsporteføljen er avbildet på figur 5.2 med en $\beta = 1$, og aksjer med samme systematiske risiko vil oppleve samme volatilitet som markedet over perioden. Høyere beta-verdier enn markedsporteføljen vil gi tilsvarende høyere volatilitet i avkastningen, og motsatt ved lavere beta-verdier.

For å estimere beta-verdien til XXL har det blitt kjørt en lineær regresjon mellom avkastningen til selskapet og OSEAX, ved hjelp av markedsmodellen (Koller et al, 2015, s. 283):

$$R_i = \alpha + \beta \times R_m + \varepsilon$$

Der

R_i = avkastningen til XXL ASA

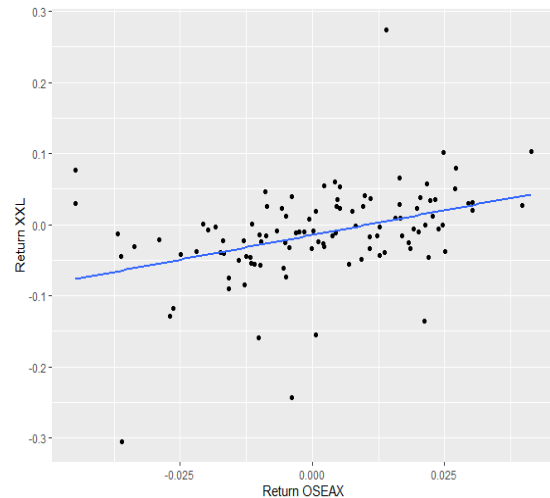
R_m = avkastningen til OSEAX

α = regresjonens konstantledd

β = regresjonens stigningstall

ε = avkastning som ikke forklares fra modellen.

Figur 5.3 illustrerer et punktdiagram med avkastningene til XXL og markedet, i tillegg til regresjonslinjen i blått.



Figur 5.3: Punktdiagram med avkastninger til XXL og OSEAX (Produsert i R Studio med tall hentet fra Yahoo Finance)

Estimering av beta hviler på en

rekke antagelser som at selskapets aksjer er tilstrekkelig likvide, markedsporteføljen er godt diversifisert, og at selskapets systematiske risiko er uendret over perioden. Videre må det tas i betraktning at beregningene helst burde sammenlignes med lignende selskaps beta-verdier. Derimot er det ingen andre børsnoterte selskap med like karakteristikk som XXL. I et forsøk på å unngå noen av disse fallgruvne har det blitt kjørt flere regresjoner over ulike lengder på estimeringen av historisk data. I tillegg til å se den systematiske risikoen over ulike perioder har det også blitt brukt daglige, ukentlige og månedlige frekvenser på avkastningen til XXL og markedet.

Tabell 5.2: Beregning av beta ved regresjon (Gjennomført i R Studio med data hentet fra Yahoo Finance)

Lineær Beta	Daglig 3M	Daglig 6M	Daglig 1År	Ukentlig 1År	Ukentlig 2År	Ukentlig 4År	Ukentlig Alt	Månedlig 3År	Månedlig Alt
Rå BETA	0,97	0,94	0,98	2,14	1,39	1,00	0,68	1,54	0,89
Justert BETA	0,98	0,96	0,99	1,77	1,26	1,00	0,78	1,36	0,93
ALPHA (Konstantledd)	0,00	0,00	0,00	-0,01	-0,01	-0,01	0,00	-0,05	-0,02
R ² (Korrelasjon ²)	0,06	0,05	0,06	0,27	0,15	0,12	0,07	0,14	0,07
R (Korrelasjon)	0,25	0,23	0,25	0,52	0,38	0,35	0,27	0,37	0,26
St.Avvik av Error	0,03	0,03	0,03	0,06	0,06	0,05	0,05	0,12	0,11
St. Error ALPHA	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,00	0,00	0,02	0,01
St. Error BETA	0,41	0,30	0,24	0,49	0,33	0,18	0,14	0,65	0,43
t-veridi	2,40	3,14	4,11	4,40	4,23	5,41	4,70	2,35	2,05

Tabell 5.2 belyser blant annet regresjonene med ukentlig avkastning som sterkt signifikante sammenlignet med de månedlige avkastningene. En mulig

årsak er et høyere antall observasjoner ved den ukentlige frekvensen kontra den månedlige, samtidig som problemet med lav likviditet (som kan oppstå i den daglige avkastningen) blir jevnet ut. I tillegg kan det observeres større systematisk risiko jo kortere lengden er på den historiske perioden. En mulig årsak til dette kan være økningen i gjeldsgraden til XXL.

For å samle resultatene funnet i regresjonsanalysen til én egenkapitalbeta ble det gjennomført et vektet gjennomsnitt av alle beta-verdiene med tilhørende t-verdier fra regresjonene, vist i formelen under:

$$\beta_e = \frac{\Sigma((R\text{å } \beta_e) \times (t \text{ verdi}))}{\Sigma(t \text{ verdi})} = 1,18$$

5.2.1.4 Blumes justeringsmodell

Tidligere studier har vist at estimerte betakoeffisienter, sett i lys av en veldiversifisert portefølje, er relativt stasjonære over tid (Blume, 1975, s. 785). Med andre ord, den historiske betaen vil bevege seg mot markedets systematiske risiko, altså $\beta = 1$. Koller et al. (2015, s. 285) presenterer følgende formel, brukt av blant annet Bloomberg, for å utjevne beta-verdien:

$$\widehat{\beta}_e = P + (1 - P) \times \beta_e$$

Der

$\widehat{\beta}_e$ = Justert egenkapitalbeta

P = Justeringsfaktoren

β_e = rå egenkapitalbeta.

Ved å sette justeringsfaktoren lik $\frac{1}{3}$ ble egenkapitalbetaen, estimert tidligere, justert fra 1,18 ned til 1,12.

5.2.1.5 Beregning av egenkapitalens avkastningskrav

Etttersom alle parameterne til formelen for egenkapitalens avkastningskrav er estimert i de tidligere delkapitlene, kan avkastningskravet til egenkapitalen for XXL beregnes:

$$r_e = 1,55\% + 1,12 \times (9,06\% - 1,55\%) = 9,96\%$$

5.2.2 Beregning av avkastningskravet til eiendelene

Da JNV-modellen blir benyttet til verdsettelsen av selskapet må det beregnes tilhørende avkastningskrav. Metoden for beregningen er lik formelen for egenkapitalens avkastningskrav justert i dette tilfellet for selskapet uten gjeld, slik som presentert nedenfor (Petersen et al., 2017, s. 366):

$$r_a = r_f + \beta_a \times (r_m - r_f)$$

I stedet for egenkapitalbetaen benyttes den systematiske risikoen i selskapets eiendeler, som gjenspeiler risikoen i selskapet uten gjeld. Beregningen av denne er avhengig av korrekte evalueringer av selskapets systematiske risiko i egenkapital ($\widehat{\beta}_e$) og gjeld (β_d). Selskapets systematiske risiko er en funksjon av operasjonell og finansiell risiko, belyst ved følgende formel:

$$\widehat{\beta}_e = \beta_a + (\beta_a - \beta_d) \times \frac{NIBD + VOL}{MVE}$$

Der

β_a = systematisk risiko i selskapets eiendeler, eller operasjonell risiko

β_d = systematisk risiko i selskapets gjeld.

Her tar første ledd for seg selskapets operasjonelle risiko, i en beta som måler systematisk risiko i selskapets eiendeler, før risikoen i egenkapitalen justeres for effekten av finansiell risiko.

Videre kan formelen omformuleres for å kalkulere β_a :

$$\beta_a = \frac{\widehat{\beta}_e + \beta_d \times \frac{NIBD + VOL}{MVE}}{1 + \frac{NIBD + VOL}{MVE}}$$

Tabell 5.3: Avkastningskrav og beta til selskapets eiendeler

Eiendelens avkastningskrav	
Egenkapitalbeta	1,12
Gjeldsbeta	0,25
NIBD	1 223
VOL	2 981
MVE	3 832
Beta eiendeler	0,66
Risikofri rente	1,55%
Markedets avkastning	9,06%
Markedets risikopremie	7,51%
Beta eiendeler	0,66
Ra	6,54%

Ettersom det ikke finnes data for beta til selskapets gjeld, vil det bli benyttet et estimat basert på vanlige observasjoner og hensyntatt selskapets likviditet og soliditet.

Tabell 5.3 til venstre oppsummerer beregningen av selskapets operasjonelle risiko og avkastningskravet brukt i JNV-modellen blir estimert til 6,54%.

5.2.3 Beregning av total kapitalens avkastningskrav

For å beregne total kapitalens avkastningskrav benyttes et vektet snitt av avkastningskravene til selskapets investorer. Det enkleste eksempelet er vist nedenfor der total kapitalen består av gjeld og egenkapital med tilhørende avkastningskrav (Koller et al., 2015, s. 270):

$$WACC = \frac{G}{G + EK} \times r_G \times (1 - s) + \frac{EK}{G + EK} \times r_e$$

I tilfellet til XXL har det blitt gjort estimeringer av selskapets leasingavtaler⁴ som vil ha en effekt på selskapsverdien og WACC. Som det vil bli vist i kapittel 6.2 vil avkastningen på selskapets investerte kapital reduseres som følge av justeringen for leasing-verdiene. Denne reduksjonen i ROIC er ikke entydig med at XXL skaper mindre verdi ved bruk av leasing (Koller et al., 2015, s. 409). Løsningen på dette er å justere WACC for avkastningskravet til gjelden i forbindelse med leasing. Dette resulterer i lavere WACC, som igjen veier opp for den observerte reduksjonen i ROIC, og gjenspeiler den faktiske verdiskapingen til XXL inkludert leasing. Dermed justeres formelen for WACC slik at den inkluderer avkastningskravet til selskapets operasjonelle leasing, som vist nedenfor:

$$WACC = \frac{NIBD}{EV} \times r_G \times (1 - s) + \frac{MVE}{EV} \times r_e + \frac{VOL}{EV} \times r_L$$

Formelen skal helst benyttes med verdien til selskapets egenkapital og gjeld målt i markedsverdier (Koller et al., 2015, s. 271). I denne beregningen antas det at markedsverdien på gjelden til XXL svært nær de bokførte verdiene. Selskapets gjeldskostnad ble estimert ved å ta gjennomsnittet av netto rentekostnad delt på netto rentebærende gjeld for den historiske perioden. Estimeringen av gjeldskostnaden til XXL kan sees i vedlegg 3.

⁴ Estimeringen av leasing vil bli diskutert i kapittel 6.2.

Videre har det blitt brukt den estimerte verdien på selskapets egenkapital i beregningen av avkastningskravet til totalkapitalen. Dette ble gjort for å få en

Tabell 5.4: Estimering av WACC for XXL

ESTIMERING AV WACC XXL ASA	
Risikofri rente	1,55%
Markedets avkastning	9,06%
Markedets risikopremie	7,51%
Justert egenkapitalbeta	1,12
Egenkapitalens avkastningskrav	9,96%
Gjeldskostnad (estimert)	4,84%
MVE (estimert)	3 832
NIBD	1 223
VOL	2 981
Selskapsverdi (EV)	8 036
Skattesats	23,10%
WACC	6,46%

WACC som gjenspeiler den forventede verdiskapingen til XXL. En høyere estimert markedsverdi på egenkapitalen enn observert markedsverdi vil i dette tilfellet øke vektingen til egenkapitalens avkastningskrav, som fører til økt WACC, som igjen fører til lavere estimert markedsverdi av egenkapitalen, og så videre. I

beregningen har dette blitt repetert helt til markedsverdien av egenkapitalen nådde en stabil tilstand, som førte til en WACC på 6,46% slik som vist i tabell 5.4.

5.3 Konsistensbetingelser

Når en arbeider med verdsettelse av et selskap kan det foreligge mye frihet i forhold til antagelser. En slik frihet medfører at det er viktig å være konsistent gjennom hele verdsettelsesprosessen. Å være konsistent betyr at vi benytter like utregninger og forholdstall, slik at en unngår å blande størrelser som gir et skjevt bilde av dataene. Dette vil også gi andre muligheten til å repetere metodene brukt i oppgaven og komme fram til lignende resultater.

Inflasjon vil kunne påvirke beregningene av historiske og fremtidige verdidrivere. I denne oppgaven har vi valgt å gjennomføre alle utregninger med nominelle størrelser, noe som vil reflektere den faktiske verdien av transaksjonene. Løpende priser legges til grunn i alle tall gjennom oppgaven, og av dette inkluderes dermed også effekten av inflasjon.

Videre har vi benyttet Yahoo Finance til å laste ned relevante selskaps- og markedsdata. Utregninger av avkastning, beta og lignende har blitt utført med aksjekurser justert for blant annet utbytter. Denne dataen blir oppdatert jevnlig

og ved repetisjon av de samme analysene gjort i denne oppgaven kan man oppleve å få andre data og resultater. Det er også verdt å legge til at beregning av blant annet WACC er gjort med selskapets bokførte gjeld. Slike vurderinger kan bidra til å sikre mer konsistente beregninger.

6. Regnskapsanalyse

Dette kapittelet vil ta for seg det historiske regnskapet til XXL hentet fra års- og kvartalsrapportene fra og med 2014. Her vil vi først diskutere og foreta en vurdering av selskapets regnskapskvalitet, før det presenteres hvordan regnskapet er behandlet i denne oppgaven for å sikre gode og reliable analyser. Til slutt vil vi ta for oss ulike regnskapsanalyser, og tabell 6.1 nedenfor oppsummerer noen av analysene gjort i kapittelet.

Tabell 6.1: Oppsummering av viktige historiske nøkkeltall

Nøkkeltall År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Salgsvekst							
XXL ASA	30,05%	24,39%	20,44%	11,47%	8,80%	-5,10%	14,41%
Snitt bransjen	0,62%	4,32%	5,24%	0,66%	1,45%		2,44%
Driftsmargin							
XXL ASA	10,78%	10,61%	9,76%	8,54%	4,67%	-1,62%	7,12%
Snitt bransjen	-0,13%	0,13%	0,71%	1,17%	-0,04%		0,37%
ROIC							
XXL ASA	8,01%	8,01%	8,91%	7,86%	4,22%	-1,33%	5,95%
Snitt bransjen	0,06%	0,61%	1,62%	2,27%	0,16%		0,94%
ROE							
XXL ASA	11,98%	12,94%	14,80%	13,76%	6,33%	-6,69%	8,85%
Snitt bransjen	-11,58%	-11,48%	-2,02%	6,01%	-36,58%		-11,13%
Likviditetsgrad 1							
XXL ASA	1,97	1,78	1,53	1,41	1,33	1,31	1,56
Snitt bransjen	1,53	1,85	1,64	1,93	2,46		1,88
Rentedekningsgrad							
XXL ASA	3,78	12,27	9,86	10,69	6,96	5,09	8,11
Snitt bransjen	1,16	2,07	2,40	11,57	2,65		3,97
Egenkapitalandel							
XXL ASA (markedsverdier)	84,08%	75,94%	71,67%	64,60%	33,55%	29,97%	59,97%
Snitt bransjen	25,40%	31,31%	29,99%	32,68%	31,64%		30,20%

6.1 Vurdering av regnskapskvaliteten

En gjennomgang av kvaliteten til regnskapet til XXL vil være hensiktsmessig for å kunne vurdere hvorvidt regnskapet gjenspeiler den virkelige

verdiskapingen til selskapet (Palepu et al., 2010, s. 90). Videre vil det være mulig å vurdere eventuelle "røde flagg" siden man, som investor, vil helst unngå å investere i selskap som gir ut uriktig informasjon eller driver manipulasjon av regnskapet.

Ettersom XXL er et allmennaksjeselskap notert på Oslo Børs vil de være pålagt å benytte internasjonale regnskapsregler i henhold til IFRS (International Financial Reporting Standards). Selskapet benytter PWC som uavhengig revisor, som dermed vil etterse at dette opprettholdes. Samarbeidet med PWC har pågått siden XXL ble børsnotert. Slike langvarige relasjoner kan sees på som positivt da PWC vil ha god kjennskap måten XXL fører regnskap på. Det bør også utøves forsiktighet ved slike langvarige forhold da det finnes eksempler på samarbeid mellom selskap og revisor for å manipulere regnskapet, slik som det amerikanske selskapet Enron gjorde i 2001 (Segal, 2019). I dag vil det være mindre sannsynlighet for at noe slikt skjer, men det vil allikevel være på sin plass å se etter lignende tegn.

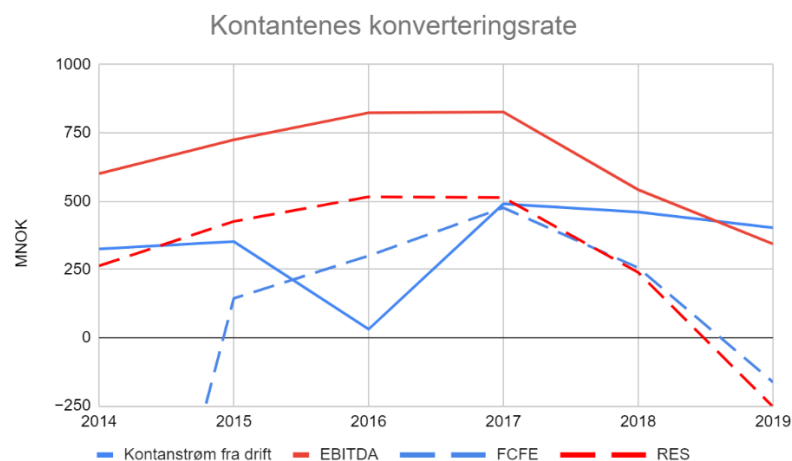
Videre vil regnskapet være preget av selskapets og ledelsens vurderinger. Eksempler på dette vil være ledelsens estimering av verdien på varelageret, eller hvor sannsynlig det er at de får innbetalt kundefordringene. Her kan det være hensiktsmessig å vurdere hvorvidt ledelsen har motiver for å manipulere regnskapet, enten for å maksimere eiernes verdier eller for egen vinning (Petersen et al., 2017, s. 559). Ifølge årsrapporten til XXL for 2018 (s. 30) beskriver selskapet et insentivprogram der bonuser på opptil 200 prosent av brutto lønn kan bli betalt dersom visse målsatte resultater blir oppnådd. I tillegg kan toppledelsen og nøkkelansatte motta opsjoner i selskapets aksjer ved gode resultater. Dette kan tyde på at selskapets ledere kan ha motiver for å drive manipulasjon, og sent i 2019 ble det oppdaget prisjuks i forbindelse med markedsføring av salgskampanjer (Jordheim & Wig, Tidligere XXL-ledere forteller: Slik jukset de med prisene, 2019).

En mulighet, spesielt gjeldende for nye ledere, er å gjennomføre en såkalt "Big Bath". Det vil si at lederen nedskriver visse eiendeler, eller endrer selskapets periodisering, for å ta disse kostnadene i inneværende periode og starte med

blanke ark (Petersen et al., 2017, s. 561). Effekten er at selskapet rapporterer et dårlig resultat ved overtagelsen (den nye lederen kan skylde på den gamle ledelsen), for så å oppleve kunstig høye resultater de neste årene. XXL har hatt relativt like regnskapsposter presentert i års- og kvartalsrapportene. Derimot ble det i 2019 nedskrevet verdier av varelageret som ble ført opp som en ekstraordinær post. Det antydes at XXL kan komme til å gjennomføre en "Big Bath" når Pål Wibe blir ny leder (Jensen, 2020), og at 2019 kan ha vært starten på dette. Det kan være et "rødt flagg" for en mulig investering i selskapet. Over lengre perioder forventes det at et selskaps kontantstrømmer og inntjening burde være på et relativt likt nivå. Petersen et al. (2017, s. 662) presenterer et hjelpemiddel for å oppdage eventuelle "røde flagg" kalt kontantenes konverteringsrate (Cash Conversion Rate), formulert slik:

$$\text{Kontantenes konverteringsrate} = \frac{FCFE}{\text{Resultat etter skatt}}$$

Ved å kalkulere kontantenes konverteringsrate belyses selskapets evne til å konvertere inntjening til kontantstrømmer. Alternativt kan selskapets rapporterte kontantstrøm fra drift og EBITDA benyttes, slik som vist ved de heltrukne linjene i figur 6.1.



Figur 6.1: Kontantenes konverteringsrate

I figur 6.1 er det lagt til to forskjellige kontantstrømmer som sammenlignes med hver sin post fra regnskapet for bedre å belyse selskapets rapportering. Fra figuren kan det observeres et stort gap mellom de rapporterte tallene fram til og med 2016. Etter dette konvergerer linjene igjen og resultatpostene blir rapportert lavere enn kontantstrømmene i 2019. En mulig årsak til denne store

forskjellen opplevd i 2016 kan være at XXL investerte kraftig i varelageret, inkludert i utregningen av kontantstrøm fra drift. Videre anses det som et positivt tegn at postene konvergerer, noe som tyder på at selskapets rapporteringer kan tenktes å være mer reliable de siste årene enn det har vært tidligere.

Tabell 6.2: Vurdering av regnskapskvaliteten til XXL

Vurdering av regnskapskvaliteten:	Sant				Usant
	1	2	3	4	5
Få motiver for manipulasjon av regnskapet			X		
Høy grad av tilbakevendende poster		X			
Høy grad av informasjon i årsrapporten		X			
Få "røde flagg" i regnskapet			X		
Helhetsvurdering:	2,5				

Til slutt presenteres en oppsummering av vurderingene gjort av regnskapskvaliteten til XXL, vist i tabell 6.2. Disse vurderingene er basert på subjektive meninger om selskapets regnskap og leseren av oppgaven må utvise et kritisk syn til resultatene. Som belyst tidligere i kapittelet har selskapet insentivprogram som kan bidra til manipulering av regnskapet for å nå målsatte resultater, spesielt når man kan tjene tre ganger opprinnelig brutto inntekt. Videre er det, med unntak av 2019, helt likt oppsett av poster i årsrapportene til XXL, og disse viser en relativt høy grad av informasjon (selv om forfatterne tidligere har vært vitne til mer detaljerte rapporter fra andre selskap). Derimot er det store muligheter for at fremtidig regnskap kan inneholde "røde flagg" som kan gjøre reliabiliteten mer usikker.

I denne oppgaven har det ikke blitt vurdert å gjøre store endringer i det presenterte regnskapet. Det eneste unntaket er å justere for selskapets leasing som ble inkludert i balansen for 2019 da IFRS 16 ble gjeldende. Dette blir presentert i neste kapittel.

6.2 Reorganisering av regnskapet

Ved reorganisering av regnskapet skilles de operasjonelle, eller driftsrelaterte, postene fra finansielle poster, ettersom det tradisjonelle regnskapet presentert av selskapet ikke har et tydelig skille mellom disse (Koller et al., 2015, s. 165). Hensikten med dette skillet er å belyse de viktigste verdidriverne til

selskapet, deriblant gjennom å analysere forholdstall som for eksempel ROIC (Return On Invested Capital). Her må det legges til at alle tallene er justert for selskapets leasing, og estimeringen av dette blir presentert til slutt i kapittelet.

Resultatregnskapet

Årsrapportene presentert av XXL har vært relativt likt i oppsett og utseende over perioden, noe som gjør reorganiseringen enklere ettersom det er få uromomenter som må justeres år over år. Det er verdt å merke seg at selskapet ikke skiller ut avskrivninger og EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) rapporteres ikke direkte. Videre er formålet med reorganiseringen av resultatregnskapet å kalkulere NOPAT (Net Operating Profit After Tax), eller driftsresultat etter skatt. Hensikten med å få fram NOPAT er å få et tydeligere bilde på verdiskapningen fra driften uavhengig av hvordan selskapet er finansiert (Petersen et al., 2017, s. 112). Dette gjøres ved å trekke rapportert skatt og renteskattegevinsten fra EBIT (Earnings Before Interest and Tax), eller driftsresultatet før skatt. NOPAT kan også kalkuleres direkte ved å redusere EBIT med selskapets effektive skattesats, slik som illustrert i følgende formel:

$$NOPAT = EBIT \times (1 - s)$$

Tabell 6.3 presenter et sammendrag av det reorganiserte resultatregnskapet til XXL.

Tabell 6.3: Resultatregnskapet til XXL

XXL ASA resultatregnskap reorganisert og justert for leasing (NOKm)							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Inntekt	4 010	5 215	6 487	7 813	8 709	9 475	8 992
Brutto inntekt	1 611	2 132	2 579	3 119	3 444	3 537	3 443
EBITDA	661	840	1 023	1 188	1 245	1 014	931
EBIT	438	562	688	762	743	443	-146
NOPAT	313	435	485	613	608	356	-112
Resultat etter skatt	127	263	426	516	513	239	-253

Balanseregnskapet

Balanseregnskapet til XXL reorganiseres for å få fram selskapets NOA (Net Operating Assets), også kjent som investert kapital. NOA vil være tilsvarende totalkapitalen til XXL, men vil bedre kunne belyse (sammen med NOPAT) hvordan selskapet skaper verdi. Ved å identifisere de driftsrelaterte eiendelene

og trekke fra de driftsrelaterte gjeldspostene kommer man fram til NOA (Koller, et al., 2015, s. 166). Fra dette observeres det at NOA består av netto driftsrelaterte langsiktige eiendeler og netto arbeidskapital, som også tilsvarer selskapets gjeld og egenkapital, vist i formelen under:

$$NOA = NONCA + NOWC = BVE + NIBD + VOL$$

Der

NONCA = Net Operating Non-Current Assets

NOWC = Net Operating Working Capital.

Hvorvidt poster i balanseregnskapet er operasjonelle eller finansielle kan for eksempel leses ut fra selskapets noter, og et viktig poeng i reorganiseringen av balanseregnskapet er at postene skal sammenstilles med funnene fra resultatregnskapet (Petersen et al., 2017, s. 114). I tilfellet XXL er de fleste postene godt forklart, med unntak av andre fordringer og kortsiktige gjeldsposter. Disse har blitt vurdert driftsrelaterte ettersom de hovedsakelig omhandler selskapets kunder, leverandører og ansatte.

Videre kan man ideelt anta at noe av selskapets kontantbeholdning er en del av arbeidskapitalen og dermed driftsrelatert, mens resten blir en finansiell post (Petersen et al., 2017, s. 115). Da dette skillet ikke kommer tydelig fram fra notene antas det i denne oppgaven at XXL i all hovedsak vil bruke kontantene til å håndtere fremtidig gjeld, eller eventuelt utbetaling av utbytte.

Tabell 6.4 presenter et sammendrag av det reorganiserte balanseregnskapet til XXL.

Tabell 6.4: Balanseregnskapet til XXL

XXL ASA balanseregnskap reorganisert og justert for leasing (NOKm)							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<i>NONCA</i>	4 620	4 997	5 446	5 891	6 372	7 048	6 769
<i>NOWC</i>	528	722	935	1 487	1 725	1 728	1 293
NOA	5 148	5 719	6 381	7 378	8 097	8 776	8 062
<i>Egenkapital</i>	1 173	3 219	3 366	3 608	3 845	3 710	3 856
<i>Verdi av leasing</i>	1 299	1 619	1 978	2 271	2 564	3 195	2 981
<i>NIBD</i>	2 676	881	1 037	1 497	1 687	1 872	1 223
EK og Gjeld	5 148	5 719	6 381	7 376	8 096	8 777	8 060

Justering for leasing

I 2019 ble IFRS 16 gjeldende og XXL måtte legge fram verdien av leasing i regnskapet. Dette var en tidligere urapportert post og det fremkommer dermed

ingen informasjon om disse verdiene i tidligere kvartals- og årsrapporter. For at forholdstallene, presentert senere i oppgaven, skal være sammenlignbare har det vært nødvendig å estimere tidligere års verdi av leasing. I notene fra rapporten til XXLs fjerde kvartal legges det fram inngående og utgående verdi av deres leasing rettigheter og tilhørende gjeld, i tillegg til avskrivningen og rentekostnaden tilknyttet disse postene. For å kunne estimere verdien av leasingen tilbake til 2013 måtte levetiden for aktiva og rentekostnaden til gjelden kalkuleres. Med utgangspunkt i verdiene presentert i notene ble rentekostnaden til leasingens gjeld regnet ut ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Rentekostnad i \%} = \frac{\text{Rentekostnad leasing}}{\text{Verdi av leasing (VOL)}}$$

Dette resulterte i en rentekostnad på 3,08% som videre antas å være stabil for perioden det justeres for.

Med rentekostnaden kalkulert var neste steg å estimere levetid for aktiva ved bruk av følgende formel:

$$\text{Levetid for aktiva} = \frac{1}{\left(\frac{\text{Leasingkostnad}}{\text{VOL}_{t-1}}\right) - \text{Rentekostnad}}$$

Med formelen på plass resulterte det i en levetid på tilnærmet 6,5 år. Denne antas også å være stabil over perioden.

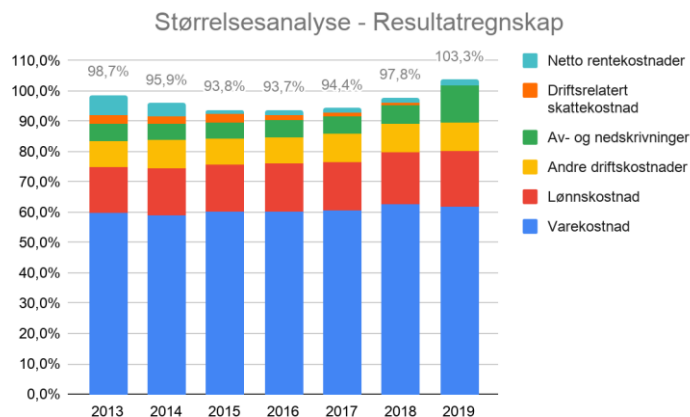
Det som antas å være leasingkostnaden ble identifisert fra note 17 i årsrapportene, og dermed ble verdien av leasing estimert ved bruk av følgende formel:

$$\text{VOL}_{t-1} = \frac{\text{Leasingkostnad}}{\left(\text{Rentekostnad} + \frac{1}{\text{Levetid for aktiva}}\right)}$$

Disse verdiene ble så lagt til på begge sider i balanseregnskapet (Koller, et al., 2015, s. 409). Siste justeringen skjedde i resultatregnskapet der andre driftskostnader reduseres med leasingkostnaden. Denne kostnaden fordeles på selskapets avskrivninger og rentekostnader. Justeringen fører til økt NOPAT som gir utslag i en høyere driftsmargin etter skatt. Samtidig er økningen i NOA relativt sett høyere enn for NOPAT og resulterer i en lavere avkastning på investert kapital etter justeringen for leasing.

Verdien av leasingen kan sees i tabell 6.4, og tall for estimeringen av leasing kan finnes i vedlegg 3.

6.3 Trendanalyser



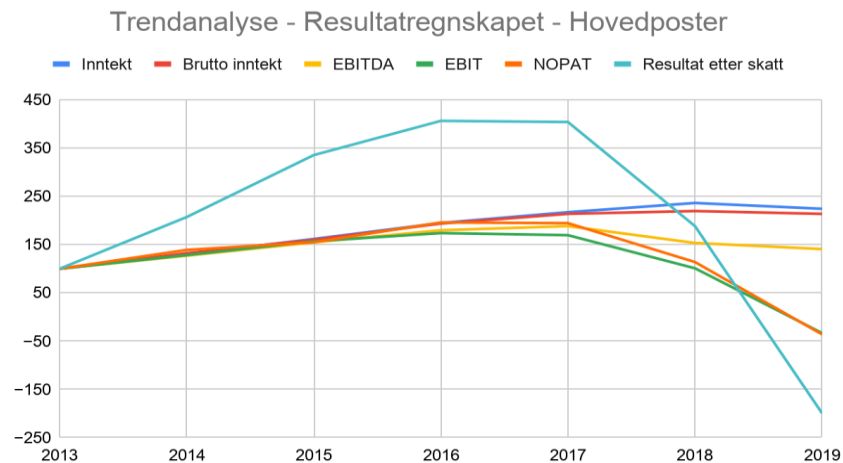
Figur 6.2: Størrelsesanalyse av kostnadene til XXL

En “common size” analyse av resultatregnskapet viser kostnadene som en prosent av inntekten (Petersen et al., 2017, s. 161).

Varekostnad er XXLs største kostnadspost. Gjennom perioden 2013-2019 har selskapet holdt denne kostnaden relativt stabilt, i gjennomsnitt på 60,6% av inntektene. Denne prosenten var lavest i 2014 på 59,1%, men i de siste årene har kostnadene økt relativt til inntektsveksten og varekostnaden var på sitt høyeste i 2018 med 62,7% av inntektene. Lønnskostnadene er den nest største kostnadsposten til XXL etter varekostnadene. Denne har også vært relativt stabil sammenlignet med inntektene og har i gjennomsnitt ligget på 16,2% med laveste punkt i 2013 på 15,1%. XXL har hatt en relativ økning i lønnskostnadene de siste årene, til 18,4% av inntektene i 2019, og denne relative økningen av kostnader sammenlignet med inntekter belyser en negativ trend i marginene til XXL.

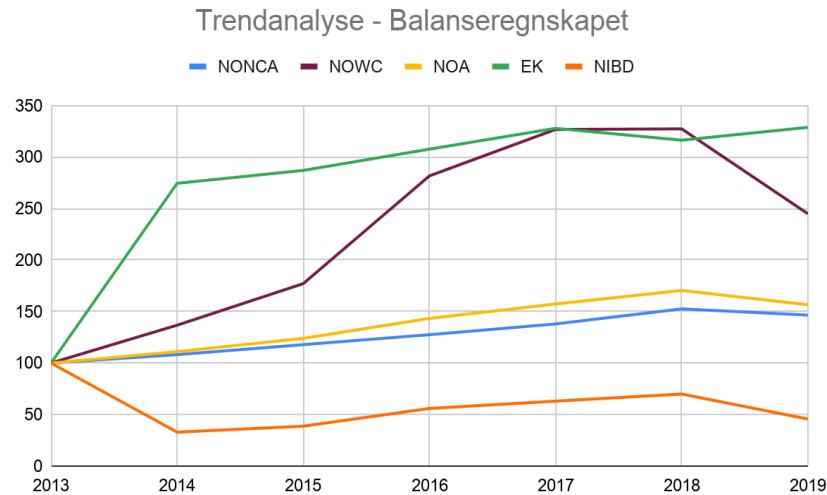
En indekseringsanalyse kan være nyttig for å identifisere trender over tid (Petersen et al., 2017, s. 161). Figur 6.3 illustrerer utviklingen i hovedpostene inntekt, brutto profitt, EBITDA, EBIT, NOPAT og resultat etter skatt fra resultatregnskapet til XXL. Fra grafen kan det observeres en positiv trend tidlig i den historiske perioden, før en forverring i postene fra 2017. Selskapet hadde en kraftig vekst i bunnlinjen til og med 2016 der resultatet etter skatt hadde økt med 400% siden 2013. Etter 2016 opplevde XXL en økning i kostnader, som nevnt tidligere, og dette bidro til å stagnere veksten i postene

lenger ned i resultatregnskapet. Selv om inntekten og brutto profitten var over dobbelt så høy som i 2013 endte resultatet etter skatt i 2019 ned -200% sammenlignet med 2013. EBIT og NOPAT var også negative dette året mye grunnet de økende kostnadene de siste årene.



Figur 6.3: Indekseringsanalyse av resultatregnskapet til XXL

Indekseringsanalysen av hovedpostene i balanseregnskapet, vist i figur 6.4, gjenspeiler noe av funnene tidligere nevnt i kapittelet. Av de operasjonelle postene kan vi se en kraftig økning i arbeidskapitalen i perioden til 2018, før den reduseres noe. Dette kan være et resultat av oppbygging og kapitalbinding i varelageret til XXL, samt resultatet av forrige års nedskrivning. Netto operasjonelle anleggsmidler har økt stabilt over perioden og ligger på rundt 150% av verdiene fra 2013. Denne posten ble også redusert noe da XXL hadde mindre verdier bundet opp i materielle anleggsmidler som bygninger, fabrikker og annet utstyr, samt leasingavtaler. Ettersom operasjonelle anleggsmidler utgjør den største delen av den investerte kapitalen gjenspeiles den forsiktige utviklingen også i NOA. Av de finansielle postene til XXL kan vi se en økning i egenkapitalen og en reduksjon i netto rentebærende gjeld. Hovedårsaken til det kraftige hoppet i egenkapitalen var en emisjon i 2014 som sørget for å gjøre selskapet mer likvid.



Figur 6.4: Indekseringsanalyse av balanseregnskapet til XXL

Reduksjonen i netto rentebærende gjeld kommer hovedsakelig fra nedbetaling av langsiktige lån i 2014. Deretter har posten holdt seg ganske stabil, og de foregående års økning kommer som følge av opptak av noe mer kortsiktig rentebærende gjeld.

6.4 Lønnsomhets- og vekstanalyser

Avkastning på investert kapital (ROIC)

Avkastning på investert kapital, forkortet ROIC (Return On Invested Capital) måler profitabiliteten i selskapets operasjoner, og belyser i hvor stor grad de klarer å skape verdier for aksjonærene. Petersen et al. (2017, s. 142) presenterer følgende formel som grunnlag for målingen:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{NOA} \times 100$$

Der

$ROIC$ = Avkastning på investert kapital

$NOPAT$ = Driftsresultat etter skatt

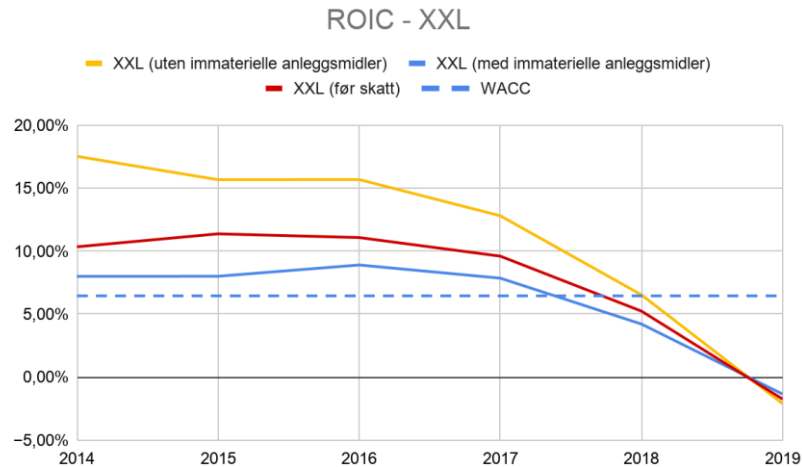
NOA = Gjennomsnittlig netto operasjonelle eiendeler.

Tabell 6.6: Dekomponering av ROIC

Dekomponering av ROIC (tall i prosent)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt	Maks	Min
Varekostnad / inntekt	59,1	60,2	60,1	60,5	62,7	61,7	60,7	62,7	59,1
Lønnskostnad / inntekt	15,3	15,3	15,9	16,3	17,0	18,4	16,4	18,4	15,3
Andre driftskostnader / inntekt	9,5	8,7	8,8	9,0	9,6	9,6	9,2	9,6	8,7
Av- og nedskrivninger / inntekt	5,3	5,2	5,4	5,8	6,0	12,0	6,6	12,0	5,2
Driftsmargin (EBIT / inntekt)	10,8	10,6	9,8	8,5	4,7	-1,6	7,1	10,8	-1,6
NOWC / inntekt	12,0	12,8	15,5	18,4	18,2	16,8	15,6	18,4	12,0
Faste anleggsmidler / inntekt	35,6	34,9	34,5	36,1	39,3	42,8	37,2	42,8	34,5
Inntekt / investert kapital (uten goodwill)	2,1	2,1	2,0	1,8	1,7	1,7	1,9	2,1	1,7
ROIC før skatt	22,7	22,3	19,5	15,7	8,1	-2,7	14,2	22,7	-2,7
Skattekostnad på selskapets drift	22,6	29,6	19,6	18,2	19,5	23,1	22,1	29,6	18,2
ROIC (uten immaterielle eiendeler)	17,5	15,7	15,7	12,8	6,5	-2,1	11,0	17,5	-2,1
Immaterielle eiendeler som % av kapital	54,3	48,9	43,2	38,6	35,4	36,3	42,8	54,3	35,4
ROIC (med immaterielle eiendeler)	8,0	8,0	8,9	7,9	4,2	-1,3	5,9	8,9	-1,3

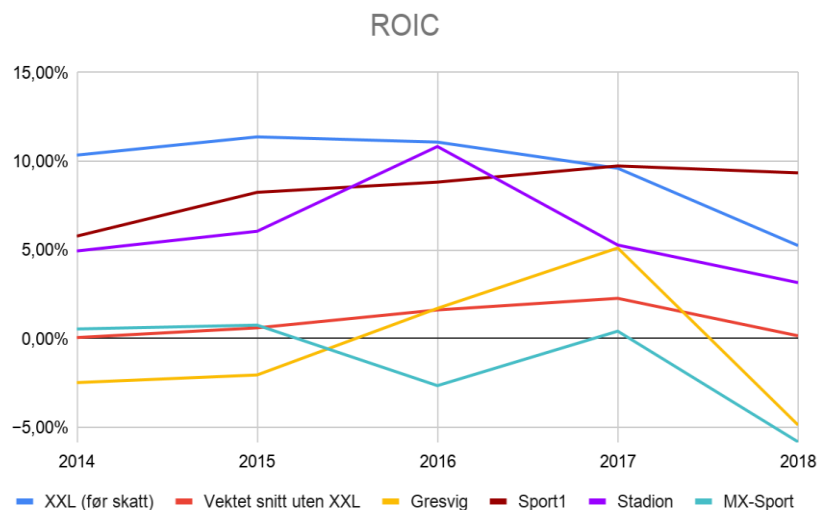
Videre kan ROIC dekomponeres i ulike forholdstall som viser mer detaljert hvordan selskapets verdier blir skapt (Koller et al., 2015, s. 205). Inntektene fratrukket driftskostnader resulterer i driftsmargin før skatt. Tabell 6.6 belyser utviklingen, også påpekt tidligere i trendanalysen, av en kraftig reduksjon i marginene over perioden. Det kan også observeres en forverring i omløpshastigheten på den investerte kapitalen (fratrukket immaterielle eiendeler) da arbeidskapitalen og de faste anleggsmidlene øker mer enn inntektene. Multiplikasjon av marginen med omløpshastigheten resulterer i ROIC før skatt ekskludert immaterielle eiendeler. Videre trekkes skattekostnadene fra og de immaterielle eiendelene inkluderes for å komme fram til helheten av selskapets avkastning på investert kapital. Tabell 6.6 viser en maksimal ROIC på 8,9% for XXL i 2016 til tross for en nedgang i både marginer og omløpshastighet. Dette kan tyde på at de immaterielle eiendelene ikke bidrar til positiv verdiskaping.

⁵ I denne oppgaven har goodwill og immaterielle eiendeler samme betydning.



Figur 6.5: Utviklingen i ROIC sammenlignet med WACC

Figur 6.5 underbygger dette argumentet der man kan se tydelig forskjell på ROIC kalkulert før skatt, etter skatt, og både inkludert og ekskludert immaterielle eiendeler. I tillegg vises profitabiliteten i lys av avkastningskravet til XXL. En ROIC etter skatt må være høyere enn avkastningskravet til total kapitalen (WACC) for at selskapet skaper verdi, eller superprofitt, for aksjonærene.



Figur 6.6: Utviklingen i ROIC for XXL og konkurrentene

Sammenlignet med snittet til konkurrentene valgt ut i denne oppgaven, har XXL hatt høyere ROIC før skatt. Videre opplever selskapet nesten halvparten så høy omløpshastighet på den investerte kapitalen sammenlignet med resten av bransjen. Selskap med store utsalgsbutikker slik som XXL kjennetegnes ofte ved enkle og lite differensierte varer. Dette skulle tilsvare et høyere

salgsvolum og omløpshastighet, og lavere marginer (Petersen et al., 2017, s. 157). Derimot tyder sammenligningen på at XXL har oppnådd det motsatte, og har klart å skaffe høyere marginer og lavere omløpshastighet enn konkurrentene. En slik fremstilling kan tolkes som at XXL selger produkter av høyere kvalitet eller mer differensierte produkter enn resten av bransjen.

Avkastning på egenkapitalen (ROE)

Avkastning på egenkapitalen, forkortet ROE (Return On Equity), gjenspeiler selskapets regnskapsmessige avkastning for aksjonærene (Petersen et al., 2017, s. 168), vist i følgende formel:

$$ROE = \frac{RES}{\overline{BVE}} \times 100$$

Der

ROE = Avkastning på egenkapitalen

RES = Resultat etter skatt

\overline{BVE} = Gjennomsnittlig bokført verdi av egenkapitalen.

ROE kan også dekomponeres i flere forholdstall for å belyse hvordan selskapets finansiering påvirker lønnsomheten, kalkulert ved følgende formel:

$$ROE = ROIC + (ROIC - NRK) \times \frac{NIBD + VOL}{BVE}$$

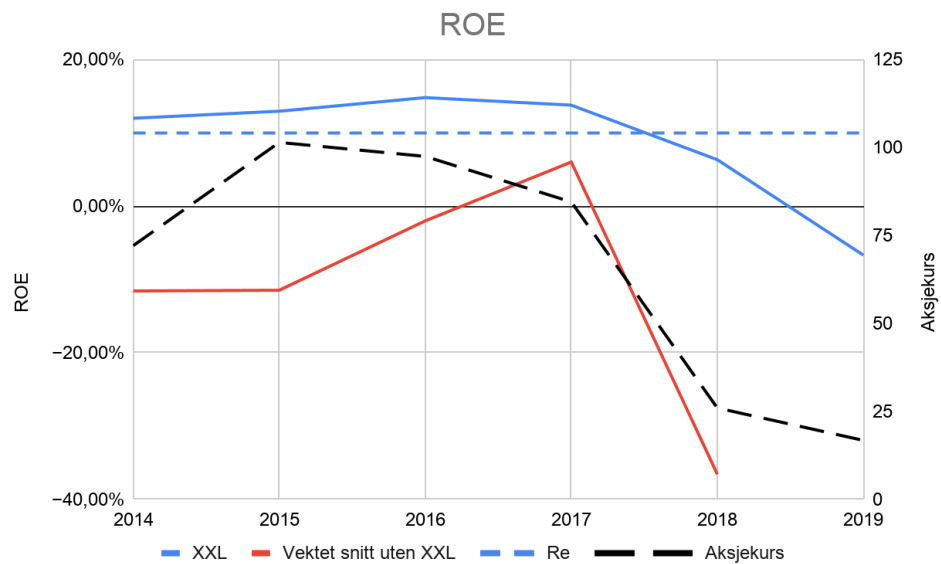
Der

NRK = Netto rentekostnader (beregnet som $NRK = \frac{\text{Netto finanskosnader}}{\text{Netto gjeld}}$).

Formelen kan deles i to der første ledd består av ROIC som viser avkastningen på selskapets drift, nevnt tidligere i oppgaven. Andre ledd i formelen belyser hvordan avkastningen på egenkapitalen påvirkes av selskapets finansielle giring fremhevet ved gjeldsgraden. Tolkningen av denne sammenhengen er at dersom ROIC og rentekostnaden holder seg konstante (og $ROIC > NRK$) vil selskapet kunne øke ROE ved å ta opp mer gjeld. Dette samsvarer også med diskusjonen fremlagt i kapittel 5 der en økning i gjeldsgrad er forbundet med høyere risiko i selskapet, som igjen fører til at eierne forventer en høyere avkastning.

Figur 6.7 viser utviklingen i ROE (og de dekomponerte variablene av formelen) for XXL sammenlignet med deres konkurrenter, samt

avkastningskravet til egenkapitalen. I tillegg vises selskapets årlige aksjekurser.

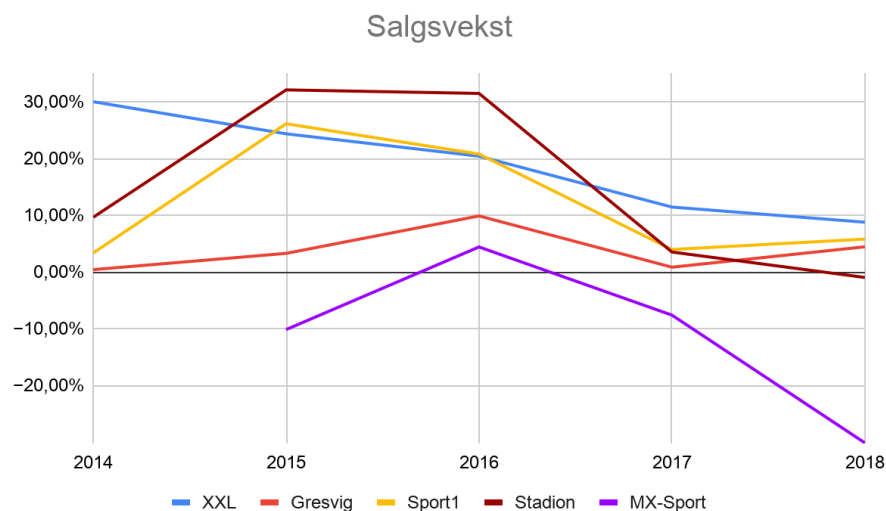


Figur 6.7: Utviklingen i ROE for XXL og konkurrentene, og aksjekursen til XXL

Fra figuren kan det observeres en nedgang i ROE for både XXL og konkurrentene. For XXL kan dette forklares med en reduksjon i ROIC, som beskrevet tidligere i kapitlet. Selskapet har også tatt opp mer gjeld de siste årene som bidro til å redusere nedgangen i ROE i 2018. Derimot vil en økning i gjeldsgrad virke mer destruktiv på selskapets ROE dersom de opplever en negativ ROIC slik som i 2019.

Vekstanalyse

Ifølge Petersen et al. (2017, s. 183) er selskapets salgsvekst ansett som en av de viktigste driverne bak selskapets fremtidige evne til å skape verdier. Figur 6.8 viser veksten i inntekten til XXL og deres konkurrenter.



Figur 6.8: Salgsvekst, XXL og konkurrenter

Fra figuren kan det observeres høy, men avtagende vekst i inntektene til XXL. Selskapet leverer som regel også høyere vekst enn konkurrentene, som kan virke positivt med tanke på å ta markedsandeler. Vekst kan også ta andre former, slik som tabell 6.7 nedenfor oppsummerer.

Tabell 6.7: Vekstanalyse XXL

XXL ASA vekst	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Inntekt per butikk	3,45%	5,25%	-2,14%	-4,88%	-0,49%	-9,51%	-1,39%
EVA	N/A	11,79%	79,23%	-35,56%	-273,61%	-247,85%	-93,20%
RI	N/A	121,53%	72,05%	-15,93%	-196,83%	-358,76%	-75,59%
Bærekraftig vekst	-12,94%	4,46%	6,82%	6,24%	6,33%	-6,69%	0,70%

Selv om XXL har økt inntektene hvert år (med unntak av 2019) er det interessant å observere hvordan inntekten per butikk har vært negativ siden 2016. Dette tolkes som fornuftig i samsvar med økonomisk teori om avtakende utbytte da det forventes at de beste lokasjonene benyttes først før lokasjoner med lav tetthet av kunder blir anvendt. Videre kan det tyde på at det optimale antallet butikker ble funnet i 2015, og XXL må være påpasselige med videre ekspansjon da kostnadene kan overstige inntektene. Tabellen belyser også hvordan utviklingen i selskapets "superprofit" (EVA og RI) har vært over perioden. Som vist tidligere i kapittelet opplevde XXL en avkastning høyere enn avkastningskravet i perioden 2014-2017, som samsvarer med positiv merverdi. Deretter viser tallene i tabellen et kraftig fall i selskapets merverdi og dermed også destruksjon av verdi.

Bærekraftig vekst belyser hvor mye et selskap kan vokse uten å endre på selskapets finansiering, eller at det går ut over profitabiliteten (Palepu, et al., 2010, s. 225). Dette er en funksjon av selskapets avkastning på egenkapitalen og hvor mye som blir delt ut i utbytter, slik som vist i følgende formel:

$$g = ROE \times (1 - PO)$$

Der

g = Selskapets bærekraftige vekst

PO = Andelen av resultatet etter skatt som blir delt ut som utbytter (Payout ratio).

Salgsveksten til XXL er over bærekraftig vekst hvert år. Dette er ikke nødvendigvis negativt, men betyr at selskapet ikke klarer å håndtere veksten med samme finansiering (gjeldsgrad) som før.

Videre er det verdt å merke endringen i utbyttepolitikken til XXL da de fra 2014 til 2017 delte ut en høy prosentandel av resultatet til aksjonærene, vist i tabell 6.8. I denne perioden har det vært attraktivt for investorer å investere i XXL ettersom de fikk utbetalt i overkant av 2% av investeringen som utbytte. En endring, og spesielt en reduksjon i utbytte, er et sterkt signal på hvordan ledelsen vurderer selskapets fremtidsutsikter. Det at XXL har valgt å kutte utbyttet i 2018 og 2019 kan tyde på at det er dårlige tider i vente for selskapet. Tall for utbyttehistorikken til XXL kan finnes i vedlegg 3.

6.5 Likviditets- og risikoanalyser

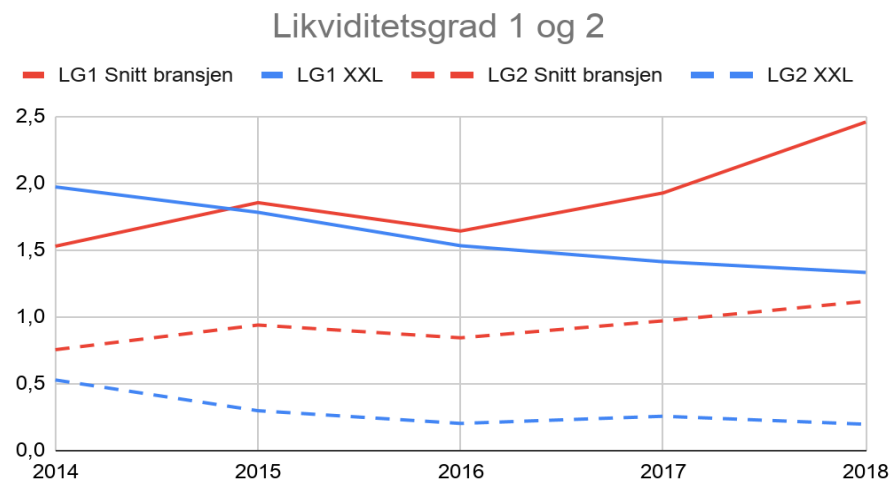
Likviditetsgrad 1 og 2

Formelen til likviditetsgrad 1 består av de mest likvide eiendelene dividert på kortsiktig gjeld.

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

En verdi under 1 indikerer at selskapet har flere forpliktelse som forfaller i løpet av det neste året enn eiendeler som kan bli omgjort til kontanter (Damodaran, 2012, s. 49). Ifølge Damodaran (2012) vil dette være en indikasjon på likviditetsrisiko. Selv om tradisjonell analyse antyder at bedrifter opprettholder en likviditetsgrad 1 på 2 eller høyere, er det her en avveining mellom å minimere likviditetsrisiko og å binde opp mer og mer kontanter i

netto arbeidskapital ifølge Damodaran (2012). I figur 6.9 presenteres utviklingen i likviditetsgrad 1 og 2 fra 2014-2018 for XXL og deres konkurrenter.



Figur 6.9: Likviditetsgrad 1 og 2, XXL og konkurrentene

Vi ser av figuren at XXL har hatt en nedgang i likviditetsgrad sammenlignet med bransjen. En forklaring på dette kan være at XXL har hatt en ekspansiv økning i antall varehus i Norden. Dette fører til en økning i behovet for kontanter og kortsiktig gjeld. Det kan observeres at utenom 2018 har ikke XXL eller bransjen hatt en likviditetsgrad 1 på 2 eller høyere. Dette kan tyde på at det generelt er mindre omløpsmidler i forhold til kortsiktig gjeld i bransjen.

Likviditetsgrads 2 er forskjellig fra likviditetsgrad 1 ved at den skiller mellom omløpsmidler som raskt kan konverteres til kontanter og de som er mindre likvide, slik som varebeholdning og kundefordringer (Damodaran, 2012, s. 49).

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

Ifølge Damodaran (2012) kan kundefordringer inkluderes i formelen dersom disse raskt kan konverteres til kontanter. Dersom $LG\ 2 < 1$ tyder dette på at selskapet har mindre likvide midler enn kortsiktig gjeld. Dette kan være risikofyllt da selskapet kan komme i en likviditetsskvis dersom leverandører (eller andre selskapet skylder penger) plutselig krever inn pengene. Derimot kan selskaper fint klare seg med en lav LG 2 og tjene på dette dersom de er

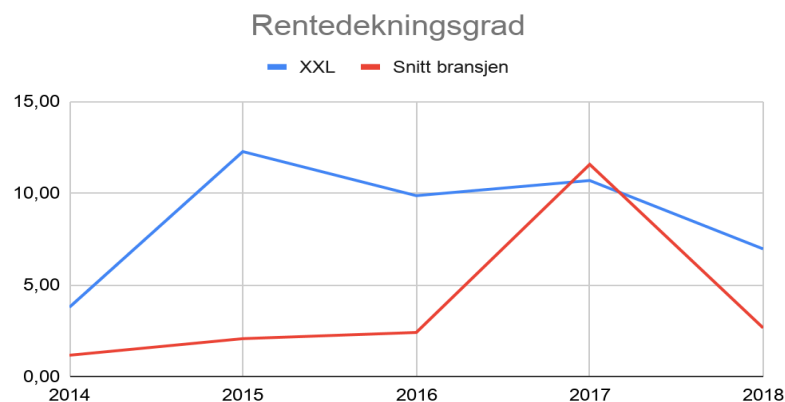
påpasselige med kreditten de skylder. Figuren over viser at XXL har betydelig lavere likviditetsgrad 2 enn bransjen fra 2015 til 2018. Dette kan forklares som nevnt tidligere med at XXL holder en mindre kontantbeholdning på grunn av ekspansjonen av antall varehus og lignende investeringer.

Rentedekningsgrad

Ifølge Damodaran (2012) er rentedekningsgrad et forholdstall som belyser hvor godt et selskap klarer å dekke kostnader knyttet til gjeld og andre finansielle forpliktelser. En høyere rentedekningsgrad betyr bedre evne hos selskapet til å innfri sine finansielle forpliktelser. Følgende formel benyttes for å beregne rentedekningsgraden:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Netto Finanskostnader}}$$

Figur 6.10 presenterer utviklingen i rentedekningsgrad fra 2014 til 2018.



Figur 6.10: Rentedekningsgrad, XXL og konkurrenter

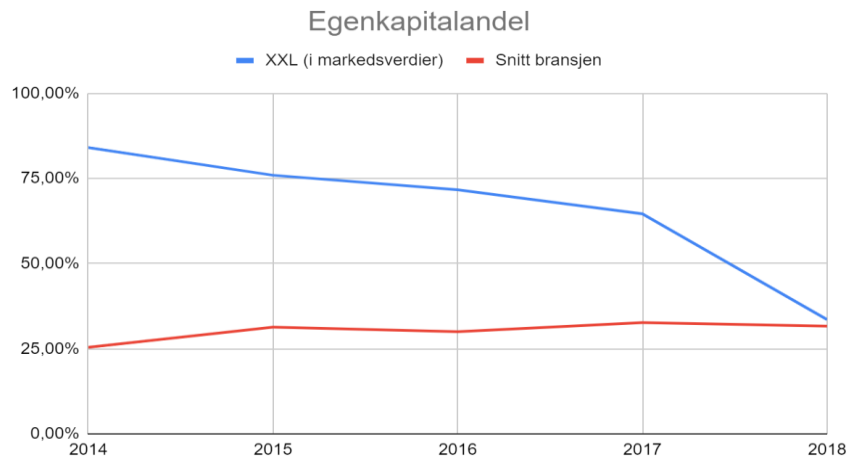
Figuren viser at rentedekningsgraden til XXL øker kraftig sammenlignet med resten av bransjen etter 2014. Økningen i rentedekningsgrad fra 2014 til 2015 kan forklares med at finanskostnadene har blitt mindre etter at XXL ble børsnotert. Som følge av dette har XXL i perioden 2014-2017 lyktes med å redusere finansieringskostnadene i tillegg til å holde gjelden på et stabilt nivå.

Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen måler hvor stor del av totalkapitalen som er finansiert med egenkapital. Her må det påpekes at denne har blitt kalkulert ved bruk av markedsverdien på egenkapitalen. Det anbefales å bruke markedsverdi da det

gir et oppdatert syn på verdiene til balanseregnskapet (Petersen et al., 2017, s. 218). Følgende formel har blitt benyttet:

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



Figur 6.11: Egenkapitalandel, XXL og konkurrenter

Figur 6.11 viser at XXL har en høyere egenkapitalandel enn bransjen gjennom perioden, noe som kan tyde på at selskapet er mer solid enn snittet for bransjen. Derimot observeres det en negativ trend over perioden hovedsakelig forårsaket av den kraftige reduksjonen i markedsverdien til XXL. Denne trenden kan virke som et usikkerhetsmoment da dårligere egenkapitalandel er en indikasjon på økt konkursrisiko.

Konkursrisiko

I denne oppgaven har vi benyttet Altman Z-score modellen for å vurdere konkursrisikoen til XXL, og sammenlignet scoren med to konkurrenter. Palepu et al. (2010, s. 459) presenterer et selskaps profitabilitet som mer nyttig enn likviditet for å predikere konkursrisikoen til et selskap. Samtidig er Z-score et enkelt verktøy for å måle den økonomiske helsen til et selskap (Batchelor, 2018, s. 413). Ifølge Batchelor (2018) kan ledere bruke modellen til å belyse spesifikke faktorer når det tas beslutninger for å redusere risiko. Følgende formel for Altman Z-score modellen blir brukt (Palepu et al., 2010, s. 459):

$$Z = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 1,0 X_5$$

Der

$$X_1 = \frac{NOWC}{NOA}$$

$$X_2 = \frac{\text{Opptjent egenkapital}}{NOA}$$

$$X_3 = \frac{EBIT}{NOA}$$

$$X_4 = \frac{MVE}{\text{Bokført verdi av gjeld}}$$

$$X_5 = \frac{\text{Salgsinntekt}}{NOA}$$

Tabell 6.8 viser en oppsummering av resultatene.

Tabell 6.8: Z-score for XXL, Gresvig og Sport1

Altman Z-score	2014	2015	2016	2017	2018	2019
XXL ASA	3,85	3,91	3,60	3,12	1,97	1,57
Konkursrisiko	Lav	Lav	Lav	Lav	"Gråsoner"	Høy
Gresvig AS			1,87	2,03	2,14	
Sport1 AS			3,68	3,44	2,91	

Dersom Z-verdien er lavere enn 1,81 predikerer modellen at selskapet vil gå konkurs. Verdier mellom 1,81 og 2,67 er markert som en "gråsoner", og verdier høyere enn 2,67 blir vurdert som trygg grunn. Det kan observeres fra tabellen en gradvis reduksjon i scoren til XXL som fører til at selskapets konkursrisiko vurderes som høy i 2019. Sport1 blir vurdert til lav risiko, mens Gresvig, som gikk konkurs i 2018, har vært i gråsonen fra 2016 til 2018, men aldri fått en høyere score enn 1,87. Dette kan være et tegn på at XXL må være påpasselige ettersom trenden vist i tabellen kan tyde på at de nærmer seg konkurs. Samtidig må det nevnes at selskapene ikke er direkte sammenlignbare, og at en modell aldri eller svært sjeldent vil være 100% riktig.

7. Strategiske analyser

I denne seksjonen av oppgaven beveger vi oss over til de strategiske analysene. Det vil bli gjennomføres interne og eksterne analyser. Hensikten med de interne analysene er å kartlegge styrkene og svakhetene til XXL gjennom å vurdere hvordan selskapet skaper verdi sammenlignet med konkurrentene. De eksterne analysene vil belyse makroøkonomiske faktorer som kan påvirke selskapets verdiskapning i tiden fremover, og vil gi en oversikt over mulighetene og truslene XXL står overfor.

7.1 Intern analyse

7.1.1 Verdikjedeanalyse

I dette kapitlet vil vi drøfte hvorvidt aktivitetene i verdikjeden til XXL bidrar til selskapets verdiskapning eller ikke. Det vil også bli gjennomført en sammenligning av verdikjeden til XXL og to nære konkurrenter.

Inngående og utgående logistikk

XXL har to sentrale varelager i Norge og Sverige (XXL ASA, 2019). Lageret i Norge leverer til det norske markedet mens lageret i Sverige leverer til de øvrige markedene XXL opererer i. Fra årsrapporten fremkommer det at XXL opererer med en integrert verdikjede blant annet ved at begge lagrene opererer med topp moderne robotikk levert av AutoStore AS. Ved å benytte seg av automatiserte løsninger kan XXL redusere kostnader knyttet til transport og lagring. Varekostnader er den største kostnaden for XXL, og det er dermed vesentlig å benytte et effektivt og kostnadsbesparende lager- og logistikksystem for å holde varekostnadene på et lavt nivå.

Salg, oppfølging og service

Salg og service er aktiviteter som i stor grad foregår i butikkene, noe som gjør at disse aktivitetene henger sammen. Big-Box konseptet til XXL gjør at kunden kan finne alt den trenger under samme tak. Dette konseptet er noe som i stor grad er unikt for XXL, og som kombinert med dyktige butikkansatte bidrar til en effektiv og kostnadsbesparende aktivitet som skaper verdi for

selskapet. I årsrapporten fra 2018 uttaler XXL at de vil lansere et nytt automatisert selvbetjeningskonsept som vil redusere håndteringskostnadene betydelig og forbedre kundeopplevelsen (XXL ASA, 2019). Dette vil potensielt kunne forbedre og ytterligere øke selskapets verdiskaping. XXL legger også stor vekt på kundeservice der det under hver varekategori skal være en ansatt med spesifikk kompetanse innenfor varekategorien. Dette kan anses som en viktig faktor for å oppnå god kundeservice. I 2019 var XXL ledende innen kundelojalitet, men på delt andreplass når det kom til kundetilfredshet (Handelshøyskolen BI, 2019). De største konkurrentene til XXL scorer likt, noe som gjenspeiler den harde konkurransen innad i bransjen.

Markedsføring

XXL fører en markedsføringsstrategi der målet er å være dominerende i visse kanaler, slik som reklameblad, TV-reklamer, avisannonser, og sosiale medier for å nevne noen, der selskapet kjører omfattende kampanjer i disse kanalene. Markedsføringsstrategien til XXL kan betegnes som aggressiv og selskapet har høye kostnader i forbindelse med å være synlige. Markedsføringen skal bidra til økt merkekjennskap, kundelojalitet og å tiltrekke nye kunder, og er en viktig aktivitet som potensielt vil kunne øke inntektene til XXL.

Støtteaktiviteter

Av støtteaktivitetene velger vi å fokusere på personalforvaltning og teknologiutvikling. XXL har rundt 5.290 ansatte i 2018. Gode rutiner internt i et selskap er vesentlig for å sikre en sunn og sterk bedriftskultur. Dette kan bidra til å redusere sykemeldinger og annet fravær fra arbeidet, noe som vil kunne redusere selskapets lønnskostnader. XXL har hatt problemer med dårlig bedriftskultur, som vil bli diskutert senere i kapittelet, og har resultert i høyere lønnskostnader sammenlignet med konkurrentene.

Med robotikk på varelageret og satsning på nettbutikk viser XXL en stor interesse for teknologisk nyvinning. Selskapet utvikler lite ny teknologi selv, men har investert mye i driftsforbedringer. Dette kan eksemplifiseres gjennom deres utvikling av Big-Box konseptet og automatisert varelager som bidrar til å støtte opp om selskapets fysiske salgsaktiviteter. Et slikt konsept krever investeringer i lokaler som igjen øker selskapets avskrivningskostnader.

Tabell 7.1: Sammenligning av verdikjeden til XXL, Gresvig og Sport1

2018	Varekostnad / Inntekt	Lønn / Inntekt	Markedsføring / Inntekt	Avskrivninger / Inntekt	Driftskostnader / Inntekt
XXL ASA	62,67%	17,04%	5,57%	6,03%	95,33%
Gresvig AS	82,78%	7,11%	N/A	0,66%	102,68%
Sport1 AS	69,98%	10,64%	N/A	1,24%	95,85%
Forskjell	13,71%	-8,17%	N/A	-5,08%	3,94%

Fra tabell 7.1 kan vi se at XXL har en av bransjens høyeste bruttomarginer i 2018. Ved å ha en integrert verdikjede sikres det god kontroll på selskapets logistikk, noe som har ført til at varekostnaden er 13,71% lavere enn konkurrentenes. XXL har mange ansatte, noe som gjenspeiles i 8,17% høyere lønnskostnader enn konkurrentene. Samtidig er disse kostnadene vesentlig høyere målt i prosent av inntektene, noe som kan tyde på at XXL ikke lyktes helt med å holde kontroll på lønnskostnadene, som kan forårsakes av dårlig personalforvaltning. Vi fant ikke tall på kostnadene i forbindelse med markedsføring for konkurrentene til XXL, men tabell 7.1 viser at selskapet bruker 5,57% av inntektene på markedsføring, som er en betydelig del av driftskostnadene. Til tross for relativt lave avskrivningskostnader målt i andel av inntekt er disse kostnadene 5,08% høyere hos XXL sammenlignet med konkurrentene. I 2018 hadde XXL til sammen driftskostnader på 95,33% av inntektene, som er 3,94% lavere enn snittet mellom Gresvig og Sport1.

7.1.2 VRIO-analyse

Hensikten med en VRIO-analyse er å belyse hvilke ressurser XXL har som kan gi selskapet et konkurransefortrinn. Analysen er oppsummert i tabell 7.2 nedenfor.

Tabell 7.2: Oppsummering av VRIO-analysen

Ressurs	Verdifull (V)	Sjelden (R)	Vanskelig å kopiere (I)	Godt organisert (O)	Avkastning
Bedriftskultur	Ja	Nei	Ja	Nei	Negativ
Spesialisert kompetanse	Ja	Ja	Nei	Nei	Under gjennomsnittet
Big-Box konseptet	Ja	Ja	Ja	Ja	Over gjennomsnittet
Integrert verdikjede	Ja	Nei	Nei	Ja	Potensielt tidsbegrenset over gjennomsnittet
Tilgang på kapital	Ja	Ja	Nei	Ja	Gjennomsnitt
Omdømme	Ja	Nei	Ja	Nei	Negativ

Bedriftskultur

I årsrapportene til XXL fremheves de ansatte som en svært verdifull ressurs. De er blant annet det viktigste bindeleddet mellom selskapet og deres kunder, noe som kan bidra til økt salg. Ansatte er ofte omskiftelige, og det er vesentlig for XXL å bygge opp en suveren bedriftskultur. Dette kan gjøre det mer attraktivt å jobbe for selskapet og tiltrekke gode ansatte, og sikre et XXL et godt omdømme. En god kultur innad i selskapet er ofte vanskelig å kopiere direkte, men det er mange eksempler på selskaper med god bedriftskultur. Det

betyr at denne ressursen ikke er spesielt sjelden. Incentivordningene til selskapet er ofte basert på økonomisk kompensasjon, noe som er lett imiterbart for konkurrentene. Det er derfor vesentlig at XXL sørger for at de ansatte får en mer givende belønning enn det rent økonomiske slik at det er verdifullt og attraktivt å arbeide for selskapet. XXL har ikke klart å oppnå dette da det blant annet ble oppdaget brudd på arbeidsmiljøloven tidlig i 2020 (Jordheim, 2020). Bedriftskulturen i XXL har vist tegn på å ha vært dårlig. Det kan ha påvirket verdiskapningen til selskapet negativt og gitt dårlig omdømme. Dersom XXL klarer å rydde opp og bygge en bedre bedriftskultur fremover vil dette bidra til å øke konkurransefortrinnet og verdiskapningen til selskapet.

Spesialisert kompetanse

Som beskrevet over er ansatte en svært verdifull ressurs. Dersom ansatte innehar spesialisert kompetanse innenfor området selskapet operer i vil det ytterligere øke verdien på ressursen. En høy grad av kompetanse kan sies å være sjeldent blant sportskjedene da dette er mer fremtredende hos mindre nisjebutikker med spesialisert kompetanse innenfor spesifikke sportsgrener. Det er derimot mulig å kopiere denne typen kompetanse, for eksempel ved å sende ansatte på kurs. XXL fokuser på å tilby sportsutstyr til lave priser. Dermed har selskapet et stort varesortiment, og få ansatte vil ha spesialisert kompetanse innen alle varegrupper. Det vil heller ikke være lønnsomt for XXL å ha mange ansatte i butikkene for å tilby kompetent service ved hver varekategori. Dermed vil de mindre nisjebutikkene kunne utkonkurrere XXL på dette punktet, og kapre verdifulle kunder.

Big-Box konseptet

I årsrapporten fra 2018 trekker XXL fram butikkkonseptet sitt som en verdifull ressurs. Butikkene til XXL er store og har relativt likt oppsett slik at kunden lettere kan finne fram til produkter uavhengig av hvilken butikk de befinner seg i. Konseptet bidrar til reduserte kostnader da det vil være et likt logistikksystem for alle butikkene. Dette gjør det mulig for XXL å tilby varer til en billigere pris enn konkurrentene. Big-Box konseptet vurderes som sjeldent da det kun er G-Max som benytter et tilsvarende konsept. I tillegg anses ressursen som vanskelig å kopiere ettersom det vil kreve mye kapital å

investere i tilsvarende lokaler, og det vil være krevende for en sportskjede med mindre butikker å imitere Big-Box konseptet. Ressursen antas å være effektivt organisert ettersom XXL har klart å innføre konseptet i alle butikkene sine, og skapt forutsigbarhet for kundene.

Integrert verdikjede

Som nevnt tidligere i kapittel 7.2.1 om verdikjedeforhold, opererer XXL med en integrert verdikjede. Dette bidrar til god kontroll over selskapets logistikk, og kan sørge for god planlegging av varebeholdningen og redusere svinn. Denne ressursen anses som verdifull da XXL har lavere driftskostnader enn konkurrentene. Selv om Gresvig benytter integrert verdikjede er det mindre utbredt i Norge enn i utlandet. Der benytter eksempelvis Inditex, JD Sports og Sports Direct dette systemet. Ressursen anses ikke som sjelden da den er til stede blant mange større aktører. Videre kan det diskuteres om det er vanskelig å kopiere denne ressursen. Høy kompetanse er det viktigste elementet i denne type ressurs. Gode ansatte og systemer vil være vesentlig for effektive integrerte verdikjeder. Det kan argumenteres for at dette er en ressurs som er like tilgjengelig for alle selskapene, og dermed ikke anses som vanskelig å kopiere. Selskapets integrerte verdikjede kan antas å være effektivt organisert ettersom XXL har opplevd lavere driftskostnader enn sine konkurrenter. Derimot har selskapet de siste årene bygget opp store lagerbeholdninger og må nå gjøre endringer for å opprettholde konkurransefortrinnet de tidligere har hatt.

Tilgang på kapital

Tilgang til kapital, eller tilstedeværelse i kapitalmarkedene, kan argumenteres for å være en verdifull ressurs for et selskap da fordelene ved å være børsnotert er mange. For eksempel kan det bidra til å sikre lønnsomme kontrakter hos viktige kunder eller leverandører da sikker finansiering vil redusere risikoen for mislighold eller konkurs. En mulig ulempe ved børsnotering kan være at selskapet må gjøre mer informasjon tilgjengelig for offentligheten, noe som kan resultere i tap av konkurransefordeler. Tilgang på kapital kan også brukes til nye investeringer som kan akselerere selskapets vekst. Denne typen ressurs er svært sjelden i sportsbransjen da XXL er den

eneste norske sportskjeden som er børsnotert. Det å børsnoteres er ikke vanskelig å kopiere dersom et selskap går inn for det, og innfrir det som kreves for å være et allmennaksjeselskap. Tilgangen på kapital har vært en av faktorene for den kraftige veksten XXL har hatt de siste årene. I tillegg har XXL planlagt å hente inn ny kapital i en emisjon i 2020, og med gode og solide aksjonærer viser denne typen ressurs å være godt organisert for selskapet.

Omdømme

Et godt omdømme er vesentlig for selskapers verdiskaping da det blant annet kan gi lavere innkjøpspriser, mer lojale kunder og sterkere bedriftskultur (Fabrot, 2010). Dersom XXL kan utnytte et godt omdømme, kan dette være en verdifull ressurs for selskapet. Godt omdømme er ikke spesielt sjeldent da det er mange selskap som har dette. Derimot er det vanskelig for et selskap å kopiere andres oppskrift på rennommébygging, noe som gjør denne typen ressurs lite imiterbar. XXL har ikke klart å organisere denne ressursen på en effektiv måte, blant annet gjennom dårlig bedriftskultur, og har dermed mislykkes i å bygge et godt omdømme. Ifølge en artikkel i Dagens Næringsliv (Helle & Giæver, 2020) som belyser Apelands omdømmemåling, scorer XXL 66,6 poeng og havnet som selskap 44 av 50, mellom H&M og Huawei. Dette kan ha hatt en negativ effekt på selskapets verdiskaping, og XXL må jobbe med å snu oppfatningen av selskapet for å øke sitt konkurransefortrinn fremover.

7.2 Ekstern analyse

7.2.1 PESTEL

I dette kapitlet vil vi ta for oss makroøkonomiske faktorer som kan påvirke lønnsomheten til XXL.

Politiske faktorer

Denne faktoren handler om hvordan politiske institusjoner påvirker markedet gjennom blant annet politisk stabilitet, økonomisk politikk og handelsbarrierer (Fjeldstad & Lunnan, 2018, s. 108).

Norge har en stabil politisk situasjon, noe som signaliserer høy forutsigbarhet for selskaper som opererer i landet. Blant annet er skattesatsen for bedrifter i Norge på 22% i 2019, 1% lavere enn i 2018 (Regjeringen, 2018). Det anses som lav risiko for at regjeringen plutselig øker skattesatsene, eller gjør det mindre attraktivt å investere i Norge. Stadig flere land har senket skattesatsene sine for å forhindre kapitalflukt. Lavere skattesats i Norge kan bidra til at det er mer attraktivt å investere i Norge, sammenlignet med å flytte kapitalen til utlandet, noe som kan bidra positivt for XXL.

Stortinget har bestemt at den avgiftsfrie grensen på inntil 350 kroner for kjøp av varer over internett skal fjernes fra 2020 (Forsland, 2018). Dette betyr at kunden må betale 25% moms og en avgift for fortollingen på varer som koster mindre enn 350 kroner, noe som vil påvirke bransjen positivt ved at det blir like konkurransevilkår. Virke-direktør Ivar Horneland Kristensen hevder at dette vil føre til at handelsnæringen i Norge kan ha like konkurransevilkår som Alibaba, Wish og andre utenlandske nettselskaper som de i økende grad konkurrerer med (Forsland, 2018).

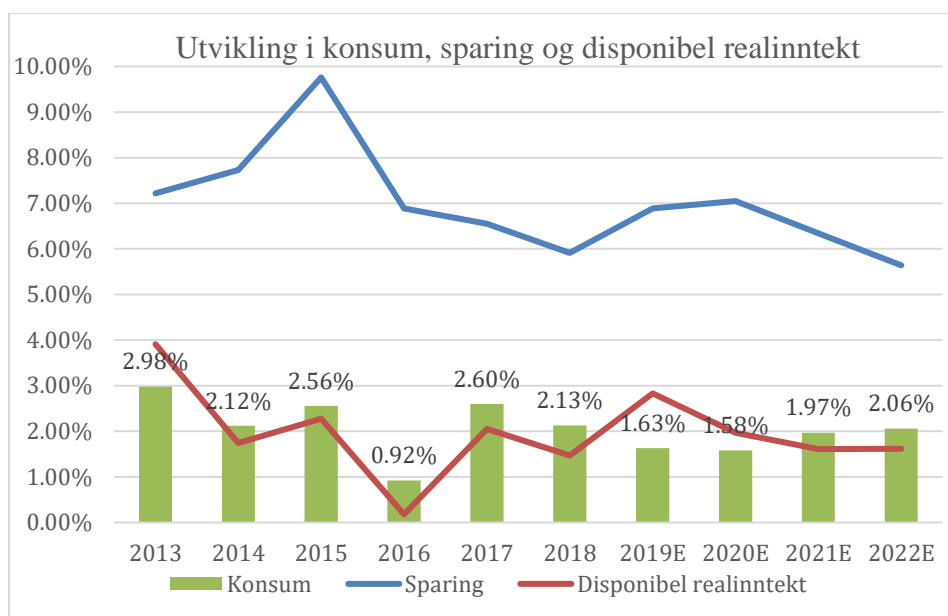
Basert på stabile politiske institusjoner, lavere skattesatser og bedre konkurransevilkår mener vi de politiske faktorene kan ha en positiv påvirkning på sportsbransjen fremover.

Økonomiske faktorer

Økonomiske faktorer som kan påvirke bransjen vil blant annet være rentenivå, økonomisk vekst og husholdningers sparing (Fjeldstad & Lunnan, 2018, s. 108). I denne oppgaven har vi satt verdsettelsestidspunktet til utgangen av 2019, men vi vil allikevel ta hensyn til Covid-19 da dette vil påvirke fremtidig inntjening.

Norges bank vedtok 12. mars 2020 at styringsrenten skulle settes ned med 0,5 prosentenheter til 1% (Norges bank, 2020). Redusert styringsrente vil i utgangspunktet stimulere aktiviteten i økonomien, og kan øke realinntekten for husholdningene. Bakgrunnen for rentenedgangen er basert på en dempet aktivitet i økonomien på kort sikt som følge av Covid-19 viruset og

oljeprisfall. Det er knyttet stor usikkerhet til virusets og oljeprisens konsekvenser i fremtiden, men det antas at blant annet privat konsum av varer og tjenester vil bli påvirket negativt. Med andre ord kan aktiviteten svekkes ytterligere, og sentralbanken kan bli nødt til å sette ned renten nok en gang. Norges Bank nevner selv at styringsrenten som verktøy kanskje ikke vil være nok til å hindre konsekvensene av viruset og oljeprisfallet. Dersom dette blir tilfellet vil det være nærliggende å anta at etterspørselen fra norske konsumenter vil synke betraktelig i fremtiden, noe som vil svekke lønnsomheten i sportsbransjen. Vi ser med andre ord stor risiko for redusert lønnsomhet i sportsindustrien på kort sikt.



Figur 7.1: Utviklingen i norsk konsum, sparing og disponibel realinntekt (Norges Bank, 2019)

Figur 7.1 viser utviklingen og estimater fra Norges Bank av norsk konsum, sparing og disponibel realinntekt. Som sagt kan konsum reduseres i nær fremtid, noe som kan bidra til lavere lønnsomhet i sportsbransjen.

Sjefsøkonom i DNB Markets Kjersti Haugland hevder nordmenn vil spare mer fremover, noe som også kan føre til mindre varehandel (Winther, 2020). Fra figur 7.1 kan vi se at spareraten har økt fra rundt 6% i 2018 til 7% i 2019.

Husholdningers disponible realinntekt er disponibel inntekt korrigert for inflasjon. Det kan tenkes at en del av denne brukes på forbruk av varer og tjenester, og kan dermed påvirke lønnsomheten til sportsbransjen.

Husholdningenes disponible realinntekt økte med 3,0 prosent i 2019, etter en oppgang på 1,3 prosent i 2018 (Statistisk sentralbyrå, 2020). Samtidig kan vi

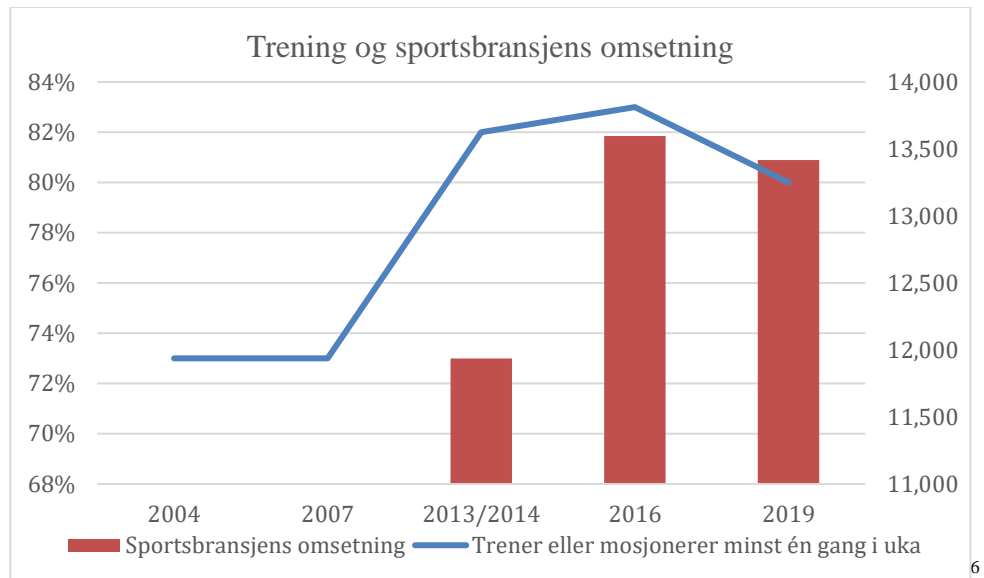
se at norske husholdninger sparer mer enn tidligere, og den totale konsumveksten virker å ha avtatt på grunn av dette.

I kapittel 2.3 belyste vi at sportskjedene hadde en omsetningsnedgang på 5,6% i 2019. Dette kan tyde på at sportsbransjen påvirkes negativt av mindre konsum og høyere sparing, til tross for at nordmenn får høyere realinntekter. Basert på estimatene fra Norges Bank mener vi de økonomiske faktorene vil ha negativ påvirkning på XXL de neste årene, før det vil bedre seg igjen.

Sosiokulturelle faktorer

En analyse av sosiokulturelle faktorer vil kunne bidra til å avdekke trender i befolkningens atferd og hvordan dette påvirker sportsbransjen (Fjeldstad & Lunnan, 2018, s. 109).

Tall fra SSB viser at fire av fem nordmenn trente minst en gang i uka i 2019 (Dalen, 2019). Livsstilstrenger som helse og trening kan være gi positive utslag for sportsbransjen, og kan øke etterspørselen etter sportsutstyr. Dalen (2019) viser også til en sammenheng mellom høyere utdanning og trening. 90% av alle med universitets- eller høyskoleutdanning trener eller mosjonerer minst én gang i uka, sammenlignet med 74% av alle med grunnskoleutdanning.



Figur 7.2: Andelen av Norges befolkning som trener sammenlignet med sportsbransjens omsetning (Statistisk sentralbyrå, 2019; Norsk Sportsbransjeforening, 2020)

Figur 7.2 viser en sammenheng mellom andelen av befolkning som trener og omsetningen til sportsbransjen. Vi kan blant annet se høy vekst i omsetningen da flere begynte å trene mellom 2013 og 2016, før omsetningen ble redusert i takt med lavere andel som mosjonerer i 2019 sammenlignet med 2016.

Økt fokus på helse og aktivitetsnivå vil være positivt for lønnsomheten til sportsbransjen, ettersom dette kan føre til økt etterspørsel etter sportsutstyr. Treningstrender blir påvirket av sosiale kanaler. Et søk gjort i mars med emneknaggen “fitness” har 381 millioner treff på medieplattformen Instagram. Fra en artikkel fra NRK kommer det fram at sosiale medier påvirker kjøpe vanene til turgåere, noe som medfører at flere kjøper dyre friluftsklær (Rostad, 2018). Dette kan være positivt for lønnsomheten til sportsbransjen.

Vi mener at en økning i andelen som trener kan virke positivt for sportsbransjen. Samtidig vil økt press fra sosiale medier kunne føre til at flere kjøper dyrere sportsutstyr, som kan bidra til å øke lønnsomheten i sportsbransjen. På bakgrunn av dette vurderes de sosiokulturelle faktorenes påvirkning på sportsbransjen som positiv.

⁶ I mangel på data for sportsbransjen i 2013 har vi benyttet omsetningen for 2014 i figuren.

Teknologiske faktorer

Teknologiske faktorer omfatter blant annet teknologiske trender som digitalisering, innovasjoner og investeringer i nye metoder (Fjeldstad & Lunnan, 2018, s. 108).

I en rapport fra PostNord fremkommer det at nordmenn har det høyeste netthandelsforbruk per person i Norden (PostNord, 2019). Tall fra rapporten viser at Finland er et marked innen netthandel med et stort potensial for fremtiden. Det er viktig at XXL er proaktive og holder seg konkurransedyktige innen handel over internett. XXL benytter omnikanal som sørger for en helhetlig kundeopplevelse uavhengig av hvilken kanal kunden velger å handle gjennom (Fredriksen & Sørebo, 2017). Fra kapittel 2.3 kunne vi se at Pure Players står for det meste av salget på nett. Omnikanal vil fungere som en motpol til Pure Players og kan bidra til synergieffekter ved at selskapet effektivt når ut til et bredere marked og større antall kunder.

Som diskutert i kapittel 7.1.1 har XXL investert i automatiserte lager, noe som medfører store investeringskostnader på kort sikt, men som kan bidra til lavere lønnskostnader og mer effektiv håndtering av logistikken på lengre sikt. Det vil være viktig for XXL å følge med på teknologisk utvikling som kan redusere kostnader på sikt og forbedre selskapets logistiske løsninger.

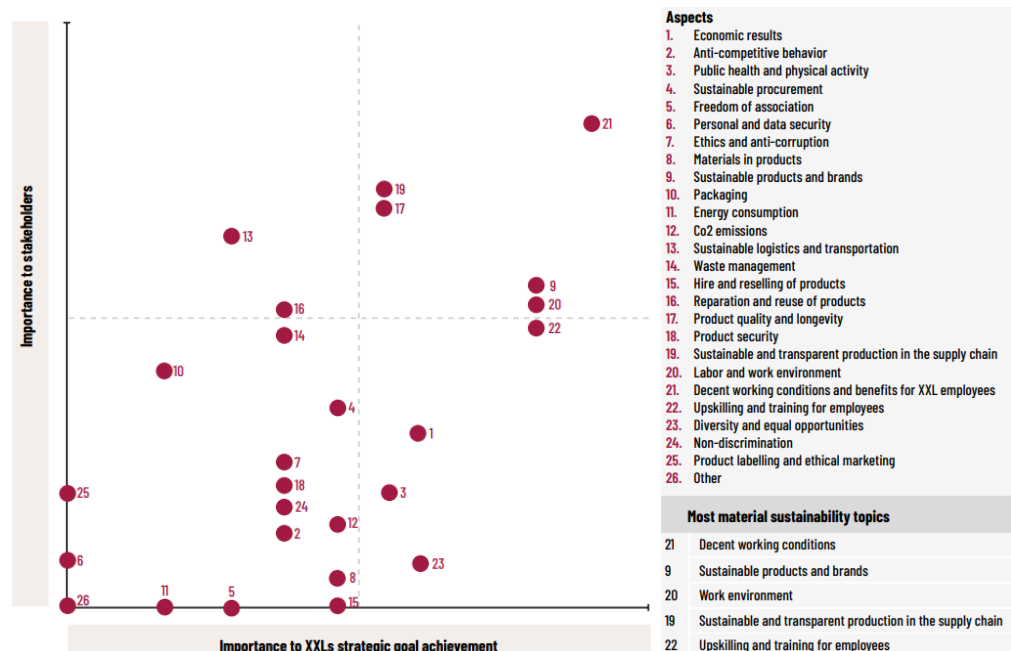
Basert på trendene innen netthandel og automatisering mener vi den teknologiske utviklingen gir opphav til trusler fra Pure Players samtidig som XXL har muligheter til å være med å påvirke denne utviklingen. I tillegg kan ny teknologi bidra til å redusere kostnader gjennom å effektivisere verdikjeden ytterligere. De teknologiske faktorene vurderes som positive for XXL.

Miljømessige faktorer

Miljømessige faktorer omfatter blant annet hvilken effekt bærekraft, miljø og etiske handlinger har på bransjen (Fjeldstad & Lunnan, 2018, s.109).

Bærekraft har vist seg spesielt gjeldende de siste årene, og det rapporteres at selskap som prioriterer dette i utformingen av sin strategi opplever høyere avkastning (PwC, 2019). Samme rapport fra PwC viser at selskap som tydelig

prioriterer bærekraftsområder opplever dobbelt så høy vekst i driftsinntekter og lavere volatilitet i egenkapitalen de siste fem årene enn selskap som ikke har tydelige prioriteringer. Hvert år legger XXL fram sin rapport for bærekraft der selskapet viser til sin innsats i å bidra til et godt miljø og etisk drift. I denne rapporten har XXL kartlagt hvilke faktorer interessentene og selskapet sammen verdsetter (XXL ASA, 2020d, s. 14).



Figur 7.3: Viktige aspekter ved bærekraft for XXL og deres interessenter (XXL ASA, 2020d)

Fra figur 7.3 kan det leses at både XXL og deres interessenter legger mest vekt på et godt arbeidsmiljø, samtidig som interessentene mener en bærekraftig verdikjede og høy produktkvalitet er viktig. Gjennom å være bevisst på disse aspektene har XXL muligheten til å øke sitt omdømme.

Samtidig kan bærekraft påvirke XXL negativt dersom kundene heller kjøper brukt utstyr. Forbrukerrådet la fram at 24% av befolkningen kjøper brukte klær i 2019 sammenlignet med 21% i 2017 (Volldal, 2019). Rapporten til XXL viser at selskapet ikke prioriterer reparasjon og gjenbruk av produkter i like stor grad som interessentene (XXL ASA, 2020d, s. 14). Det kan tenkes at XXL har mulighet til å øke inntjeningen sin dersom selskapet tilbyr tjenester der de reparerer utstyr eller tilbyr gjenbruk av produkter.

XXL har mulighet til å skape bedre økonomiske resultater ved fokus på bærekraft. Selskapet må være bevisst på disse trendene da de fort kan havne i

en dårlig posisjon og få dårlig omdømme dersom de ignorerer de miljømessige faktorene.

Legale faktorer

Legale faktorer handler om å forholde seg til gjeldende lovreguleringer og interessenters rettigheter (Fjeldstad & Lunnan, 2018, s. 109).

Som beskrevet i kapittel 6.1 og 7.1.2 har XXL opplevd brudd på markedsførings- og arbeidsmiljøloven i 2019. Dette er svært problematisk da det setter selskapet i et dårlig lys. Lovene, sammen med Forbrukerombudet, er ment å gi forbrukerne i Norge god beskyttelse fra selskap som er ute etter å utnytte kundene sine. Det å ikke være påpasselige med gjeldene lover og rettigheter forbrukerne har, kan ikke bare føre til omdømmetap, men også sanksjoner, noe som vil være svært negativt for et hvert selskap. Markedet XXL opererer i er velregulert, og det burde være enkelt å forholde seg til gjeldende lover og regler.

Det er relativt få endringer i reguleringer og byråkratiske barrierer i sportsbransjen. Konsekvensen for XXL ved å bryte loven kan være juridiske krav som påvirker lønnsomheten til selskapet eller svekker deres omdømme. På bakgrunn av dette vurderes juridiske faktorer å ha en nøytral påvirkning på XXL, med en viss fare for negative følger om selskapet ikke passer på.

7.2.2 Porters fem krefter

Porters fem krefter tar for seg attraktiviteten til en bransje. Analysene gjort her vil si noe om hvor eksponert selskapet er basert på fem bransjespesifikke krefter. Disse vil å gi oss et grunnlag til å vurdere hvorvidt sportsbransjen er et attraktivt marked eller ikke.

Trusselen fra nye inntrengere i bransjen

Nye aktører har som ønske å vinne markedsandeler og etablere seg i markedet. Dette kan øke presset på prisene, og retningslinjer for pris og investeringsrate (Michaux, Cadiat, & Probert., 2015, s. 6).

For sportsbransjen anses nye aktører som en trussel dersom det fører til priskrig som følge av at de nye konkurrentene setter ned prisene for å etablere seg i bransjen. Større eksisterende aktører i sportsbransjen vil kunne utnytte stordriftsfordeler som en mulig hindring for nye konkurrenter, og dermed overleve denne trusselen. Fra XXL sin årsrapport for 2018 kan vi se at funksjoner som innkjøp, markedsføring, servicenett og distribusjon er viktig for sportskjedene (XXL ASA, 2019). Sport Outlets er en inntrenger som utfordrer sportsbransjen med en ny forretningsmodell. De har klart å effektivisere innkjøpsleddet da de kjøper inn overskuddsmateriell som ikke selges av andre kjeder, og produktene er ofte mindre kjente merkevarer eller fjorårsmodeller.

Det kreves betydelige med kapital for å etablere seg i sportsbransjen med fysiske butikker, lager og logistikk, og effektiv markedsføring, og dette er et etableringshinder i sportsbransjen. Adopsjon av ny teknologi har gjort det mulig å generere større andel av omsetning gjennom nettbutikk, noe som vil minske kapitalbehovet, og etableringshinderet. Derimot viser tall fra Norsk Sportsbransjeforening at det er de store sportskjedene som har dominert bransjen, slik som vist i kapittel 2.3.

Basert på dette vurderes trusselen fra nye inntrengere i bransjen som relativt lav. Stordriftsfordeler og et høyt kapitalbehov gjør at det blir vanskelig å konkurrere med de etablerte kjedene.

Trusselen fra substitutter

Ved å analysere substituttene får vi et bilde av hvor enkelt det er for kunder å erstatte tilbud fra selskap i bransjen med tilbud fra andre bransjer (Løwendahl, Wenstøp, & Fjeldstad, 2010). Substitutter kan være med på å presse lønnsomheten i bransjen ned da de kan dekke kundenes behov på en annen måte enn det selskapene i sportsbransjen kan.

Sportskjedene i Norge tilbyr hovedsakelig produkter innenfor flere ulike kategorier knyttet til både sport og villmark. I første omgang kan vi derfor identifisere substitutter ved å se på aktører som tilbyr produkter innenfor disse kategoriene. Eksempelvis vil treningskjeden SATS, kleskjeden H&M eller

Biltema opptre som substitutter, da de tilbyr flere av de samme produktkategoriene som sportskjedene. Disse tilbyr også andre tjenester og spesialiserer seg ikke i sportsutstyr i samme grad som sportskjedene. Man kan dermed anta at de ansatte hos substituttene ikke kan yte tilsvarende grad av service eller inneha like god kunnskap om enkelte sportsprodukter.

Sportskjedene vil være bedre rustet til å tilby dette.

Rene netthandelsaktører som Zalando og Ellos kan komme til å utgjøre en trussel. Trenden viser at slike aktører stadig kaprer markedsandeler, og kan utgjøre en trussel på sikt.

Vi anser trusselen fra substitutter som nokså lav i sportsbransjen.

Sportskjedene er godt rustet til å øke de ansattes ekspertise og kunnskap innenfor sine produktkategorier, og XXL hevder de har lanserte ny og forbedret netthandelsplattform i fjerde kvartal 2019. Vi ser at sportskjedene i stor grad kan nøytralisere de potensielle truslene vi har identifisert.

Kundenes forhandlingsmakt

Innflytelsen fra kunder i et konkurransedyktig marked avhenger av deres evne til å forhandle (Michaux et al., 2015, s. 5). Videre hevder forfatterne at kundenes forhandlingsmakt vil være høy når det er få konsentrerte kunder, lave byttekostnader eller homogene varer.

Varene i sportsbransjen er lite differensierte, og det er enkelt for kunden å finne andre leverandører. Netthandel har ført til at kundene enklere kan sammenligne priser, noe som kan føre til prispress. Alle aktørene i sportsbransjen blir målt på pris fordi varene er homogene, og prissensitive kunder fører til høy forhandlingsmakt. Selv om trenden er at antall fysiske butikker avtar så er det fremdeles et høyt antall tilbydere av sportsutstyr, ved blant annet nettbutikker. Kundenes forhandlingsmakt øker når det er et høyt antall tilbydere i en bransje. Flertallet av kundene til sportskjedene er privatkunder, og kundens relative andel av omsetningen er derfor lav. Dette er et argument som trekker mot mindre forhandlingsmakt for kundene.

Kundenes mulighet til å skifte tilbydere er stor, og det er lave byttekostnader ved bytte av forhandler, noe som bidrar til høyere forhandlingsmakt for kundene.

Økt konkurranse på nett vil føre til økt prispress, og med prissensitive kunder trekker dette mot økt forhandlingsmakt for kundene. Kundenes forhandlingsmakt trekkes ned ved at hver kunde utgjør en liten del av den totale omsetningen til bransjen, men vi vurderer kundenes forhandlingsmakt til å være høy, noe som vil utgjøre en trussel for markedsandelene til XXL.

Leverandørens forhandlingsmakt

Leverandører kan påvirke lønnsomheten til et selskap ved å innføre egne betingelser (med tanke på kostnader eller kvalitet) på samme måte som kunder (Michaux, 2015, s. 6). Indikatorer på høy forhandlingsmakt er at leverandørene er spesielt konsentrerte eller er i en monopolsituasjon. Andre indikatorer kan være at leverandørene har mange kunder fra forskjellige bransjer, byttekostnadene er høye, og at de tilbyr differensierte produkter. Leverandørens forhandlingsmakt vil også øke dersom det ikke finnes erstatningsprodukter for det de tilbyr og leverandørene er i stand til å innlemme flere aktiviteter i kjernevirksomheten lenger ned i forsyningskjeden (Michaux et al., 2015, s. 6).

XXL har gått fra 400 til rundt 700 leverandører de siste årene (Ripegut, 2020). Mangfoldet av relasjoner kan indikere lav forhandlingsmakt hos leverandørene, ettersom XXL kan velge mellom et stort utvalg tilbydere. XXL selger svært få egenproduserte varer og kan dermed sies å være avhengige av store og kjente merkevarer som for eksempel Brav (tidligere Swix Sport) og Norrøna. Det kan tenkes at leverandører med sterke merkenavn vil ha høy forhandlingsmakt ettersom det er stor etterspørsel etter deres produkter. Derimot er det tøff konkurranse blant disse tilbyderne da produktene ikke er spesielt differensierte i den forstand at sko er sko og ski er ski, spesielt sett fra en sportsskjede med fokus på lave priser. Det kan her tenkes at XXL ikke appellerer utelukkende til sportsentusiasten på utkikk etter det beste utstyret, men heller går god for selskapets visjon om idrett for alle. Størrelsen på

selskapet kan også påvirke leverandørenes forhandlingsmakt dersom XXL er hovedkilden til leverandørens inntekter. Denne avhengigheten kan sørge for at XXL sikrer seg gunstige avtaler ettersom de kan true med å kjøpe inn varer fra andre tilbydere. Fra kapittel 6.3 om trendanalyser kan det også observeres at selv om varekostnaden har økt mer enn inntektene, har XXL fortsatt relativt lav og stabil varekostnad. En annen trend de siste årene er at leverandørene starter egne butikker og nettbutikker. Dette kan virke negativt for XXL da leverandørene er mindre avhengige av å selge gjennom XXL og heller går direkte til kundene.

Gitt antallet leverandører, lite differensierte produkter og størrelsen til XXL anses forhandlingsmakten til leverandørene for moderat til lav. Opptrappingen av Outlets kan sies å være en av de største truslene fra selskapets leverandører fremover.

Intern rivalisering

Intern rivalisering kan ha mange former og resultere i handlinger som: lavere priser, introduksjon av nye produkter, reklamekampanjer og forbedring av produktserier og tjenester (Michaux et al., 2015, s. 7).

Norsk sportsbransje domineres hovedsakelig av noen få store kjeder. Bransjer preget av få aktører som hver for seg er sterke er ofte kjennetegnet ved høy konkurranse og lavere lønnsomhet (Porter, 2008). Fra figur 2.3 i kapittel 2 så vi at fra 2018 til 2019 opplevde den norske sportsbransjen en nedgang i omsetningen. Dette kan være en indikator på at sportsbransjen er en bransje med tøff konkurranse om markedsandelene. Da Gresvig gikk konkurs tidlig i 2020 understreker dette utfordringene ved å drive virksomhet i sportsbransjen. En annen faktor som påvirker graden av intern rivalisering, er manglende differensiering mellom aktørene og byttekostnader. Objektivt sett er det lite som skiller en sportskjede fra en annen i sportsbransjen. XXL og andre kjeder vil tilby de samme produktene og servicen. Byttekostnaden for kunden vil være lav ettersom det koster lite for kunden å kjøpe sportsutstyr hos en annen sportskjede enn XXL. Dette vil føre til høy konkurranse på service og pris.

På bakgrunn av argumentene knyttet til manglende differensiering mellom aktørene og byttekostnader vurderes intern rivalisering i sportsbransjen å ha høy påvirkning på sportsbransjen.

7.3 SWOT

Vi bruker SWOT-analysen for å oppsummere funnene gjort i de strategiske analysene. Her finner man blant annet selskapets styrker og svakheter fra den interne analysen, samt muligheter og trusler i forbindelse med eksterne faktorer.

Tabell 7.3: Oppsummering av SWOT-analyse

<p style="text-align: center;"><u>Styrker</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Big-Box konseptet - Omnikanal - Integrrert verdikjede - Tilgang på kapital 	<p style="text-align: center;"><u>Svakheter</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Bedriftskultur - Omdømme - Spesialisert kompetanse
<p style="text-align: center;"><u>Muligheter</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Økende vekst i netthandel - Økt fokus på helse - Nye teknologiske løsninger - Bærekraftig drift 	<p style="text-align: center;"><u>Trusler</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Lavere konsum i Norge - Prissensitive kunder - Outlets og Pure Players tar markedsandeler - Tøff konkurranse i bransjen

Fra tabell 7.3 anser vi Big-Box konseptet, omnikanalen, selskapets integrerte verdikjede og tilgang på kapital som styrkene til XXL. Bedriftskulturen, omdømmet og selskapets manglende spesialiserte kompetanse sammenlignet med andre konkurrenter anses som svakheter XXL må ta hensyn til.

Muligheter selskapet kan utnytte fremover er blant annet en økende vekst i netthandel som kan utnyttes av omnikanalen. Høyt fokus på helse blant den norske befolkningen og ny teknologi som kan forbedre den integrerte verdikjeden og knytte kundene nærmere til seg vil også være muligheter XXL kan utnytte. XXL har også mulighet til å bedre sine resultater og sitt omdømme gjennom å forbedre sin bærekraftige drift. Derimot må selskapet

belage seg på lavere konsum blant nordmenn i den nærmeste fremtid, en trussel som kan forsterkes av den høye forhandlingsmakten til prissensitive kunder. XXL må også demme opp for trusselen fra Outlets og Pure Players, i tillegg til eksisterende konkurrenter som alle er ute etter markedsandeler.

8. Fremtidsprognose

I dette kapitlet endres fokuset fra historisk til fremtidsrettet. Basert på diskusjonene om historiske regnskapstall og den strategiske analysen i kapitlene 6 og 7 har vi utarbeidet en fremtidsprognose for XXL. I arbeidet med prognostiseringen av regnskapet er det viktig å ha forståelse for selskapets sentrale verdidrivere, og koblingen til selskapets strategiske valg. Dette samspillet vil påvirke den estimerte selskapsverdien og er dermed det viktigste aspektet ved prognosen (Petersen et al., 2017, s. 252). Formålet med fremtidsprognosen er å estimere fremtidig inntjening, investering og kontantstrømmer. Tabell 8.1 viser oversikten over prognostisert kontantstrøm for XXL.

Tabell 8.1: Prognostisert kontantstrøm (tall i NOKm)

Prognose Kontantstrøm	Eksplisitt periode								Terminalperioden	
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
NOPAT	-325	47	264	533	714	700	736	691	751	789
Avskrivning	608	597	602	617	654	700	698	719	737	778
Endring i NOWC	455	-18	-87	-84	-36	-142	-43	-58	-24	-110
Endring i NONCA	-486	-665	-769	-696	-875	-864	-844	-862	-851	-1 042
FCFF	252	-39	9	370	457	394	546	489	612	414
Endringer i NIBD (ikke inkludert kontanter)	84	-79	-24	-67	-148	-24	-14	-66	-29	-44
Netto finansielle kostnader etter skatt	-160	-148	-140	-133	-124	-126	-128	-129	-130	-133
Endring i verdien av leasing	-268	80	112	56	178	157	28	100	86	182
FCFE	-91	-186	-44	227	363	401	431	394	539	420
Endring i egenkapitalen	400	0	0	-200	-590	-459	-395	-421	-434	-557
Netto kontantstrøm	309	-186	-44	27	-227	-58	37	-28	105	-138

Modellen som ligger til grunn for prognosen benytter hovedsakelig inntekt som utgangspunkt for estimeringen av blant annet kostnader og eiendeler. Med dette menes at for eksempel varekostnad prognostiseres som en prosent av inntekter basert på historisk utvikling og strategiske analyser. Et annet eksempel er varelageret som har blitt estimert ut ifra lagertid, som er en funksjon av varekostnaden, som igjen er en prosent av inntekten.⁷

⁷ Den detaljerte modellen finnes i vedlegg 6.

8.1 Fremtidsprognosens lengde

Vi har valgt å prognostisere regnskapet 10 år fremover da det kan bidra til å belyse selskapets konkurransesituasjon og eventuelle konjunkturedringer i økonomien. I tillegg vil en lengre prognose føre til at nåverdmodellene brukt ved verdsettelsen er mindre avhengig av terminalverdien, noe som kan bidra til å øke estimatets reliabilitet.

8.2 Inntekter

Historisk har inntektsveksten til XXL vært høy, men avtagende. Dette kan skyldes priskriger mellom kjedene eller endringer i konsum, belyst i kapittel 7. Videre er det grunn til å anta at XXL vil oppleve en reduksjon i topplinjen grunnet Covid-19. Effekten viruset vil ha på inntekten vil være usikker, men det legges til grunn at det vil påvirke negativt i 2020 og til dels 2021 før det normaliseres. På lengre sikt er det sannsynlig at inntekten går tilbake til nivået sett i tidligere år da selskapet historisk har hatt kapasitet til dette. I terminalperioden vil veksten normaliseres ned til 2%, som vi antar vil være den fremtidige veksten i økonomien som helhet.

8.3 Kostnader

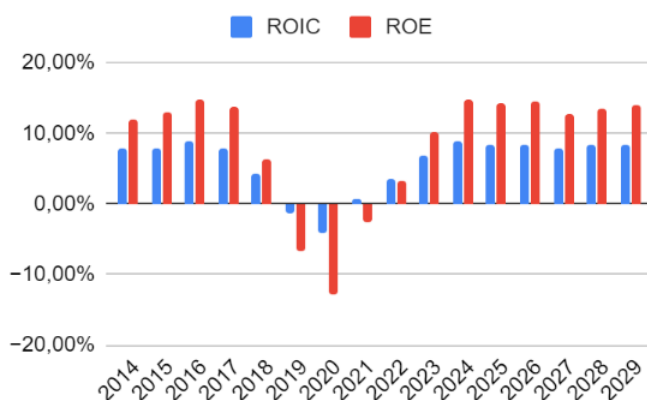
I begynnelsen av 2020 tiltrer Pål Wibe som ny konsernsjef hos XXL. Wibe kommer fra selskapet Europris ASA, og har et godt rykte innen retail-bransjen der han er kjent for å snu selskap ved å stramme inn kostnader. Jensen (2020) skrev i en børskommentar i Dagens Næringsliv at ansettelsen av Wibe stinker "Big Bath". Dette har lagt føringer for det prognostiserte kostnadsnivået i denne oppgaven. Videre ble det i det første kvartalet av 2020 rapportert om at XXL selger store deler av varelageret til lavere marginer (XXL ASA, 2020e). Dermed er det grunnlag for å prognostisere lavere marginer de nærmeste årene. Det er også tenkt at strategien fremover er optimalisering av drift, og dermed vil selskapet stramme inn andre driftskostnader som markedsføring eller lignende.

8.4 Eiendeler

Ettersom salgsveksten er avtakende forutsettes det som lite sannsynlig at selskapet gjennomfører store investeringer slik de har gjort tidligere. Det antas at XXL ikke kommer til å gjøre større investeringer i for eksempel varehus. Derimot vil redusering av varelageret, og andre generelle innstramminger av drift virker som et sannsynlig scenario. Det forutsettes at kredittider på fordringer og leverandørgjeld forholder seg relativt konstante fremover.

8.5 Finansiering

Mot slutten av 2019 var det knyttet stor usikkerhet til om XXL ville bryte selskapets lånebetingelser. Den 31. mars 2020 annonserte de en avtale om refinansiering av gjelden på 1.450 millioner kroner (XXL ASA, 2020b). Det antas dermed at selskapets netto rentebærende gjeld vil være i nærheten av dette de neste par årene. I tillegg vil XXL gjennomføre en emisjon i starten av 2020 som vil sikre frisk kapital. På lengre sikt forutsettes det at selskapet blant annet vil nedbetale gjeld når driften igjen blir mer lønnsom, men dette vil skje gradvis. Fra restruktureringen har XXL fått visse restriksjoner på kontantbeholdning de neste kvartalene (XXL ASA, 2020b). Når denne perioden på rundt tre år er over, og selskapet har blitt mer lønnsomt, vil det antas at noe av kontantbeholdningen blir delt ut som utbytte.



Figur 8.1: Historisk og prognostisert ROIC og ROE for XXL

En sammenligning av historiske og prognostiserte avkastninger kan bidra til å vurdere om fremtidsprognosen virker fornuftig. Figur 8.1 viser ROIC og ROE for perioden 2014-2029, og oppsummerer lønnsomheten til XXL beskrevet i

dette kapittelet. Her kan det observeres en kraftig nedgang i nærmeste fremtid før selskapet får driften tilbake på et normalt nivå.

9. Verdivurdering

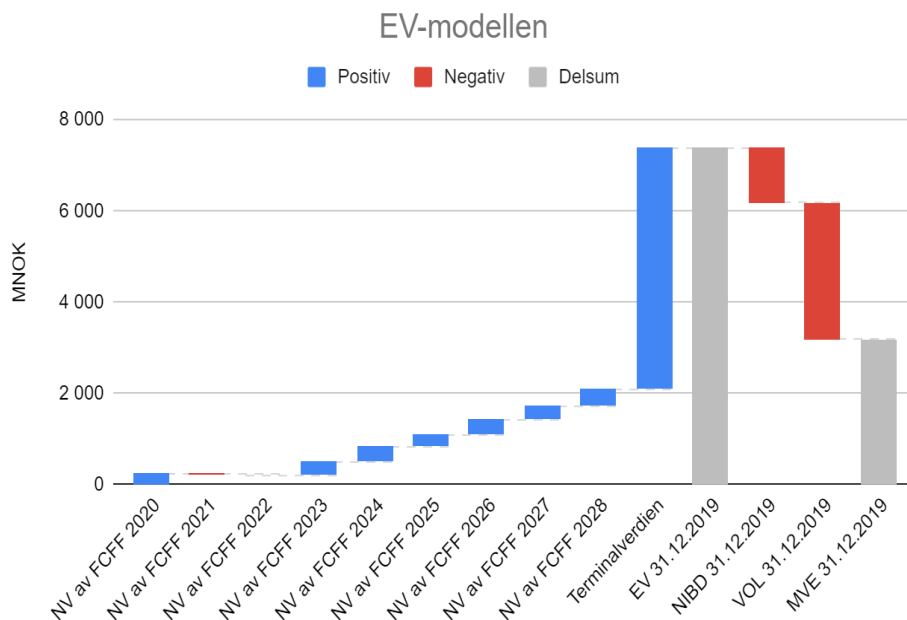
Ved bruk av analyser gjort tidligere i oppgaven, samt godt metodologisk grunnlag, har det blitt gjennomført estimeringer av aksjekursen til XXL satt til den 31.12.2019. I dette kapittelet presenteres resultatene fra tre av nåverdimetodene og den relative verdsettelsen. Til slutt vil alle funn gjort i oppgaven oppsummert i en tabell⁸.

9.1 Nåverdimetodene

Diskontert kontantstrøm

For å unngå repetisjon har det blitt valgt å presentere resultatene av de diskonterte kontantstrømmene ved EV-modellen (selskapsverdi-metoden). Her har kontantstrømmene til totalkapitalen blitt neddiskontert med totalkapitalens avkastningskrav, og summert for å komme til en selskapsverdi på 7.395 NOKm. Videre trekkes selskapets gjeldsposter fra denne summen slik at man sitter igjen med markedsverdien på egenkapitalen, estimert til 3.191 NOKm. XXL har i overkant av 165 millioner aksjer utestående den 31.12.2019. Dette tallet benyttes til å konkludere med en pris på 19,25 NOK per aksje, som tilsvarer en fundamental verdi 14,91% høyere enn selskapets observerte aksjekurs.

⁸ Detaljerte resultater og modeller finnes i vedlegg 7.



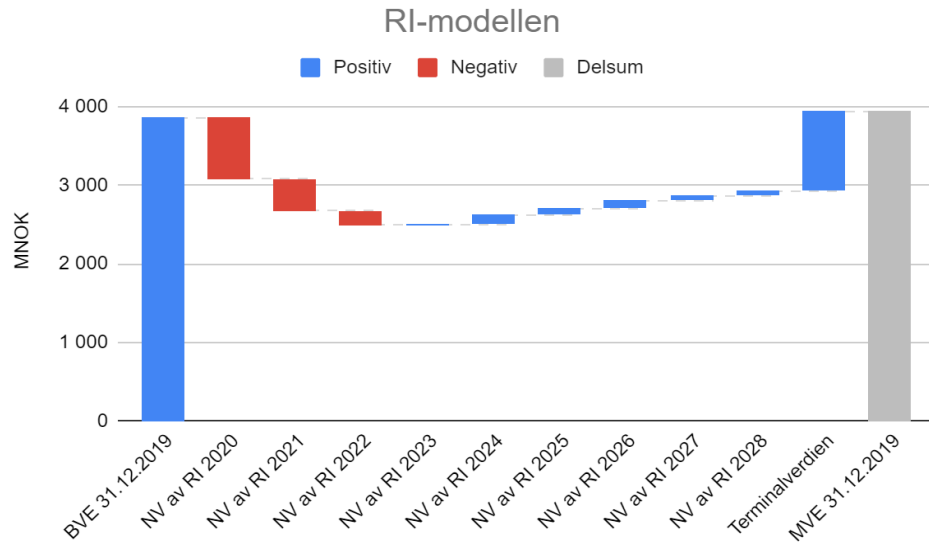
Figur 9.1: EV-modellen presentert ved et fossefalldiagram

De diskonterte kontantstrømmene og resultatet fra denne modellen er illustrert i figur 9.1. Her kan det observeres hvordan kontantstrømmene prognostisert over perioden, summert utgjør verdien til selskapet.

Lignende resultater er å finne i egenkapital-metoden som estimerer en aksjekurs på 19,40 NOK.

Diskontert merverdi

Som det har blitt sagt i kapittel 5 belyser RI-modellen hvordan selskapet produserer verdier til aksjonærene utover deres avkastningskrav. Her neddiskonteres merverdien og summen av disse legges på (eller trekkes fra) selskapets utgangspunkt på 3.856 NOKm i bokført egenkapital. Dette resulterer i en markedsverdi på egenkapitalen på 3.946 NOKm som igjen deles på antall aksjer for å komme til en estimert pris per aksje på 23,81 NOK. Da aksjekursen til XXL er observert til 16,75 NOK indikerer modellen en underliggende verdi på selskapet som er 42,13% høyere enn markedsverdien.



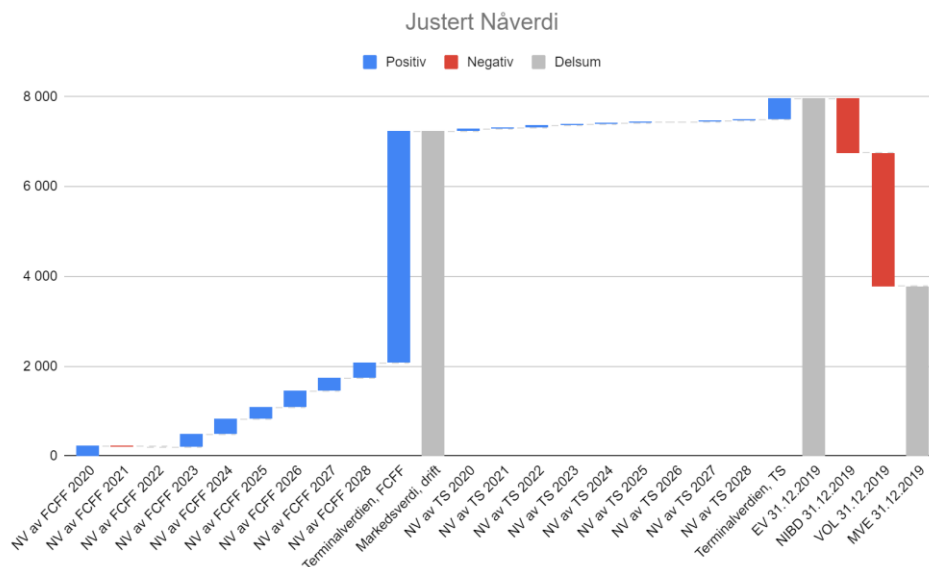
Figur 9.2: RI-modellen presentert ved et fossefalldiagram

Figur 9.2 illustrerer utviklingen i diskontert merverdi for den prognostiserte perioden. Resultatene fra modellen tyder på at XXL estimeres til å være verdsatt i nærheten av de bokførte verdiene. Dette indikerer at XXL ikke skaper merverdi for aksjonærene utover selskapets avkastningskrav.

Videre må det kommenteres at EVA-modellen også benyttet i denne oppgaven estimerte en aksjekurs på 30,43 NOK, et mye høyere resultat sammenlignet med de andre modellene. Det mistenkes en overreaksjon i beregningen av terminalverdien som beviser hvor viktig det er å gjøre de rette antagelsene og kalkulasjonene av dette leddet.

Justert nåverdi

JNV-modellen estimerer markedsverdien på selskapets drift og verdien av renteskattegevinsten som til sammen utgjør selskapsverdien. Beregningene resulterte i verdier på henholdsvis 7.246 NOKm, 723 NOKm og til sammen 7.969 NOKm. Deretter ble gjeldspostene trukket fra, noe som resulterte i en estimert markedsverdi på selskapets egenkapital på 3.765 NOKm. Dette tilsvarer en pris per aksje på 22,71 NOK, 35,59% høyere enn markedsverdien den 31.12.2019.



Figur 9.3: JNV-modellen presentert ved et fossefalldiagram

Figur 9.3 illustrerer sammensetningen av beregningene fra JNV-modellen. Fra figuren kan vi se likhetstrekkene mellom justert nåverdi og EV-modellen, der markedsverdien av drift er relativt lik selskapsverdien. Forskjellen ligger i neddiskonteringen av renteskattegevinsten som bringer med seg ekstra verdi for XXL.

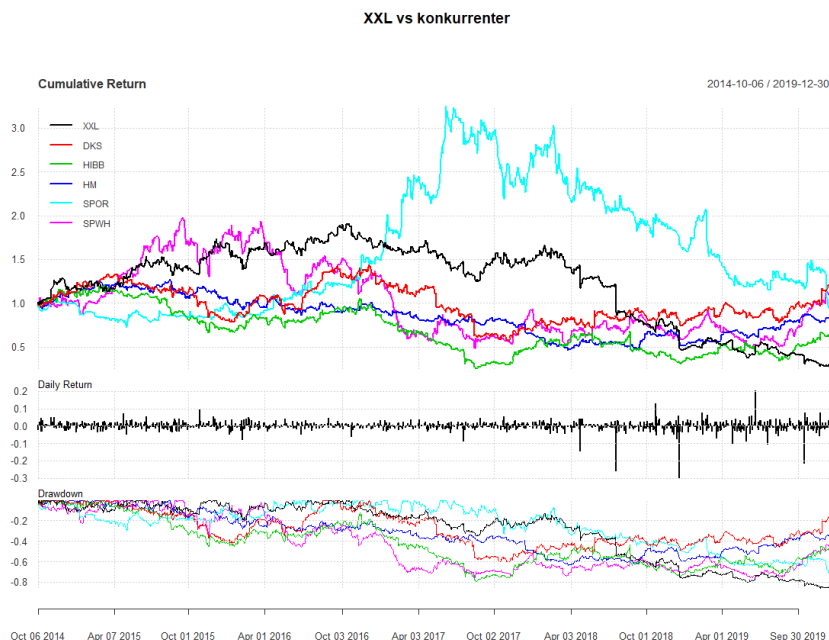
Tabell 9.1: Resultater fra nåverdimetodene (Tall i NOKm, med unntak av aksjekurs)

XXL ASA	EV	EK	EVA	RI	JNV	Snitt
MVE	3 191	3 216	5 044	3 946	3 765	3 832
EV	7 395	7 420	9 681	8 150	7 969	8 123
Antall aksjer	165,763	165,763	165,763	165,763	165,763	165,763
Estimert aksjekurs	19,25	19,40	30,43	23,81	22,71	23,12
Aksjekurs 31.12.2019	16,75	16,75	16,75	16,75	16,75	16,75
%-vis endring i aksjekurs	14,92%	15,83%	81,67%	42,13%	35,59%	38,03%

Resultatene fra nåverdimetodene er oppsummert i tabell 9.1. Her har det blitt kalkulert et gjennomsnitt av resultatene som viser en aksjekurs på 23,12 NOK, som er 38,03% høyere enn kursen 31.12.2019. Videre kan det observeres relativt like resultater mellom modellene med diskontert nåverdi, og RI- og JNV-modellene. Tabellen viser også et stort avvik i EVA-modellen fra det beregnede gjennomsnittet. Der modellene i teorien skulle gi relativt like estimater har dette avviket resultert i et standardavvik på den estimerte aksjekursen på 4,55 NOK.

9.2 Relativ verdsettelse

Figur 9.4 viser avkastningen til XXL og fem sammenlignbare selskap. Her har korrelasjoner blitt kalkulert, der H&M og Hibbett Sports svinger henholdsvis mest og minst i takt med XXL. Dette gir føringer for vektingen av selskapene ved den relative verdsettelsen.



Figur 9.4: Den kumulative avkastningen til XXL sammenlignet med et utvalg konkurrenter
(Laget i R Studio med tall hentet fra Yahoo Finance)

Tabell 9.2 oppsummerer den relative verdsettelsen av XXL. Fra tabellen kan det observeres at markedsverdien til XXL er 0,7 ganger så stor som den bokførte egenkapitalen den 31.12.2019. Derimot er markedsverdien til konkurrentene høyere enn deres bokførte egenkapital, der Hibbett har lavest P/B på 1,3 og H&M har høyest på 5,4.

Tabell 9.2: Relativ verdsettelse av XXL

2019	Aksjekurs	BVE	P/B	Vekting
DKS *	44,23	20,7	2,1	16%
H&M **	184,84	34,5	5,4	32%
HIBB *	24,78	19,5	1,3	14%
SPOR **	44,10	10,2	4,3	22%
SPWH *	6,48	2,6	2,5	15%
Vektet snitt			3,6	
Harmonisk snitt			2,4	
XXL	16,75	23,3	0,7	
Estimert kurs (vektet snitt)	83,83			
Estimert kurs (harmonisk snitt)	56,27			

* Tall i USD

** Tall i SEK

Det vektete snittet gir en P/B for utvalget på 3,6. XXL har bokført egenkapital per aksje verdt 23,3 NOK som multiplisert med 3,6 gir en estimert kurs på 83,83 NOK, 400% høyere enn aksjekursen på 16,75 NOK den 31.12.2019. Det harmoniske snittet resulterte i en P/B på 2,4 som multiplisert med 23,3 gir en estimert kurs for XXL på 56,27 NOK, noe som tilsvarer en prising som er 236% høyere enn markedsværdien til XXL ved utgangen av 2019.

10. Usikkerhetsbetraktninger

10.1 Sensitivitetsanalyse

I denne oppgaven har det blitt foretatt flere ulike sensitivitetsanalyser for å belyse hvordan den estimerte aksjekursen kan bli påvirket av endringer i modellenes parametere. Nedenfor presenteres tabell 10.1 der egenkapitalens avkastningskrav og veksten prognostisert i terminalperioden er de endrede parametere.

Tabell 10.1: Sensitivitetsanalyse av estimert aksjekurs

Sensitivitet i estimert aksjekurs		Egenkapitalens avkastningskrav						
		11,46%	10,96%	10,46%	9,96%	9,46%	8,96%	8,46%
Vekst i terminalperioden	0,00%	17,93	18,71	19,57	20,52	21,58	22,78	24,12
	0,50%	18,34	19,15	20,05	21,05	22,18	23,45	24,89
	1,00%	18,80	19,65	20,60	21,66	22,85	24,21	25,76
	1,50%	19,32	20,21	21,21	22,34	23,62	25,08	26,77
	2,00%	19,90	20,85	21,91	23,12	24,50	26,09	27,94
	2,50%	20,58	21,58	22,72	24,02	25,52	27,26	29,31
	3,00%	21,36	22,44	23,66	25,07	26,71	28,65	30,96

Tall i grønt angir en aksjepris høyere enn den estimerte kursen, og røde tall indikerer lavere aksjekurs. Egenkapitalens avkastningskrav er benyttet ettersom bestemmelsen av denne også påvirker WACC som igjen påvirker den estimerte verdien til selskapet. Endringer i vekst i terminalperioden vil ha stor innvirkning på terminalverdien som utgjør en vesentlig del av nåverdiveregningen.

Fra tabell 10.1 kan det observeres et avvik på 20,84% fra den estimerte aksjekursen dersom det beregnede avkastningskravet til egenkapitalen er på 8,46%, og ikke 9,96% benyttet i verdivurderingen. Derimot ville estimatet vært 11,25% lavere dersom det hadde blitt antatt 0,00% vekst i

terminalperioden kontra 2,00% slik som benyttet i modellen. I tillegg kan det observeres fra tabellen at modellene estimerer en lav aksjekurs på 17,93 NOK ved 0,00% vekst og 11,46% avkastningskrav, og en høy kurs på 30,96 NOK ved 3,00% vekst og 8,46% avkastningskrav. Til slutt er det verdt å merke at i tabell 10.1 viser alle aksjekursene en høyere estimert pris på aksjene til XXL enn det som er observert i markedet 31.12.2019.

Da resultatene fra modellen er svært sensitive for eventuelle endringer i egenkapitalens avkastningskrav har det blitt gjort en sensitivitetsanalyse på denne parameteren. Her belyses hvordan avkastningskravet blir påvirket av endringer i beta-verdi og forventet markedsavkastning, gitt konstant risikofri rente på 1,55%. Resultatene er presentert i tabell 10.2.

Tabell 10.2: Sensitivitetsanalyse av egenkapitalens avkastningskrav

Sensitivitet i egenkapitalens avkastningskrav		Beta						
		1,57	1,42	1,27	1,12	0,97	0,82	0,67
Markedsavkastning	7,06%	10,20%	9,37%	8,55%	7,72%	6,89%	6,07%	5,24%
	7,56%	10,99%	10,08%	9,18%	8,28%	7,38%	6,48%	5,58%
	8,06%	11,77%	10,79%	9,82%	8,84%	7,86%	6,89%	5,91%
	8,56%	12,56%	11,50%	10,45%	9,40%	8,35%	7,30%	6,25%
	9,06%	13,34%	12,21%	11,09%	9,96%	8,83%	7,71%	6,58%
	9,56%	14,13%	12,92%	11,72%	10,52%	9,32%	8,12%	6,92%
	10,06%	14,91%	13,63%	12,36%	11,08%	9,80%	8,53%	7,25%
Innenfor intervallet av Re i "aksjekurs-sensitivitet"								
Over / under sensitivitetsanalysen								

Tall i grønt kan sies å være innenfor intervallet av avkastningskravene presentert i tabell 10.1, og tall i rødt er enten over eller under dette intervallet. Her kan det for eksempel observeres et avkastningskrav på 7,72% (som er lavere enn verdien benyttet i modellen på 9,96%) dersom den forventede markedsavkastningen reduseres fra 9,06% til 7,06%, og alt annet holdes

Tabell 10.3: Sensitivitetsanalyse av beta og markedsavkastning

Sensitivitet i aksjekurs ved estimering av Rm og Beta				% -vis endring fra "Base case"
Rm	Beta	Re	Kurs XXL ASA	
10,06%	1,57	14,91%	13,93	-39,76%
8,56%	1,42	11,50%	18,61	-19,49%
9,06%	1,12	9,96%	23,12	0,00%
8,56%	0,97	8,35%	29,32	26,83%
7,06%	0,97	6,89%	37,33	61,46%
7,06%	0,67	5,24%	59,03	155,32%

konstant.

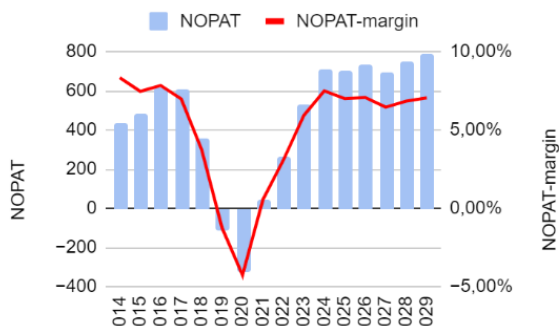
Dette kan videre belyses i tabellen 10.3 der det, ved hjelp av et par eksempler, illustreres hvordan forventet markedsavkastning og beta påvirker egenkapitalens

avkastningskrav som igjen påvirker aksjekursen estimert ved nåverdimetodene. Sensitivitetsanalysene presentert i kapittelet viser hvordan små avvik i beregningene av modellenes input-verdier kan gi store utslag på den estimerte aksjekursen.

10.2 Scenarioanalyse

Siden fremtiden er usikker og har uendelig antall utfall, er sannsynligheten lav for at prognosene i akkurat denne oppgaven går i oppfyllelse. Med dette i tankene har det blitt gjennomført en scenarioanalyse med tre tenkte fremtidsbilder. Her er det viktig å påpeke at det benyttes samme modeller og avkastningskrav i alle scenarioene. Det eneste som endres er selskapets verdidrivere.

Base case scenario

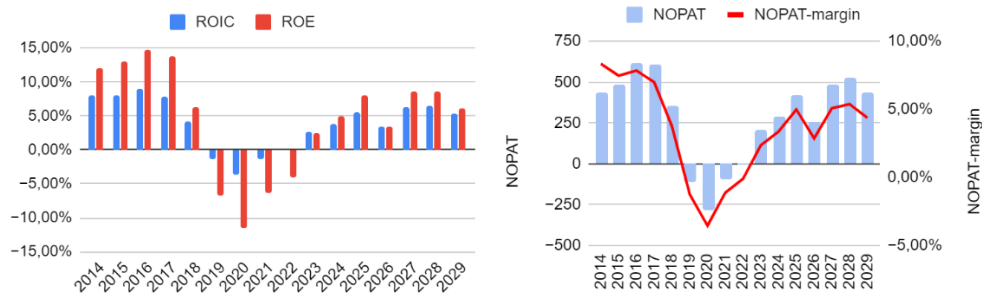


Figur 10.1: Historisk og prognostisert NOPAT og NOPAT-margin i Base case scenario

Base case scenarioet har blitt beskrevet i kapittel 8, og er utgangspunktet for denne analysen. Figur 10.1 belyser utviklingen i NOPAT og kan, sammen med figur 8.1, benyttes for å sammenligne scenarioene.

Bear case scenario

I dette scenarioet er det antatt en lavere og mer variabel inntektsvekst enn i base case, og topplinjen til XXL holder seg i nærheten av nivåene sett i 2017-2019. Her er det tenkt at markedet har blitt mettet og konsumentene heller velger å handle i Outlets eller hos Pure Players. I et forsøk på å ta markedsandeler selger XXL varene sine til lavere priser. Videre forsøker selskapet å holde kapitalbindingen i varelageret på et lavere nivå enn tidligere år. Dette resulterer i dårligere utnyttelse av stordriftsfordelene og dermed høyere innkjøpspriser og lavere marginer. Selskapets investeringer reduseres i et forsøk på å bedre kontantstrømmen, og langsiktig gjeld nedbetales ikke.

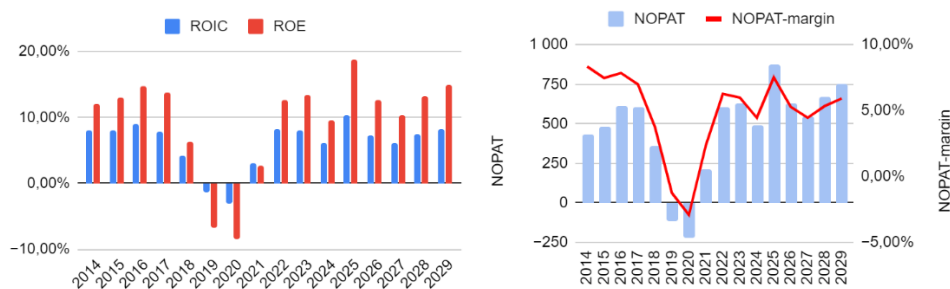


Figur 10.2 og 10.3: Historisk og prognostisert, ROIC, ROE, NOPAT og NOPAT-margin i Bear case scenario

Figur 10.2 og 10.3 oppsummerer scenarioet og viser en dypere og lengre nedgangstid enn i base case. Vi ser også lavere marginer med større svingninger enn tidligere.

Bull case scenario

I dette scenarioet antas det at 2020 blir et dårlig år i likhet med de andre utfallene. Derimot klarer inntektene til XXL raskt å komme tilbake til nivåene i 2017-2019, før veksten avtar noe. Videre lykkes selskapet i å kutte kostnader og opprettholde marginene fra varekjøpene samtidig som de reduserer varelageret og lagringstiden kraftig. Dette sørger for mindre kapitalbinding og høyere utnyttelse av arbeidskapitalen, som gir mer rom for investeringer i driftsmidler. I 2022 gir dette avkastning i form av høy NOPAT og positiv kontantstrøm, og selskapet velger å dele ut et ekstraordinært utbytte. I påfølgende år klarer XXL å opprettholde den høye utnyttelsen av investert kapital, og leverer gode utbytter til aksjonærene.



Figur 10.4 og 10.5: Historisk og prognostisert, ROIC, ROE, NOPAT og NOPAT-margin i Bull case scenario

Figur 10.4 og 10.5 viser hvordan nedgangen til XXL er mindre og kortere enn i de andre scenarioene. Marginene viser seg ikke høyere enn i base case, men avkastningene kommer seg raskt opp på et høyt nivå, spesielt i 2025.

Tabell 10.4: Oppsummering av scenarioanalysen

Verdidrivere (snitt i perioden 2020-2027)	Bear	Base	Bull
Inntektsvekst	0,91%	2,44%	4,25%
Varekostnad i % av inntekt	65,63%	63,34%	62,80%
NOPAT-margin	1,74%	4,18%	4,18%
NONCA i % av inntekt	79,65%	76,89%	68,18%
NOWC i % av inntekt	11,25%	11,41%	6,56%
NIBD i % av investert kapital (uten immatereielle eiendeler og bank)	35,63%	30,88%	34,10%
ROIC	2,06%	5,01%	5,78%
ROE	0,67%	6,79%	8,93%
Aksjekurs	8,24	23,12	31,65

Tabell 10.4 oppsummerer verdidriverne til scenarioanalysen og tilhørende aksjekurser. Her kan det blant annet observeres at høyere NOPAT-margin ikke gir utslag i aksjekursen med mindre selskapet klarer å levere god avkastning på investert kapital.

10.3 Monte Carlo-simulering

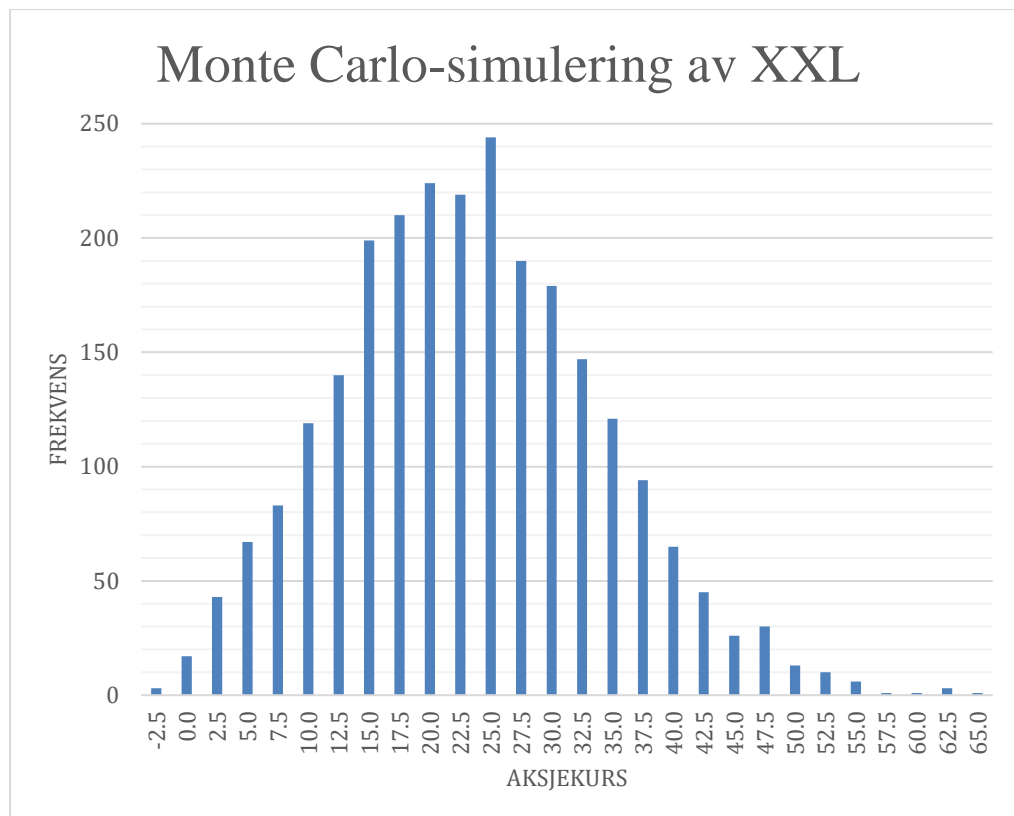
I denne oppgaven har vi gjennomført en Monte Carlo-simulering for å kartlegge usikkerheten rundt noen av variablene i de opprinnelige nåverdimodellene. Metodene vi benyttet i Excel for å estimere aksjekursen til XXL viste seg å være for omfattende til å simulere. Derfor er benyttet en forenklet versjon med utgangspunkt i EV-modellen fra kapittel 5, presentert i sin enkleste form nedenfor (Koller et al., 2015, s. 31-32).

$$Verdi = \frac{FCFF}{WACC - g}$$

Der

$$FCFF_t = NOPAT_t + NOA_{t-1} - NOA_t.$$

Formelen viser at kontantstrøm til total kapitalen er en funksjon av driftsresultatet etter skatt fratrukket selskapets netto investeringer. WACC antas konstant lik verdien fra opprinnelig modell på 6,46% og vekst (g) er inntektsveksten fra siste terminalperiode lik 2,00%. Dette legger opp til en simulasjon av NOPAT og NOA, slik som beskrevet i kapittel 4.3.1.



Figur 10.6: Histogram av simulerte aksjekurser for XXL

Fra de 2.500 simuleringene gjennomført fikk vi bjelle-formet fordelingen av aksjekurser vist i figur 10.6. Her kan det observeres at nesten 10% av simuleringene resulterte i en aksjekurs på 25 NOK. I tillegg kan vi se at fordelingen har en høyrevendt hale med enkelte ekstreme verdier opp mot 67,50 NOK per aksje.

Tabell 10.5 og 10.6: Resultater fra Monte Carlo-simulering

Aksjekurser	Andel av simuleringene		Aksjekurs
< 0 NOK	0.1%	Gjennomsnitt	22.40
< 10 NOK	8.5%	Standardavvik	11.08
10 - 30 NOK	61.8%	Maksimum	67.05
> 30 NOK	29.7%	Minimum	-4.35

Tabell 10.5 og 10.6 viser deskriptiv statistikk fra simuleringene, der tabell 10.6 blant annet viser et gjennomsnitt av aksjekursene på 22,40 NOK. Dette er svært nærme resultatene vi fikk fra nåverdimetodene, noe som kan tyde på at Monte Carlo-simuleringen har høy relevans for resten av oppgaven. Fra tabell 10.5 kan vi blant annet se at 8,5% av simuleringene endte med en aksjekurs under 10 NOK, der rundt 25 av de 2.500 simuleringene resulterte i negative verdier med laveste aksjekurs på -4,35 NOK. Videre viser simuleringen at

61,8% av aksjekursene resulterte i en verdi på mellom 10 og 30 NOK, noe som også gjenspeiles til en viss grad i figur 10.6 og standardavviket presentert i tabell 10.6. Rundt 30% av simuleringene resulterte i en aksjekurs på over 30 NOK, noe som kan tyde på det er sannsynlig at selskapet er underpriset. Det er også interessant å se at standardavviket av simuleringene utgjør nesten 50% av gjennomsnittet, og kombinert med høye ekstremverdier viser dette en stor usikkerhet knyttet til estimeringen av aksjekursen til XXL.

11. Drøfting av analyseresultatene

Verdivurderingene benyttet i denne oppgaven resulterte i en aksjekurs på 23,12 NOK fra nåverdimodellene og en kurs på 56,27 og 83,83 NOK fra den relative verdsettelsen. Selv om nåverdimodellene presenterer subjektive resultater sammenlignet med den mer objektive relative verdsettelsen legger vi større vekt på nåverdiregningene. Hovedgrunnen til dette er at nåverdimetodene tar for seg mer grunnleggende analyser, mens relativ verdsettelse omfatter hovedsakelig markedssentiment. Vi anser derimot selskapene vi sammenligner XXL med som en god pekepinn på hvordan markedet priser lignende selskap.

Fra regnskapsanalysen har vi sett at XXL ikke har klart å levere resultater som slår selskapets avkastningskrav de siste årene. Dette kan tolkes som en av hovedgrunnene til den lave prisingen av XXL. Blant annet fremkommer det av meravkastningsmodellene at selskap som leverer dårligere avkastning enn relevant avkastningskrav vil kunne forvente å prises lavere enn bokførte verdier. Spesielt interessant er det at selskapet har høyere bokførte verdier bundet i varelageret enn markedsprisen på det totale selskapet. Det kan tenkes at dersom XXL selger unna hele varelageret og distribuerer dette til aksjonærene vil dette overstige aksjekursen gitt i markedet den 31.12.2019. Regnskapsanalysene har allikevel avdekket at XXL presterer bedre enn de fleste konkurrentene vi har sammenlignet de med. Dette kan ha sitt opphav i hvordan XXL har posisjonert seg i markedet.

De strategiske analysene vi har gjennomført i kapittel 7 argumenterer for at XXL har en god konkurranseposisjon i sportsbransjen. Gjennom sine styrker som Big-Box konseptet, integrert verdikjede og tilgang på kapital har XXL tilegnet seg et konkurransefortrinn. Derimot er det ikke sikkert at dette vil vedvare, og XXL må sørge for å forbedre de svake sidene sine. Det er vesentlig for selskapet å skape en god bedriftskultur som vil tiltrekke seg flinke og talentfulle ansatte. Dette vil også kunne påvirke omdømmet til XXL gjennom positiv omtale fra kunder og ansatte, som kan føre til flere inntekter og lavere lønnskostnader. XXL identifiseres som en kostnadsleder gjennom deres lave varekostnad, men regnskapsanalysene i kapittel 6 har vist økende kostnader de siste årene. Gjennom ansettelsen av Pål Wibe som ny konsernsjef har XXL gode forutsetninger for å kunne snu den negative trenden og forbedre sin kostnadsposisjon. Samtidig er sportsbransjen hardt presset fra eksterne faktorer og det kan virke sannsynlig med en økonomisk nedgang og lavere konsum i den nærmeste fremtid. Her kan XXL sin tilgang på kapital være et hjelpemiddel for å overkomme en tøffere periode fremover. Vi har dermed tro på at XXL kan utnytte sine styrker og muligheter, forbedre svakhetene og demme opp for truslene, slik at selskapet skaper verdi for aksjonærene fremover.

Fra resultatene av nåverdmodellene kan vi se at EVA-modellen skiller seg ut fra de andre. I prinsippet skulle resultatene fra de ulike modellene gi tilnærmet lik aksjekurs, men i denne oppgaven har resultatene fra modellene gitt et standardavvik på 4,55 NOK. En mulig årsak til at EVA-modellen skiller seg ut virker å være beregningen av terminalverdien. Der vi, i den prognostiserte kontantstrømmen, har normalisert FCF har NOPAT ikke blitt behandlet på samme måte. Fra tabell 8.1 kan vi se at NOPAT forholder seg høy, noe som resulterer i høy EVA og terminalverdi. Ettersom alle modellene benyttet samme prognostiserte tall og avkastningskrav mener vi det er grunnlag for å si at modellene burde være matematisk korrekte. Derimot har vi ikke tatt hensyn til modellenes spesifikke anvendelse fremlagt i kapittel 5. Her har vi ikke tilpasset hver modell for eventuelle endringer i kapitalstruktur eller lignende, noe som kan ha gitt utslag i resultatene. Samtidig skulle det i prinsippet være svært liten forskjell mellom RI- og EVA-modellen med tanke på dette. Vi har

dermed tatt en forutsetning om at modellene vil gi oss et svært likt resultat, og at et gjennomsnitt av modellene resulterer i et representativt kursmål.

Sensitivitetsanalysene belyste effekten av modellenes parametere. Fra sensitivitetsanalysene kan det virke som vi har vært for optimistiske i utformingen av fremtidsprognosene. Tabell 10.1 viser at selv det høyeste avkastningskravet og den laveste veksten i terminalperioden resulterte i en aksjekurs høyere enn markedsprisen til XXL den 31.12.2019. Et veldig høyt avkastningskrav til egenkapitalen, slik som vist i tabell 10.3, vil kunne gi kursmål nærmere dagens verdi, og dette tyder dermed på at prognosene kan ha vært i overkant positivt vinklet. I tillegg til sensitivitetsanalyser ble det belyst andre risikoer i verdsettelsen av XXL ved å gjennomføre scenarioanalyser og Monte Carlo-simulering. Dette ga oss et bilde av risikofaktorer som ikke ble direkte fanget opp i de regnskapsmessige og strategiske analysene. Samtidig er det interessant å se hvordan små utslag i de identifiserte verdidriverne kan gi store svingninger i den estimerte aksjekursen. Spesielt interessant er det å se effekten ROIC har på et selskaps verdi. XXL har hatt relativt høy vekst, men lav ROIC og en bedring i selskapets avkastning vil sørge for høyere verdi. Dette samsvarer med teorien presentert i kapittel 3.2. Effekten av endringene i verdidriverne forekommer også i Monte Carlo-simuleringen der standardavviket av simuleringene utgjør nesten 50% av den gjennomsnittlige aksjekursen. I tillegg kan det observeres et større antall positive enn negative ekstremverdier da halen på histogrammet er mer høyrevridd. Resultatene fra dette kan tyde på større sannsynlighet for å oppleve en dobling i aksjekursen til XXL enn at selskapet går konkurs. Her er det viktig å legge til at vi har benyttet en triangulær distribusjon for variablene, noe som kan resultere i en mindre objektiv modell ettersom parametergrensene bestemmes av brukeren i større grad enn ved for eksempel normalfordelinger. Videre er det interessant å observere de negative resultatene fra simuleringene. Disse vil ikke gi et helt realistisk bilde på konkurrisikoen til XXL ettersom selskapet mest sannsynlig ikke vil opprettholde låneavtaler og lignende, og vil enten måtte hente penger ved emisjoner eller begjære konkurs lenge før aksjekursen synker til slike nivåer. Allikevel kan resultatene tolkes som at modellen benyttet og simuleringene gjennomført viser en risiko for at XXL kan gå konkurs.

12. Kritikk av analysen

Gjennom hele oppgaven har vi holdt et åpent, men kritisk sinn ved anvendelse av teori og gjennomføring av analyser. Underveis, når behovet har dukket opp, har vi belyst eventuelle punkter leseren bør stille seg kritisk til. For å unngå repetisjon vil vi i dette kapittelet trekke fram noen av de viktigste punktene.

Fra kapittel 5 ble det beregnet et avkastningskrav benyttet i oppgavens nåverdimodeller. Dette har spilt en vesentlig rolle i resultatene, og etter å ha gjennomført sensitivitetsanalyser kan det virke som estimatet vårt har vært høyere enn det som virker fornuftig. Markedets risikopremie er en viktig faktor for å komme fram til egenkapitalens avkastningskrav. Her valgte vi å bruke markedets historiske avkastning som en pekepinn på den forventede markedsavkastningen. Fordi markedets risikopremie er et vanskelig og omdiskutert punkt i kapitalverdimodellen, finnes det ingen fasit på hvordan denne skal beregnes. Samtidig har det ofte vært diskutert blant praktiserende analytikere å sette markedets risikopremie i nærheten av 5-6%. Ved å anvende den historiske avkastningen på Oslo Børs i denne oppgaven, har dette resultert i et høyere avkastningskrav, som igjen har påvirket resultatene fra nåverdimodellene.

Videre har vi benyttet regnskapstall hentet fra Proff Forvalt ved sammenligning av selskaper i regnskapsanalysene. Ettersom XXL er børsnotert og følger rapportering av regnskap i henhold til IFRS sikres mer objektive og reliable regnskapstall. Selskapene vi har valgt fra sportsbransjen benytter ikke den samme rapporteringen, noe som gjør at selskapene ikke er helt sammenlignbare. Fra vurderingen av regnskapskvaliteten til XXL kom vi fram til at det finnes relativt få motiver for regnskapsmanipulasjon. Derimot har vi ikke offisielle rapporter fra de sammenlignede selskapene og kan dermed ikke vurdere om disse har tatt seg friheter til å manipulere regnskapstallene. Dette kan påvirke regnskapsanalysene ved at vi ikke vet realiteten bak disse tallene.

Fremtidsprognosene har blitt utformet på bakgrunn av de regnskapsmessige og strategiske analysene. Det er verdt å merke seg at å forutse fremtiden er praktisk talt umulig, og det å sikre gode, objektive og sannsynlige prognoser er alltid en utfordring ved verdsettelse. Dersom vi har vært i overkant positive til situasjonen XXL befinner seg i kan det påvirke prognosene og resultere i veldig høy estimert aksjekurs. I tillegg er det svært liten sannsynlighet for at våre subjektive oppfatninger stemmer overens med markedets oppfatning av XXL, for eksempel ved vurderinger av selskapets styrker og svakheter.

13. Konklusjon

I denne oppgaven har vi hatt som problemstilling å finne ut av den fundamentale verdien av aksjene til XXL ASA, satt til datoen 31.12.2019. Vi har også hatt som målsetting å gi en handelsanbefaling til en fiktiv investor. Basert på våre analyser og modeller har vi kommet fram til at XXL er underpriset i markedet. Vi mener selskapet har forutsetninger for å snu den negative trenden de har opplevd de siste årene, og levere høyere verdi til deres aksjonærer. Nåverdimodellene resulterte i en estimert aksjekurs på 23,12 NOK og den relative verdsettelsen ga kurser på 56,27 og 83,83 NOK. Vi har kommet fram til en fundamental verdi på aksjene til XXL på 23,12 NOK og gir den fiktive investoren en kjøpsanbefaling av aksjene til XXL.

Litteraturreferanser

- Barney, J. B., & Griffin, R. W. (1992). *The management of organizations : Strategy, structure, behavior*. Boston: Houghton Mifflin.
- Batchelor, T. (2018). Corporate Bankruptcy: Testing the Efficacy of the Altman Z-Score. *International Research Journal of Applied Finance* 9(9), 404-414. Hentet fra <https://ezproxy.library.bi.no/login?url=https://search-proquest-com.ezproxy.library.bi.no/docview/2124705302?accountid=142923>
- Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., & Schaefer, S. (2010). *Economics of Strategy* (5th ed.). Hoboken, N.J: Wiley.
- Blume, M. (1975). Betas and Their Regression Tendencies. *The Journal of Finance*, 30(3), 785-795. doi:10.2307/2326858
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2011). *Investments and Portfolio Management* (9th ed., global ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Bøhren, Ø., & Michalsen, D. (2012). *Finansiell økonomi : Teori og praksis* (4. utg. ed.). Bergen: Fagbokforl.
- Dalen, H. B. (2019, 30. oktober). Styrketrening stadig mer populært. *Statistisk sentralbyrå*. Hentet fra <https://www.ssb.no/kultur-og-fritid/artikler-og-publikasjoner/styrketrening-stadig-mer-populaert>
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation* (3rd university ed.). Hoboken, N.J: John Wiley & Sons.
- Dyrnes, S. (2011). Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven - en taksonomi for verdibegreper. I T. Bråthen (Red.), *Moderne Forretningsjus II*. Bergen: Fagbokforl.
- Fabrot, A. (2010, januar). Nøkkelen til gull i omdømme. *Magma*. Hentet fra <https://www.magma.no/noekkelen-til-gull-i-omdoemme>
- Fjeldstad, Ø. D., & Lunnan, R. (2018). *Strategi* (2. utg. ed.). Bergen: Fagbokforl.
- Forsland, V. (2018, 20. november). 350-kronersgrensen fjernes fra 2020. *E24*. Hentet fra <https://e24.no/naeringsliv/i/vQIGk4/350-kronersgrensen-fjernes-fra-2020>
- Fredriksen, J. I., & Sørebo, Ø. (2017, april). Omnikanal varehandel. *Magma*, 59-78. Hentet fra <https://www.magma.no/omnikanal-varehandel>
- Gattis, L. (2016, 11. september). *Topic #6 Sensitivity Analysis and Monte Carlo* [filmklipp]. Hentet fra <https://www.youtube.com/watch?v=wKC4Xe5apZM>
- Gjønnnes, S. H., & Tangenes, T. (2016). *Økonomisk styring 2.0*. Bergen: Fagbokforl.
- Grenness, T., & Nygaard, T. M. (2015, februar). *Metode og oppgaveskriving*. Hentet fra Itslearning (kursrom BTH3620):

<https://files.itslearning.com/File/Download/GetFile.aspx?FileName=BTH+1704+Metode+og+oppgaveskriving.pdf&Path=Bt2xrb2DdmWpoG6I%2bS%2bLVPRXzVZt4PTfb2VzgSwbHTWPXYqqNnrjSjjIv%2bJFJYJ%2fx1PikNmDRTAiDh4di3h0%2fuOEoom1Wtlv6XB%2flmziaI1276PnJRJVtey7AbfAYBpgnTM6l>

- Handelshøyskolen BI. (2019). *Norsk Kundebarometer 2019*. Hentet fra <https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/bransjerresultater-2019/>
- Helle, B. T., & Giæver, H. (2020, 25. april). Bråbrems for Vys omdømme. *Dagens Næringsliv*, s. 31.
- Jensen, T. C. (2020, 8. januar). Den nye XXL-sjefen vil selvsagt ikke dra på dette gamle rælet (Børskommentar). *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <https://www.dn.no/borskommentar/den-nye-xxl-sjefen-vil-selvsagt-ikke-dra-pa-dette-gamle-ralet/2-1-734043>
- Jordheim, H. (2020, 23. februar). XXL må rydde opp etter tilsyn: – Bruddene er å anse som alvorlige. *E24*. Hentet fra <https://e24.no/naeringsliv/i/kJzdd9/xxl-maa-rydde-opp-etter-tilsyn-bruddene-er-aa-anse-som-alvorlige>
- Jordheim, H., & Wig, K. (2019, 17. august). Tidligere XXL-ledere forteller: Slik jukset de med prisene. *E24*. Hentet fra <https://e24.no/naeringsliv/i/AdQrV5/tidligere-xxl-ledere-forteller-slik-jukset-de-med-prisene>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation : Measuring and Managing the Value of Companies* (6th ed.). Hoboken, N.J: Wiley.
- Løwendahl, B. R., Wenstøp, F. E., & Fjeldstad, Ø. D. (2010). *Grunnbok i strategi* (3. utg. ed.). Oslo: Cappelen akademisk.
- Luehrman, T. A. (1998, juli-august). Investment Opportunities as Real Options: Getting Started on the Numbers. *Harvard Business Review*. Hentet fra <https://hbr.org/1998/07/investment-opportunities-as-real-options-getting-started-on-the-numbers>
- Michaux, S., Cadiat, A. C., & Probert, C. (2015). *Porter's five forces* (Vol. V.1, Management & Marketing). Namur: Lemaitre Publishing.
- Norges Bank. (2019, 19. desember). *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet 4/19* (Pengepolitisk rapport 4/2019). Hentet fra <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Publikasjoner/Pengepolitisk-rapport-med-vurdering-av-finansiell-stabilitet/2019/ppr-419/>
- Norges Bank. (2020, 13. mars). *Norges Bank reduserer renten, tilfører likviditet og anbefaler redusert motsyklisk kapitalbuffer* [Pressemelding]. Hentet fra

- <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Pressemeldinger/2020/2020-03-13-pressemelding/>
- Norli, Ø. (2011). Praktisk bruk av Kapitalverdimodellen. *Praktisk økonomi & Finans*, 27(02), 15-21. Hentet fra <https://www-idunn-no.ezproxy.library.bi.no/pof/2011/02/art07>
- Norsk Sportsbransjeforening. (2020, 24. februar). *Variert salg blant sportkjedene og butikkene i 2019*. Hentet fra <https://sportsbransjen.no/nyhetsarkiv/variert-salg-blant-sportkjedene-og-butikkene-i-2019>
- Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2010). *Business Analysis & Valuation: IFRS Edition, Text and Cases* (Third edition, IFRS ed.). Hampshire, UK: Cengage Learning.
- Pergler, M., & Freeman, A. (2008, september). *Probabilistic modeling as an exploratory decision-making tool* (McKinsey Working Papers on Risk 6). Hentet fra http://www.michaelsamonas.gr/images/Mixalhs/resources/6_Probabilistic_modeling_as_an_exploratory_decisionmaking_tool.pdf
- Petersen, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Financial statement analysis : Valuation, credit analysis, performance evaluation*. Bergen: Fagbokforl.
- Porter, M. E. (2008). *On Competition* (Updated and expanded ed., Harvard business review book series). Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press.
- PostNord. (2019). *Netthandel i Norden - oppsummering 2019*. Hentet fra <https://www.postnord.no/bedrift/vare-losninger/netthandel-i-norden>
- PwC. (2019). *Bærekraft 100 2019*. Hentet fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/baerekraftsrapport-2019-havnasjonen-norge-glemmer-havet.html>
- Regjeringen. (2018, 8. oktober). *Skattesatser 2019*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2019/id2614444/>
- Ripegut, H. (2020, 7. februar). Det blir langt færre varer i XXL-butikkene fremover. Men XXL-sjefen avviser at de vil gå i «bestevenn»-fella til Rema 1000. *Nettavisen*. Hentet fra <https://www.nettavisen.no/okonomi/xxl-med-ny-strategi-kaster-ut-leverandorer/3423920917.html>
- Rostad, I. L. (2018, 11. oktober). Friluftslivet har blitt mer fjollete og oppdøllet. *NRK*. Hentet fra https://www.nrk.no/tromsogfinnmark/_-friluftslivet-har-blitt-mer-fjollete-og-oppdollet-1.14237143
- Schølberg, O. (2009, august). Finanteori anvendt i praksis. *Magma*. Hentet fra <https://www.magma.no/finanteori-anvendt-i-praksis>

- Segal, T. (2019, 29. mai). Enron Scandal: The Fall of a Wall Street Darling. *Investopedia*. Hentet fra: <https://www.investopedia.com/updates/enron-scandal-summary/>
- SNL. (2014, 29. september). Hypermarked. I *Store norske leksikon*. Hentet fra <https://snl.no/hypermarked>
- Solgård, J. (2020, 21. februar). Krisetall for sportsbransjen – inntektene falt med nesten en milliard i 2019. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <https://www.dn.no/handel/xxl/gresvig/sportsbransjen/krisetall-for-sportsbransjen-inntektene-falt-med-nesten-en-milliard-i-2019/2-1-760573>
- Sood, L. (2017, 6. juni). Why triangular distributions are used as inputs for Monte Carlo Simulation? [Forum]. Hentet fra: https://www.researchgate.net/post/Why_triangular_distributions_are_used_as_inputs_for_Monte_Carlo_Simulation
- Statistisk sentralbyrå. (2019). 05782: *Andel som har deltatt på ulike treningsaktiviteter. Begge kjønn. Alder i alt. Trener eller mosjonerer minst en gang i uka. 2004-2019*. [Datasett]. Hentet fra <https://www.ssb.no/statbank/table/05782/>
- Statistisk sentralbyrå. (2020, 13. mars). *Økonomisk utsyn over året 2019*. Hentet fra https://www.ssb.no/nasjonaltregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/_attachment/415195?_ts=170d41f0680
- Tvedt, J. (2000, mai). Realopsjoner - verdien av fleksibilitet. *Magma*. Hentet fra <https://www.magma.no/realopsjoner-verdien-av-fleksibilitet>
- Vollidal, L. (2019, November 22). 24 prosent har kjøpt brukte klede det siste året. *NRK*. Hentet fra <https://www.nrk.no/vestland/24-prosent-har-kjopt-brukte-klede-det-siste-aret-1.14787391>
- Vollmer, M. (2015). *A Beta-return Efficient Portfolio Optimisation Following the CAPM: An Analysis of International Markets and Sectors* (2015 ed., BestMasters). Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden.
- Winther, P. (2020, 6. februar). Sjeføkonom Kjersti Haugland tror hun vet hva nordmenn bruker lønnstilleggene på. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <https://www.dn.no/makrookonomi/makrookonomi/sparing/lonn/sjefokonom-kjersti-haugland-tror-hun-vet-hva-nordmenn-bruker-lonnstilleggene-pa/2-1-751197>
- XXL ASA. (2015). *XXL ASA Annual Report 2014*. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/XXL-ASA-Annual-report-2014.pdf>

- XXL ASA. (2016). *XXL ASA Annual Report 2015*. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/XXL-ASA-Annual-Report-20151.pdf>
- XXL ASA. (2017). *XXL ASA Annual Report 2016*. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/XXL-ASA-Annual-Report-2016.pdf>
- XXL ASA. (2018). *XXL ASA Annual Report 2017*. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/XXL-ASA-Annual-Report-2017.pdf>
- XXL ASA. (2019). *XXL ASA Annual Report 2018*. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2019/04/XXL-ASA-Annual-Report-2018.pdf>
- XXL ASA. (2020a, 18. mars). *Update on the COVID-19 situation* [Pressemelding]. Hentet fra http://www.xxlasa.com/investor/download-center/announcements/announcement/?release_id=BF34EFC4D98438AF
- XXØ ASA. (2020b, 31. mars). *XXL announces new bank financing of NOK 1,450 million and underwritten rights issue of NOK 400 million* [Pressemelding]. Hentet fra http://www.xxlasa.com/investor/download-center/announcements/announcement/?release_id=0133A8B3B6DC792C
- XXL ASA. (2020c). *XXL ASA Interim Report Q4 2019*. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2020/02/XXL-ASA-Interim-report-Q4-2019.pdf>
- XXL ASA. (2020d). *XXL ASA Sustainability Report 2019*. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2020/04/XXL-ASA-Sustainability-Report-2019.pdf>
- XXL ASA. (2020e). *XXL ASA Interim Report Q1 2020*. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2020/04/XXL-ASA-Interim-report-Q1-2020.pdf>