



Værdiansættelse af Pandora A/S

HD 2. DEL – REGNSKAB OG ØKONOMISTYRING

AALBORG UNIVERSITET

Gruppenummer: 43

Forfattere:

Linh My Nguyen – studienummer: 20175797

Mette Pinstrup Nielsen – studienummer: 20175801

Vejleder: Jens Riis Andersen

Afleveringsdato: 6. maj 2019

Antal tegn: 156.623

Indholdsfortegnelse

1. Abstract	3
2. Indledning.....	5
2.1 Problemformulering	5
2.2 Afgrænsning.....	6
2.3 Metode	6
2.4 Kildekritik	7
2.5 Disponering/struktur.....	8
3. Virksomhedsbeskrivelse	10
3.1 Pandoras historie	10
3.2 Pandoras vision, mission og strategi	11
3.3 Pandoras produktkategorier og markeder	12
4. Strategisk analyse	13
4.1 Eksterne analyser	13
4.1.1 Omverdensanalyse	13
4.1.2 Brancheanalyse	26
4.2 Interne analyser	30
4.2.1 Analyse af vækststrategi.....	30
4.2.2 Analyse af konkurrencestrategi.....	35
4.2.3 Analyse af værdikæde	37
4.3 Delkonklusion.....	42
5. Regnskabsanalyse	44
5.1 Reformulering af resultatopgørelse og balance	44
5.2 Rentabilitetsanalyse	49
5.2.1 Niveau 1: Dekomponering ROE.....	50
5.2.2 Niveau 2: Dekomponering ROIC.....	52
5.2.3 Niveau 3: Dekomponering af overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed	53
5.3 Delkonklusion.....	56
6. SWOT-analyse.....	58
6.1 Stærke sider	59
6.2 Svage sider	60
6.3 Muligheder.....	60
6.4 Trusler.....	61

7. Budgettering	62
7.1 Budgettering af vækstraten for salget.....	62
7.2 Budgettering af overskudsgrad fra salg før skat	63
7.2.1 Budgettering af vareforbrug	63
7.2.2 Budgettering af salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger	64
7.2.3 Budgettering af administrationsomkostninger	64
7.2.4 Budgettering af driftsoverskud efter skat.....	65
7.3 Budgettering af ændring i nettodriftsaktiver.....	65
7.3.1 Beregning af det frie cash flow.....	67
7.4 Delkonklusion.....	67
8. Værdiansættelse	69
8.1 DCF-modellen	69
8.1.1 Fastlæggelse af driftens kapitalomkostninger	69
8.1.2 Værdiansættelse af Pandora.....	75
8.2 Andre værdiansættelsesmetoder	77
8.2.1 Relative værdiansættelsesmodeller	77
8.2.2 Absolutte værdiansættelsesmodeller	78
8.3 Følsomhedsanalyse	79
8.3.1 Opsamling	82
9. Konklusion	84
10. Litteraturliste	87
10.1 Bøger	87
10.2 Internet.....	87
10.3 Årsrapporter	90
11. Bilag.....	91
11.1 Bilag 1: Månedsvise lukkekurser for OMX C25 og Pandora for de seneste fem år.....	91
11.2 Bilag 2: Beregning af beta.....	92

1. Abstract

This project is about the international jewellery company PANDORA A/S¹.

Pandora has been listed on the NASDAQ OMX Copenhagen stock exchange since 2010. The opening stock price was DKK 210 in the morning and only half an hour later it was increased to DKK 238.

About 6 years later the stock price increased to DKK 910.65 and then on 28th February 2019 the stock price decreased to DKK 344.20. The development in the stock price makes us wonder the reason behind the development and if the stock price is accurate. The primary question in this project is therefore:

Is Pandora's stock price at DKK 344.20 on 28th February 2019 accurate?

To answer the primary question we have divided the project in a strategic analysis, a financial analysis and a valuation section.

The strategic analysis includes an analysis of the external environment and internal situation. In the analysis of the external environment we have focused on two models: PESTEL and Porter's Five Forces. The PESTEL analysis includes an analysis of the outside world and Porter's Five Forces includes an analysis of industry. The analysis of the internal situation includes an analysis of the growth strategies, competition strategies and Pandora's value chain.

The financial analysis includes a profitability analysis over the past five years. The financial analysis combined with the strategic analysis has been used to predict the future budgets. The future budget makes us able to calculate the future cash flow and thereby the stock price. A sensitivity analysis was made to reveal the sensitivity in the calculated stock price.

The stock price was calculated to DKK 1,486.16. The official stock price was DKK 344.20 on 28th February 2019. The calculated stock price is based on budgets and there are therefore many uncertainties involved. Even the smallest changes will have an impact on the calculated stock price, which was also proven in the sensitivity analysis.

¹ Fremadrettet Pandora

This project concludes that Pandora's official stock price at DKK 344.20 is undervalued compared to the calculated stock price at DKK 1,486.16.

2. Indledning

Pandora er en international virksomhed, som blev stiftet i 1982 i København af Per Enevoldsen og hans kone Winnie. De designer, fremstiller og sælger smykker. I dag forhandles Pandoras produkter i mere end 100 lande på 6 kontinenter.²

I 2010 blev Pandora børsnoteret på NASDAQ OMX Københavns Fondsbørs.³ Aktiekursen udgjorde DKK 210 fra morgenstunden og blot en halv time senere var den steget til DKK 238.⁴ Det tydede på, at der var stor tiltro til Pandoras fremtid allerede fra første dag.

Den 29. december 2014 steg aktiekursen til DKK 438,88 og fortsatte med at stige frem til 30. maj 2016, hvor aktiekursen toppede med DKK 910,65. I årene efter var aktiekursen primært faldende, dog med enkelte stigninger.

Den 28. december 2018 udgjorde aktiekursen til DKK 265,30.⁵ Faldet kan være et tegn på, at man ikke længere havde den samme store tiltro til Pandoras fremtid som i 2010, hvor de blev børsnoteret.

Den 28. februar 2019 steg aktiekursen dog igen til DKK 344,20.⁶ Det undres, om stigningen skyldes, at Pandora reelt set er blevet mere værd eller om det blot skyldes spekulationer?

Ovenstående fører til følgende problemformulering:

2.1 Problemformulering

Er Pandoras aktiekurs på DKK 344,20 den 28. februar 2019 retvisende?

For at kunne udarbejde en værdiansættelse kræver det stor indsigt i en virksomhed, hvorfor nedenstående underspørgsmål er opstillet. Besvarelsen af underspørgsmålene bidrager til at opnå den indsigt. De to første underspørgsmål er opstillet for at opnå viden om Pandora, herunder analyse af virksomheden samt hvordan de har udviklet sig ud fra et økonomisk

² Pandora, "Om Pandora", den 10. marts 2019, <https://dk.pandora.net/da/om-pandora/?srcName=PANDORA%20virksomheden&src=categorySearch&position=bottom>

³ Pandora, "Om Pandora", den 10. marts 2019, <https://dk.pandora.net/da/om-pandora/?srcName=PANDORA%20virksomheden&src=categorySearch&position=bottom>

⁴ Andersen, Lasse Funder, DR, "Pandora banker ind på børsen", den 10. marts 2019, <https://www.dr.dk/nyheder/penge/pandora-banker-ind-paa-boersen>

⁵ Børsen Investor, "Pandora", den 10. marts 2019, <https://borsen.dk/investor/aktie/S1043/PNDORA/Pandora>

⁶ Børsen Investor, "Pandora", den 10. marts 2019, <https://borsen.dk/investor/aktie/S1043/PNDORA/Pandora>

perspektiv. Det tredje underspørgsmål er opstillet for at vurdere Pandoras fremtid og tager udgangspunkt i de to første underspørgsmål. Vurderingen af Pandoras fremtid er en forudsætning ved værdiansættelse af Pandora. Det sidste underspørgsmål omfatter værdiansættelsen og er opstillet for at kunne besvare problemformuleringen.

For at besvare ovenstående problemformulering er følgende underspørgsmål opstillet:

- Hvilke eksterne og interne forhold påvirker Pandora?
- Hvordan har Pandoras økonomi udviklet sig årene i 2014-2018?
- Hvordan forventes Pandoras økonomi at udvikle sig fremadrettet?
- Hvilken værdi kan Pandoras aktiekurs beregnes til?

De to første underspørgsmål er en forudsætning for, at de sidste to kan besvares og dermed også problemformuleringen. Underspørgsmålene anvendes til at belyse problemformuleringen og bidrager til den endelige konklusion.

2.2 Afgrænsning

Ved udarbejdelse af regnskabsanalysen tages der udgangspunkt i de seneste 5 årsrapporter svarende til 2014, 2015, 2016, 2017 og 2018. Der afgrænses derfor fra årsrapporter for tidligere år.

Den gennemsnitlige værdi vil blive anvendt i regnskabsanalysen i årene 2015-2018 ved beregning af forskellige nøgletal. I 2014 tages der dog udgangspunkt i ultimo værdier.

Den strategiske analyse af Pandora afgrænses til de mest relevante analyser, hvorfor der ikke tages udgangspunkt i samtlige strategiske analyser. Der fravælges analyser, som ikke vurderes at være relevante til besvarelse af problemformuleringen.

Der afgrænses fra informationer, der er udgivet efter den 28. februar 2019. Der tages derfor udelukkende udgangspunkt i offentliggjorte informationer, som er udgivet til og med den 28. februar 2019.

2.3 Metode

I dette afsnit vil der blive beskrevet hvilken videnskabelig metode, der anvendes til at besvare problemformuleringen.

Til besvarelse af opgavens problemformulering vil der blive anvendt en deduktiv metode, da der tages udgangspunkt i teori.

Til indsamling af empiri vil der både blive anvendt den kvalitative og kvantitative metode.

Den beskrivende del af opgaven tager primært udgangspunkt i Pandoras hjemmeside. I den analyserende del af opgaven vil der både blive anvendt kvalitative og kvantitative data. De kvalitative data optræder blandt andet i form af relevant faglitteratur samt artikler, mens de kvantitative data optræder i blandt andet Pandoras årsrapporter. I værdiansættelsesafsnittet vil der ligeledes blive anvendt kvalitative og kvantitative data. Værdiansættelsen tager udgangspunkt i kvantitative data, men udarbejdes ved hjælp af kvalitative data i form af forventninger til fremtiden.

Opgavens formål vil være problemløsende, idet der skal identificeres en løsning til problemformuleringen.

2.4 Kildekritik

I opgaven vil der som udgangspunkt anvendes litteratur fra HD-studiet og teorier, der knytter sig hertil. Litteraturen fra HD-studiet vil blive suppleret med yderligere litteratur i form af lærebøger samt artikler, som vurderes relevante. Dette vil blive gjort for at inddrage flere synspunkter på de anvendte teorier og modeller, hvorved kritikken af litteratur fra HD-studiet vil blive imødekommet.

Der vil i opgaven blive anvendt data og oplysninger fra Pandoras egen hjemmeside samt årsrapporter. Dette er således oplysninger, der kommer fra Pandora selv og vil dermed være præget af et positivt syn på virksomheden, hvorfor dette således er opgavens svaghed. Vi er opmærksomme på denne svaghed, da det kan give et unuanceret billede af Pandora. Der vil derfor blive inddraget flere forskellige og uafhængige kilder, der kan bekræfte eller afkræfte Pandoras udtalelser.

En stor del af opgaven vil blandt andet blive suppleret med artikler fra internettet. Artiklerne, der anvendes, er nøje vurderet, således de ikke bærer præg af subjektive holdninger, da de således ikke er objektive. Informationerne fra Pandora vil blive suppleret med eksterne kilder for, at opgaven bliver mere retvisende.

Pandoras fremtidige udvikling vil blive vurderet i budgetteringen og værdiansættelsen, hvortil der vil blive anvendt relevant litteratur. Det kan være svært at få et reelt billede af virksomheden, da den er bygget op omkring informationer, der er baseret på situationen, som den er i dag. Dette giver dog derfor kun et øjebliksbillede af virksomheden.

2.5 Disponering/struktur

Opgaven indledes med en virksomhedsbeskrivelse af Pandora. Beskrivelsen skal give et indblik i virksomheden og dens aktiviteter. Virksomhedsbeskrivelsen udarbejdes ud fra Pandoras hjemmeside og årsrapporter. Virksomhedsbeskrivelsen danner grundlag for opgaven.

Der vil efterfølgende blive udarbejdet en strategisk analyse bestående af en ekstern og intern del.

Den eksterne del vil indeholde en analyse af omverdenen samt analyse af branche. Analysen af omverdenen udarbejdes for at opnå en forståelse af Pandoras omverden. Brancheanalysen vil blive udarbejdet for at få et indblik i den branche, som Pandora befinder sig i. Analyserne udarbejdes ved hjælp af relevante teorier, artikler, hjemmesider og Pandoras årsrapporter. Den eksterne del udarbejdes for at få et indblik i Pandoras eksterne forhold og hvordan Pandora påvirkes herpå.

Den interne del vil indeholde tre analyser bestående af analyser af vækststrategi, konkurrencestrategi og værdikæde. Analysen af vækststrategi udarbejdes for at få et indblik i Pandoras produkter og markeder. Efterfølgende vil der blive udarbejdet en analyse af konkurrencestrategier for at få et indblik i Pandoras konkurrencestrategi. Den interne del afsluttes med en analyse af Pandoras værdikæde. Værdikædeanalysen udarbejdes med det formål at identificere de aktiviteter, som skaber værdi for Pandoras kunder. Til de interne analyser anvendes relevante teorier, artikler, hjemmesider og Pandoras årsrapporter. Den interne del udarbejdes ligeledes for at få et indblik i Pandoras interne forhold og hvordan Pandoras påvirkes heraf.

Udover de eksterne og interne analyser vil der blive udarbejdet en regnskabsanalyse. Til regnskabsanalysen vil der blive udarbejdet en reformuleret resultatopgørelse og balance, som analysen skal tage udgangspunkt i. Ved udarbejdelse af den reformulerede resultatop-

gørelse og balance tages der udgangspunkt i Pandoras seneste 5 årsrapporter. Regnskabsanalysen skal belyse den økonomiske udvikling i Pandora for de seneste 5 år.

Analysedelen afsluttes med en SWOT-analyse, der skal belyse Pandoras muligheder og trusler samt stærke og svage sider. SWOT-analysen udarbejdes på baggrund af de eksterne og interne analyser samt regnskabsanalysen.

Der vil efterfølgende blive udarbejdet et budget, som skal anvendes til at værdiansætte Pandora. Budgettet vil blive udarbejdet ud fra den strategiske analyse, regnskabsanalysen, Pandoras årsrapporter samt relevante hjemmesider. Værdiansættelsesdelen afsluttes med en følsomhedsanalyse for at vurdere, hvor følsom den beregnede aktiekurs er.

Opgaven afsluttes med en konklusion, som vil besvare problemformuleringen i opgaven. Konklusionen udarbejdes ud fra delkonklusionerne i de udarbejdede analyser.

3. Virksomhedsbeskrivelse

I nedenstående afsnit vil Pandoras historie, mission, vision og strategi samt produktkategorier og markeder blive beskrevet. Virksomhedsbeskrivelsen udarbejdes for at få et kendskab til Pandora.

3.1 Pandoras historie

Pandora blev stiftet i 1982 i København af Per Enevoldsen og hans kone Winnie. I begyndelsen blev Pandora drevet som en lille juvelerbutik, hvor formålet var at sælge smykker, importeret fra Thailand, med fokus på det danske marked. En stigende efterspørgsel medførte, at de i 1987 flyttede i større lokaler. Derudover medførte den stigende efterspørgsel også, at Pandora begyndte at fokusere på at skabe sine egne unikke smykker frem for at importere fra Thailand. I 1989 påbegyndte Pandora produktion af egne unikke smykker i Thailand.⁷

Deres store gennembrud kom i 2000, hvor charm armbånd konceptet blev lanceret. Gennembruddet medførte, at Pandora ekspanderede til nye markeder, herunder USA, Tyskland og Australien. Ekspansionen medførte et øget behov for produktionskapacitet, hvorfor Pandora i 2005 åbnede et større produktionsanlæg i Thailand. I de efterfølgende år frem til 2010 blev der åbnet yderligere tre produktionsanlæg.⁸

I 2008 købte kapitalfonden Axcel 60 % af Pandora, hvor de to år efter blev børsnoteret på NASDAQ OMX København.⁹

Pandora er gået fra at være en lille dansk juvelerbutik til i dag at være en stor børsnoteret virksomhed med tilknytning til flere internationale markeder. I dag sælges Pandoras produkter i mere end 100 lande på 6 kontinenter, hvor USA udgør et af de største markeder. Pandora har cirka 26.500 ansatte, hvoraf cirka halvdelen af de ansatte arbejder i Thailand, hvor produktionen af smykker foregår.¹⁰

⁷ Pandora, "Om Pandora", den 19. januar 2019, <https://dk.pandora.net/da/om-pandora/?srcName=PANDORA%20virksomheden&src=categorySearch&position=bottom>

⁸ Pandora, "Om Pandora", den 19. januar 2019, <https://dk.pandora.net/da/om-pandora/?srcName=PANDORA%20virksomheden&src=categorySearch&position=bottom>

⁹ Pandora, "Om Pandora", den 19. januar 2019, <https://dk.pandora.net/da/om-pandora/?srcName=PANDORA%20virksomheden&src=categorySearch&position=bottom>

¹⁰ Pandora, "Om Pandora", den 19. januar 2019, <https://dk.pandora.net/da/om-pandora/?srcName=PANDORA%20virksomheden&src=categorySearch&position=bottom>

På trods af den store udvikling og vækst forbliver Pandoras mission den samme, som da det hele startede: ”... at inspirere enhver kvinde til at føle sig kreativ i sit selvudtryk gennem vores univers af høj kvalitets og moderne smykker til overkommelige priser”.¹¹

3.2 Pandoras vision, mission og strategi

Pandoras vision er at være dem, der leverer den mest personlige smykkeoplevelse blandt alle varemærkeproducenter. Deres mission er, som den altid har været, at inspirere enhver kvinde til at føle sig kreative i sit selvudtryk.¹²

I november 2018 lancerede Pandora deres nye strategi Programme NOW, som skal gælde for de kommende to år. Formålet med den nye strategi er: ”... to accelerate the strategic transformation of Pandora and drive sustainable growth.”¹³ Ud fra et økonomisk perspektiv forventer Pandora i 2019 en negativ organisk vækst på 3-7 % samt en EBIT margin på 26-28 %. Der er set bort fra omstrukturingsomkostninger i forbindelse med den nye strategi i de 26-28 %. Inkluderer omstrukturingsomkostningerne, forventes EBIT margin at udgøre 20-22 %.¹⁴

Udover den nye strategi har Pandora opstillet fire strategiske søjler, som skal være med til at sikre deres langsigtede strategi og samtidig sikre, at forbrugeren sættes i fokus. De fire strategiske søjler er som følger: Innovate affordable jewellery, agile manufacturing, digitalised brand experience og winning in omnichannel retail.¹⁵ Pandora ønsker at skabe smykker til tilgængelige priser. Fremstillingen heraf skal gerne være så effektiv og fleksibel som muligt. Derudover ønsker Pandora at kunne tilbyde sine kunder en oplevelse indenfor shopping, som både skal indeholde personlighed og inspiration. Fjerde og sidste søjle omfatter omnichannel detail. I 2018 var Pandoras egne konceptbutikker den foretrukne salgskanal blandt kunder.¹⁶ Pandora ønsker at udvide og forbedre sine salgskanaler, således at blandt andet shoppingoplevelsen ikke kun opleves i fysiske butikker, men også online.

¹¹ Citat: Pandora, ”Om Pandora”, den 19. januar 2019, <https://dk.pandora.net/da/om-pandora/?srcName=PANDORA%20virksomheden&src=categorySearch&position=bottom>

¹² Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 3

¹³ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 10

¹⁴ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 11

¹⁵ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 21

¹⁶ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 21

3.3 Pandoras produktkategorier og markeder

Pandora fremstiller og sælger smykker. Smykker er dog et meget vidt begreb og omfatter alt fra ringe til armbånd til halskæder. Pandora har inddelt sine smykker i fem forskellige produktkategorier: Charms, armbånd, ringe, øreringe samt halskæder og vedhæng.

Den største produktkategori, målt på omsætning, er charms. I 2018 udgjorde omsætningen fra charms DKK 12.126 mio. svarende til 53 % af Pandoras samlede omsætning. Omsætningen er dog faldet i forhold til 2017, hvor den udgjorde DKK 12.920 mio.¹⁷

Det modsatte er gældende for produktkategorien armbånd, hvori omsætningen er steget. I 2017 udgjorde omsætningen fra armbånd DKK 3.965 mio. hvor den i 2018 udgjorde DKK 4.393 mio. svarende til en stigning på 11 %. Omsætningen fra armbånd udgjorde 19 % af den samlede omsætning i 2018.¹⁸ Armbånd udgør dermed Pandoras næststørste produktkategori målt på omsætning.

Pandoras tredje største produktkategori er ringe. Omsætningen fra ringe udgjorde DKK 3.168 mio. i 2018, svarende til 14 % af den samlede omsætning. Omsætningen fra ringe er uændret i forhold til 2017.¹⁹

Øreringe samt halskæder og vedhæng udgør de to mindste produktkategorier målt på omsætning. Omsætningen fra de to produktkategorier er dog stigende, hvor især halskæder og vedhæng er stigende. I 2018 var der en stigning på 24 % i omsætningen fra halskæder og vedhæng, hvilket er den største stigning blandt de fem produktkategorier. I 2018 udgjorde omsætningen fra de to produktkategorier tilsammen 14 % af den samlede omsætning.²⁰

Pandora sælger sine smykker på mange forskellige markeder. De har inddelt markederne i tre hovedområder: EMEA²¹, Americas og Asia Pacific.²² I 2018 udgjorde omsætningen fra de tre hovedområder henholdsvis 49 %, 30 % og 21 %.²³

¹⁷ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 48

¹⁸ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 48

¹⁹ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 48

²⁰ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 48

²¹ Ifølge Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 15: Europa, Mellemøsten og Afrika

²² Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 95

²³ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 46

4. Strategisk analyse

I nedenstående afsnit vil der blive udarbejdet en strategisk analyse af Pandora. Den strategiske analyse omfatter en analyse af eksterne og interne forhold.

4.1 Eksterne analyser

De eksterne analyser omfatter analyser af de forhold, der foregår udenfor virksomheden og dermed har virksomheden selv kun begrænset indflydelse herpå. De eksterne analyser af Pandora består af en omverdensanalyse og en brancheanalyse.

4.1.1 Omverdensanalyse

Til at analysere en virksomheds omverden kan der anvendes flere analyser. Der kan både anvendes en PEST-analyse og en PESTEL-analyse. PESTEL-analysen inddrager de miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold i modsætning til PEST-analysen. De miljømæssige forhold er især vurderet relevante for Pandora, hvorfor PESTEL-analysen vil blive anvendt.

En PESTEL-analyse er en omverdensanalyse, der har til formål at undersøge de elementer i omverdenen, der påvirker virksomheden. I en PESTEL-analyse behandles følgende 6 områder: De politiske forhold, de økonomiske forhold, de sociale og kulturelle forhold, de teknologiske forhold, de miljømæssige forhold samt lovgivningsmæssige forhold.²⁴

PESTEL-analyse er en videreudvikling af PEST-analyse, hvilket betyder, at kritikken af de to modeller er ens.²⁵ Begge modeller er kritiseret for at være baseret for meget på fortiden som mange andre omverdensanalysemodeller. Det menes dog, at modellerne kan bruges ud fra den filosofi, at det, der er sket i fortiden, er med til at forklare det, som sker i fremtiden.²⁶

Det vurderes, at modellen er relevant for Pandora, da den giver mulighed for at reflektere over forhold, der kan have betydning for dem, dog kan en PESTEL-analyse ikke hjælpe med at håndtere disse forhold. Man kan således kun handle ud fra forholdene og ikke påvirke forholdene. Til udfyldelse af modellen kræves mange informationer, som kan være svære at finde. Vi finder dog analysen relevant for Pandora, da den kan give et overblik over, hvilke

²⁴ Systime A/S, "PESTEL-analysen", den 15. februar 2019, <https://virksomhedb.systime.dk/index.php?id=3416>

²⁵ Betabox.dk, "PESTEL", den 15. februar 2019, <http://betabox.dk/2016/08/03/43/>

²⁶ Betabox.dk "PEST analyse", den 15. februar 2019, <http://betabox.dk/2016/08/03/pest-analyse/>

forhold de skal være opmærksomme på til trods for de ulemper, der er forbundet med en PESTEL-analyse.

PESTEL-analysen belyser de faktorer, der påvirker virksomhederne i omverdenen. I nedenstående tabel er forhold, der vurderes at påvirke Pandora, opremset. Forholdene er kommenteret i afsnittene nedenunder tabellen.

Tabel 1: Relevante forhold i PESTEL-analyse for Pandora

PESTEL	
P – Politiske forhold	• Brexit • Politiske forhold i Thailand
E – Økonomiske forhold	• Konjunktur • Priser på råvarer • Valutakurser
S – Sociale og kulturelle forhold	• Kultur • Religion
T – Teknologiske forhold	• Den teknologiske udvikling • Konkurrenternes udviklingsforhold • Nethandel
E – Miljømæssige forhold	• CSR • Bæredygtighed
L – Lovgivningsmæssige forhold	• Ændringer på markedsmarkedet • Indførsel af overenskomst i Thailand • Eksportreguleringer

Kilde: Egen tilvirkning

4.1.1.1 P – Politiske forhold

Pandora sælger deres smykker på flere forskellige markeder, hvorfor de er nødsaget til at forholde sig til de politiske forhold, der gør sig gældende på de enkelte markeder. Der sker løbende ændringer i de politiske forhold, som de enkelte virksomheder bør tage stilling til.

I Storbritannien er der truffet beslutning om at forlade EU – det såkaldte Brexit. Det betyder, at Storbritannien ikke længere vil være underlagt de samme love og reguleringer som de

øvrige lande, der er medlem af EU-samarbejdet. Danmark og Storbritannien er store handelspartnere. Danmark eksporterer for 91 DKK mia. årligt, mens der importeres for blot 78 DKK mia. fra Storbritannien. Denne samhandel har en positiv indvirkning på den danske økonomi med 13 DKK mia. årligt. Brexit kan komme til at have en stor betydning for denne samhandel, hvorfor Danmark er interesseret i, at EU og Storbritannien indgår en aftale, der ikke medfører store konsekvenser for samhandlen.²⁷

Storbritannien er et af de markeder, hvor Pandora eksporterer deres smykker til. I en analyse udarbejdet af investeringsbanken Carnegie er der dog tegn på, at Pandora klarer sig dårligere i Storbritannien end tidligere.²⁸ Brexit kan stadigvæk udgøre en udfordring for Pandora, dog er konsekvenser endnu ikke kendte. Det vides derfor ikke, hvilken effekt Brexit vil have på Pandora. Det er således et af de elementer i Pandoras omverden, der kan påvirke dem indenfor de kommende år.

Pandora producerer deres smykker i Thailand, hvorfor de politiske forhold i Thailand også vil have en betydning for dem. Der er stor forskel på de politiske forhold i Danmark og Thailand. I Thailand har der de seneste år været flere politiske oprør med flere statskup i blandt andet 2008 og 2014 og dermed har haft flere perioder med militærstyre.²⁹ Den politiske situation i Thailand står derfor i klar modsætning til demokratiet i Danmark. Det betyder, at det er et andet samfund, hvor Pandoras produktion har beliggenhed. Samfundene i Danmark og Thailand er meget forskellige. Pandora skal derfor følge med i de politiske forhold og vurdere, hvorvidt de påvirkes af dem.

Til trods for de politiske uroligheder i Thailand tyder det på, at danske virksomheder klarer sig godt i landet. Ifølge Peter Sand, der er afdelingsleder af handelsafdelingen på den Danske Ambassade i Bangkok, er de danske virksomheder gode til at forholde sig til de politiske udfordringer og dermed drive forretning i Thailand. De politiske uroligheder har påvirket Pandora i hhv. 2008 og 2010. I 2008 måtte de to lufthavne i Bangkok lukke i en periode og i 2010

²⁷ Valentin, Kim, Berlingske Business, "Konsekvenser af et hårdt Brexit", den 15. februar 2019, <https://kimvalentin.blogs.business.dk/konsekvenser-af-et-haardt-brexit/>

²⁸ Veile, Cecilie, NPinvestor, "Pandora/Carnegie: Nedslående meldinger om salget i Storbritannien", den 24. februar 2019, https://npinvestor.dk/nyheder/pandoracarnegie-nedsl%C3%A5ende-meldinger-om-salget-i-storbritannien?fbclid=IwAR1kDufWkJSOyM6jFaJX_hfaGenPDjShC-PI8U0BZCFvIM0SYybqIHxocM

²⁹ Lesikon.org, "Thailand", den 15. februar 2019, <https://www.leksikon.org/art.php?n=3101>

blev der udstedt udgangsforbud på grund af gadekamp blot 25-30 kilometer fra en af Pandoras fabrikker. Igennem de seneste år har Thailand forsøgt at bevæge sig mod demokrati.³⁰ Bliver politikerne og befolkningen i Thailand enige om en demokratisk løsning, vil dette formentlig påvirke Pandora. Det thailandske samfund vil alt andet lige ændre sig på den politiske front og dermed nærme sig det danske. Pandora bør være opmærksom herpå og vurdere, hvorvidt de påvirkes heraf.

4.1.1.2 E – Økonomiske forhold

En markedsøkonomi bevæger sig i svingninger – de såkaldte konjunkturer. Der findes således både højkonjunktur og lavkonjunktur. En højkonjunktur er kendetegnet ved, at beskæftigelsen og den økonomiske vækst er høj, hvilket står i modsætning til en lavkonjunktur, hvor væksten er lav og der er høj arbejdsløshed. Det økonomiske marked er sammensat sådan, at efter en højkonjunktur kommer der opbremsninger i økonomien, hvorved en lavkonjunktur opstår. Der vil atter opstå en højkonjunktur, når økonomien og beskæftigelsen forbedres igen.³¹

I Danmark går økonomien så stærkt, at eksperterne mener, at der er taget hul på en ny højkonjunktur her i landet. De danske virksomheder melder på manglende arbejdskraft og beskæftigelsen er på sit højeste. Det forventes, at væksten i BNP vil udgøre henholdsvis 1,9 % i 2018 og 1,7 % i 2019, hvilket vil medvirke, at beskæftigelsen vil stige med 70.000 personer. Der er derfor stor fremgang i den danske økonomi, hvorfor forudsætningerne for, at højkonjunkturerne vil fortsætte, er intakte.³²

En højkonjunktur vil betyde, at forbrugerne vil købe mere og dermed vil deres privatforbrug stige. De vil ikke være påpasselige med at forbruge, da der er fremgang i økonomien og beskæftigelsen er høj. Den høje beskæftigelse vil betyde, at forbrugerne ikke har svært ved at finde et arbejde, da der er mangel på arbejdskraft. For Pandora vil dette betyde, at de kan sælge flere smykker og dermed øge deres omsætning. Pandora skal have mange ansatte,

³⁰ Friis, Lasse, Berlingske, "Danske virksomheder gode til at klare sig i ustabil Thailand", den 15. februar 2019, <https://www.berlingske.dk/virksomheder/danske-virksomheder-gode-til-at-klare-sig-i-ustabilt-thailand>

³¹ Ritzau, avisen.dk, "Fakta: Det betyder højkonjunktur", den 15. februar 2019, https://www.avisen.dk/fakta-det-betyder-hoejkonjunktur_500290.aspx

³² Økonomi og indenrigsministeriet, "Dansk økonomi står stærkt", den 16. februar 2019, <https://oim.dk/nyheder/nyhedsarkiv/2018/maj/dansk-oekonomi-staar-staerkt/>

således de kan følge med til sælge flere smykker, som forbrugerne efterspørger. Højkonjunkturaen skal give Pandora en sund økonomi, således de kan klare sig til den efterfølgende lavkonjunktur, der vil opstå på et senere tidspunkt, når højkonjunkturaen er over. Eksperterne forventer dog nogle år med højkonjunktur, hvilket er positivt for Pandora, der skal sørge for at udnytte dette rent økonomisk.

Pandora anvender guld og sølv til at producere deres smykker, hvilket betyder, at de er afhængige af priserne på netop disse råvarer. Råvarerne handles til dagskursen på et marked, hvor prisen beregnes på baggrund af udbud og efterspørgsel.

Figur 1: Den seneste års udvikling i prisen på guld i EURO

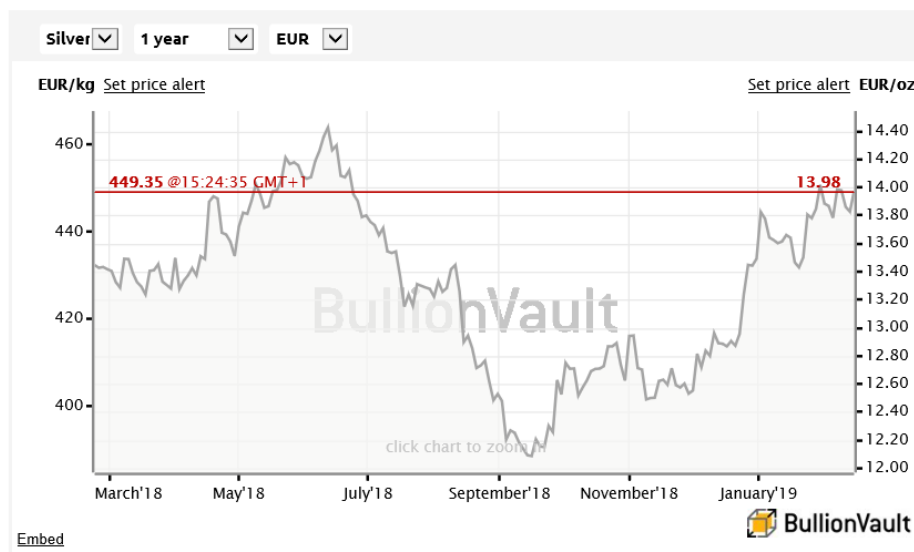


Kilde: *Ædelmetaller.dk*, "Guldpriser", den 16. februar 2019,

<https://www.aedelmetaller.dk/guld/guldpriser/>

I ovenstående figur ses en grafisk illustration for udviklingen af prisen på guld igennem det sidste år. Det ses, at prisen på guld har været svingende. Omkring oktober 2018 var priserne på sit laveste, dog er priserne steget markant siden da. Udviklingen i prisen på sølv er vist i figuren nedenfor. Det ses, at priserne var på sit højeste i løbet af juni 2018, hvor prisen efterfølgende var faldende. Siden slutningen af september 2018 er prisen på sølv atter stigende.

Figur 2: Den seneste års udvikling i prisen på sølv i EURO



Kilde: Ædelmetaller.dk, "Guldpriser", den 16. februar 2019,

<https://www.aedelmetaller.dk/guld/guldpriser/>

I 2018 producerede Pandora 112 mio. stk. smykker og forventer en stigning i fremtiden³³, hvorfor de årligt anvender en stor mængde af henholdsvis guld og sølv. De stigende priser på guld og sølv betyder, at de skal betale mere for råvarerne og dermed vil fortjenesten alt andet lige blive mindre. De faldende priser betyder derimod en øget fortjeneste, da Pandora skal betale mindre for råvarerne. Pandora er derfor meget afhængig af priserne på henholdsvis guld og sølv, hvor selv små ændringer i priserne kan have stor indflydelse på deres fortjeneste på smykkerne.

Pandora sælger deres smykker på flere forskellige markeder, hvorfor de er afhængige af valutakurserne. I årsrapporten for 2017 oplyser Pandora, at deres omsætning var påvirket af ugunstige valutakursudsving.³⁴ Pandora anvender forskellige finansielle instrumenter blandt andet valutaterminskontrakter, sølv- og guldsvars samt valuta- og rentesvars til sikring af valutakurserne,³⁵ således de minimerer risikoen ved at handle i udenlandsk valuta samt i forbindelse med køb af henholdsvis guld og sølv.

³³ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 4

³⁴ Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 8

³⁵ Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 88

Pandora forsøger så vidt muligt at sikre sin eksponering over for udsving i råvarepriser og valutakurser ved hjælp af en række afledte finansielle instrumenter. Kursen på de afledte finansielle instrumenter vurderes ud fra input fra finansielle institutter. Pandora sammenholder værdien af de urealiserede sølv- og guldinstrumenter med de kurser, der fremgår på London Bullion Market Association. Værdien af urealiserede valutainstrumenter sammenholdes derimod med observerbare valutaterminskurser.³⁶

4.1.1.3 S – Sociale og kulturelle forhold

Pandora eksporterer til flere forskellige markeder, hvorfor det er vigtigt, at de har kendskab til de sociale og kulturelle forhold på de forskellige markeder. De sociale og kulturelle forhold har en betydning her, da de er forskellige fra marked til marked. Kvinder har forskellige holdninger til, hvilke ønsker de har til et smykke. Det afhænger blandt andet af kulturen i samfundet og nærmiljøet, hvorfor det er vigtigt, at Pandora tager højde for dette.

For Pandoras vedkommende spiller religion og kultur i de pågældende lande også en rolle, da forbrugerne stiller forskellige krav til smykkerne. Der er stor forskel på, hvor traditionelle befolkningen er alt efter, hvilken religion og kultur de tilhører. Alt dette har indflydelse på, hvordan et smykke skal se ud. Kristendommen og til dels jødedommen er ikke bange for at prøve noget nyt og udfordrende. Kvinderne stiller krav til smykkerne, da de skal afspejle selvstændighed. Indenfor islam og buddhisme skal smykkerne i stedet for udstråle de gamle traditioner, da det er mændene, der har magten. Hinduismen er derimod en mellemvej, hvor kvinderne arbejder for at kunne stille flere krav.³⁷ Det skal dog bemærkes, at dette er en meget sort/hvid fortolkning af religionerne. Forskellene i religionerne og kulturene giver dog udfordringer for blandt andet Pandora, der skal identificere, hvordan hvert marked skiller sig ud.

Derudover kommer de kulturelle forhold også til udtryk igennem samfundet og dets opbygning.

³⁶ Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 91

³⁷ Abu-Khalil, Hani Adbildskov og Vestergaard, Charlotte K., "Hvordan er kvindesynet i verdens fem store religioner?", den 16. februar 2019, <https://www.religion.dk/tv%C3%A6rreligi%C3%B8st/kvindesynet-i-de-fem-verdensreligioner>

Tages der for eksempel udgangspunkt i Japan, ses det, at det er et land, der går meget op i gamle dyder og traditioner.³⁸

Den japanske befolkning er et af verdens bedst uddannede, dog er det primært ledet og domineret af mænd. Færre end to ud af tre kvinder har et arbejde i Japan, hvilket vurderes at være få. Den primære grund hertil er, at der ikke er mange muligheder for børnepasning, hvorfor kvinderne fravælger helt eller delvist arbejdsmarkedet for at fokusere på familien. Det medfører, at Japan fremstår som et meget maskulint samfund, hvor ligestilling ikke vurderes at være prioriteret højt. Det afspejles også i deres samfund, hvor gamle dyder og traditioner derimod prioriteres højt.³⁹

I Danmark har samfundet ændret sig, således at der ikke længere er samme fokus på det traditionelle. Kvinderne går ikke længere hjemme, men er derimod at finde på arbejdsmarkedet blandt mændene. I Danmark er der rig mulighed for børnepasning, hvorfor det er blevet lettere for kvinder at arbejde udenfor hjemmet. Det medfører, at Danmark fremstår som et mere feminint samfund sammenlignet med Japan. Det skyldes, at der er fokus på ligestilling blandt mænd og kvinder i Danmark.⁴⁰

Samfundet og dets opbygning spiller en rolle for Pandora, da det påvirker, hvordan et smykke skal se ud. I Japan vægtes gamle dyder og traditioner højt, hvorfor smykker gerne skal symbolisere dette. I Danmark er der fokus på ligestilling blandt mænd og kvinder, hvorfor smykker gerne må symbolisere selvstændighed. Pandora bør derfor være opmærksom på det enkelte samfund og dets opbygning, således de kan imødekomme forbrugerens ønsker og behov.

Ud over religionerne og kulturerne har forbrugeradfærd også en væsentlig betydning for Pandoras omverden. Forbrugeradfærd ændres løbende i takt med, at mode og fremtidige tendenser ændrer sig. Pandora skal derfor være opmærksomme på at tilpasse deres smykker til moden, således de kan imødekomme forbrugernes ønsker og behov. Tilpasser Pando-

³⁸ Karner, Lasse, Berlingske, "Japan må hån og sexismen til livs for at få kvinder i arbejde", den 15. februar 2019, <https://www.berlingske.dk/internationalt/japan-maa-haan-og-sexisme-til-livs-for-at-faa-kvinder-i-arbejde>

³⁹ Karner, Lasse, Berlingske, "Japan må hån og sexismen til livs for at få kvinder i arbejde", den 15. februar 2019, <https://www.berlingske.dk/internationalt/japan-maa-haan-og-sexisme-til-livs-for-at-faa-kvinder-i-arbejde>

⁴⁰ Larsen, Line Kjærgaard, Danmarks Radio, "Ændringer i samfundet ligestillede mænd og kvinder mere", den 15. februar 2019, <https://www.dr.dk/ligetil/aendringer-i-samfundet-ligestillede-maend-og-kvinder-mere>

ra ikke deres smykker til forbrugernes ønsker og behov, kan det medføre, at forbrugeren vælger at købe sine smykker et andet sted. Det kan påvirke Pandora negativt.

Pandora sælger deres smykker på mere end 100 markeder på 6 kontinenter, hvorfor det er nødvendigt med et bredt udvalg af smykker. Det skyldes, at forbrugeradfærden kan være forskelligt fra land til land. For at imødekomme forbrugeradfærden på de enkelte markeder kræver det, at Pandora kan præsentere et bredt udvalg af smykker.

4.1.1.4 T – Teknologiske forhold

Den teknologiske udvikling i verdenen går stærkt. Forbrugerne stiller høje krav til produkterne, da de forventer, at produkterne kan noget mere. Effektivitet er et af nøglepunkterne, da alting skal være så effektivt som muligt, så alt bliver nemmere i den travle hverdag og man dermed kan nå mere. Virksomhederne skal derfor være opmærksomme på den teknologiske udvikling, således de kan følge med markedet og producere de produkter, som forbrugerne efterspørger.

Igennem de seneste år er internethandel vokset væsentligt. De handles ligeledes på tværs af grænser – specielt i Europa. Danmark er et af de lande, der er med længst fremme indenfor internethandel og har derfor for længst taget nethandel til sig. Der findes nogle attraktive løsninger til forbrugerne, som har været præget af vækst de seneste år.⁴¹

Der findes mange forskellige distributionskanaler, når forbrugerne køber Pandoras smykker. Det er dog forskellige fra marked til marked, hvilke der anvendes. I de seneste 5 år er USA's salg af smykker online blevet fordoblet. I dag udgør salget af smykker online mere end 20 % af den samlede omsætning i USA. I Kina sælger Pandora deres smykker i stormagasiner og specialbutikker. I Indien foretages salget primært fra specialbutikker.⁴²

Pandoras nethandel er derfor udbredt i USA, mens salget næsten ikke er eksisterende i Asien. Det skyldes, at der er forskellige distributionskanaler på de forskellige markeder. Det er vigtigt, at Pandora følger med udviklingen indenfor nethandel, da det giver forbrugerne fleksibilitet i forhold til, hvornår de ønsker at købe smykkerne.

⁴¹ Willemoes, Søren, "Europæisk E-handel buldrer frem: Danmark er med helt i top", den 15. februar 2019, <https://www.fdi.dk/nyheder/2018/juli-2018/europaeisk-e-handel-buldrer-frem-danmark-er-med-helt-i-top>

⁴² Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 15

Pandoras produktion af smykker foregår, som tidligere nævnt, i Thailand, hvilket har været tilfældet siden 00'erne. Produktionen i Thailand har haft både gevinster og udfordringer med sig. Pandora vil nu forsøge sig med to helt nye fabrikker i Thailand, der skal medvirke til, at smykke kvaliteten forbedres samt produktionstiden formindskes. Pandora har forventninger om, at smykkekapaciteten forøges til 200 millioner om året samt produktionstiden formindskes fra 8 til 4 uger med de nye produktionsfabrikker. De eksisterende fabrikker, som Pandora har i Thailand, er drevet af manuel arbejdskraft, men der skal i de nye fabrikker integreres dansk robotteknologi.⁴³ Thomas Touborg, der er den øverste chef for Pandoras produktion, udtaler følgende:

"Du har brug for, at lønomkostningerne er lave, men samtidig har man traditionelt været udfordret af, at cutting edge-teknologi ikke er lige så tilgængeligt som i Vesten, og at det er svært at foretage et teknologiskifte og integrere moderne produktionsteknologier".⁴⁴

Pandora vil med de to nye fabriksbygninger i Thailand forsøge at følge med den teknologiske udvikling. Thomas Touborg udtaler, at det har været en udfordring at få produktionen i Thailand til at følge med den teknologiske udvikling, da teknologien ikke er nær så langt fremme som i Danmark. Yderligere forsøger Pandora at holde lønomkostningerne lave, således de ikke påvirker prisen på deres smykker unødvendigt. Det skyldes, at forbrugerne højst sandsynlig ikke vil være villige til at betale ekstra for smykker. Der er andre substitutionsmuligheder på markedet, som forbrugerne kan benytte sig af, hvis Pandoras smykker bliver for dyre, så Pandora skal følge med den teknologiske udvikling for at klare konkurrencen på markedet.

4.1.1.5 E – Miljømæssige forhold

Miljø er et element, der berører hele verdenen og mange har en klar holdning hertil. Det betyder, at virksomhederne derfor ligeledes bliver nødt til at have fokus herpå, så de ikke mister kunder på grund af deres manglende fokus på miljøet.

⁴³ Ingeniøren, "Pandora får Industri 4.0 til at glimre i Thailand", den 15. februar 2019, <https://ing.dk/artikel/pandora-faar-industri-40-at-glimre-thailand-221564>

⁴⁴ Ingeniøren, "Pandora får Industri 4.0 til at glimre i Thailand", den 15. februar 2019, <https://ing.dk/artikel/pandora-faar-industri-40-at-glimre-thailand-221564>

En del virksomheder er kendte for at offentliggøre en såkaldt CSR⁴⁵ politik, som er en politik for virksomhedernes samfundsansvar, der er med til at skabe deres image. Politikken indeholder både sociale og miljømæssige forhold. Pandora er en af de virksomheder, som har en CSR politik, der indeholder punkterne nedenfor:⁴⁶

- Minimere miljø- og klimapåvirkning
- Gode arbejdsforhold i Thailand
- Socialt ansvar
- Produktionsmateriale skal genbruges
- Menneskerettigheder
- Medarbejderudvikling

Pandora anvender primært sølv og guld i deres produktion af smykker. Udvinning af guld er i dag en stor forureningskilde. Det skyldes, at udvindingen af guld ikke længere sker ved håndkraft, men i stedet ved hjælp af store maskiner, sprængninger og kemikalier.⁴⁷ Pandora er opmærksom herpå og ønsker at mindske forureningen, der udledes ved sølv og guld.

Det kommer til udtryk ved, at Pandora genbruger 91 % af det forbrugte sølv og 86 % af det forbrugte guld i egen produktion. Dette kræver 95 % mindre ressourcer end sølv og guld fra en mine. Pandora genanvender således deres affald for at spare på samfundets ressourcer og tænke på miljøet.⁴⁸

I en pressemeddelelse fra 28. februar 2017 udgivet af Pandora oplyses det, at et nyt og uafhængigt miljøstudie viser, at det er muligt at reducere forureningen til mindre end 5 %. Dette kan gøres ved at genanvende sølv og guld frem for at anvende sølv og guld, som kommer direkte fra en mine.⁴⁹

⁴⁵ Corporate Social Responsibility

⁴⁶ Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 29-32

⁴⁷ Hinrichs, Mia, Nyfortuna – Sæt pris på dine værdier, "Guld og miljø – det grønne valg", den 15. februar 2019, <https://nyfortuna.dk/guld-og-miljoe-det-groenne-valg/>

⁴⁸ CSR.dk, "Pandora vælger bæredygtighed og Cradle to Cradle", den 15. februar 2019, <https://csr.dk/pandora-vaelger-baeredygtighed-og-cradle-to-cradle>

⁴⁹ Pandora A/S, "Pressemeddelelse 28. februar 2017: Genanvendelse og nye produktionsfaciliteter forbedrer Pandoras grønne profil", den 15. februar 2019, <https://investor.pandoragroup.com/static-files/a202bec5-f964-44dd-8d24-390da8fd3494>

Udover at genanvende sølv og guld, er Pandora certificeret af Responsible Jewellery Council.⁵⁰ Responsible Jewellery Council sørger for, at virksomhederne i smykkebranchen lever op til høje standarder indenfor blandt andet bæredygtighed, arbejdsforhold, menneskerettigheder m.v.⁵¹ Certifikatet medfører, at Pandora skal leve op til kravene, da de ellers ikke opfylder betingelserne herfor og dermed kan få certifikatet frataget. Responsible Jewellery Council sørger løbende for at føre kontrol med de virksomheder, der er certificeret.

Pandora anvender ovenstående elementer til at bygge deres miljø op omkring og dermed skabe deres image.

4.1.1.6 L – Lovgivningsmæssige forhold

Lovgivningsmæssige forhold er en af de faktorer, der kan have en stor betydning for virksomhederne. Det skyldes, at der kan indføres ny lovgivning, som kan ramme virksomhederne med en økonomisk konsekvens. For Pandoras vedkommende vil en ændring i overenskomster i Thailand højst sandsynlig have en stor betydning. Ændres overenskomsten på lønområdet i Thailand, vil dette alt andet lige betyde, at medarbejderne i Thailand skal have en højere løn og dermed vil Pandoras lønomkostninger stige. Pandora er derfor nødt til at sælge mere end stigningen i lønomkostningerne eller indføre en prisstigning, hvis de skal opretholde det samme dækningsbidrag. Det kan formentligt være svært at omsætte så meget mere, som lønningerne vil stige. En prisstigning kan medføre, at kunderne ikke er villige til at betale det ekstra for smykkerne.

Pandora skal endvidere være opmærksomme på, om der indføres lovgivningsmæssige forhold indenfor arbejdsmiljø. Det kan betyde, at Pandora skal ændre på deres produktionsbygninger, således at de opfylder de nye love og regler indenfor arbejdsmiljø.

Pandora agerer på flere markeder, hvor de sælger deres smykker. De eksporterer derfor en stor del af deres smykker, hvilket er i lighed med mange andre smykkeproducenter. Som udgangspunkt er Pandora dog ikke begrænset af eksportreglerne.

⁵⁰ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 31

⁵¹ Responsible Jewellery Council, "Home", den 15. februar 2019, <https://www.responsiblejewellery.com>

4.1.1.7 Opsamling af PESTEL-analyse

Pandora er præget af deres omverden, da der er forhold her, som kan have betydning for deres afsætningsmuligheder. Politisk kan det kommende Brexit få betydning, dog er de endelige konsekvenser endnu ikke kendte, hvorfor Pandora skal være opmærksomme på dette. Yderligere har Pandora deres produktion i Thailand, der har haft politiske uroligheder de seneste år. Pandora skal følge med i situationen og overveje, om det kan have konsekvenser for dem. Økonomisk set befinder Danmark sig i en højkonjunktur. Dette er positivt for Pandora, da de kan øge deres omsætning, da forbrugeren vil købe mere. Pandora er afhængig af priserne på henholdsvis guld og sølv. De varierende priser kan have stor betydning for Pandoras fortjeneste ved salg af smykkerne, da der i 2018 blev produceret 112 mio. stk. smykker. Pandora benytter dog finansielle instrumenter til at sikre udviklingen i priserne på råvarerne samt valutakurserne.

De sociale og kulturelle forhold er yderligere med til at påvirke Pandora, da de sælger deres smykker på mange forskellige markeder. Der bliver stillet forskellige krav til smykkerne, som Pandora således skal identificere og anvende aktivt. Pandora bør derfor være opmærksom på de forskellige samfund og deres opbygninger, religioner samt forbrugeradfærd. De teknologiske forhold spiller ligeledes en rolle for omverdenen. Det skyldes, at produktionen skal være så effektiv som muligt. Dette forsøger Pandora at imødekomme ved at åbne to nye moderniseret fabrikker i Thailand, hvor produktionstiden bliver formindsket ved hjælp af robotteknologi.

Derudover påvirker de miljømæssige forhold også Pandora. Pandora har stor fokus på de miljømæssige forhold, da dette er et punkt, som omverdenen har en klar holdning til. Bæredygtighed har stor fokus, hvor Pandora forsøger at genbruge sølv og guld for at mindske forureningen. De er derudover certificeret af Responsible Jewellery Council, der sørger for, at virksomhederne i smykkebranchen lever op til høje standarder indenfor blandt andet bæredygtighed, arbejdsforhold, menneskerettigheder m.v.

Yderligere kan det have en betydning for Pandora, såfremt der indføres nye love. Et eksempel herpå kan være, at der indføres en overenskomst i Thailand, således deres medarbejdere skal have en højere løn. Dette vil betyde, at Pandora skal sælge mere end stigningen i løn-

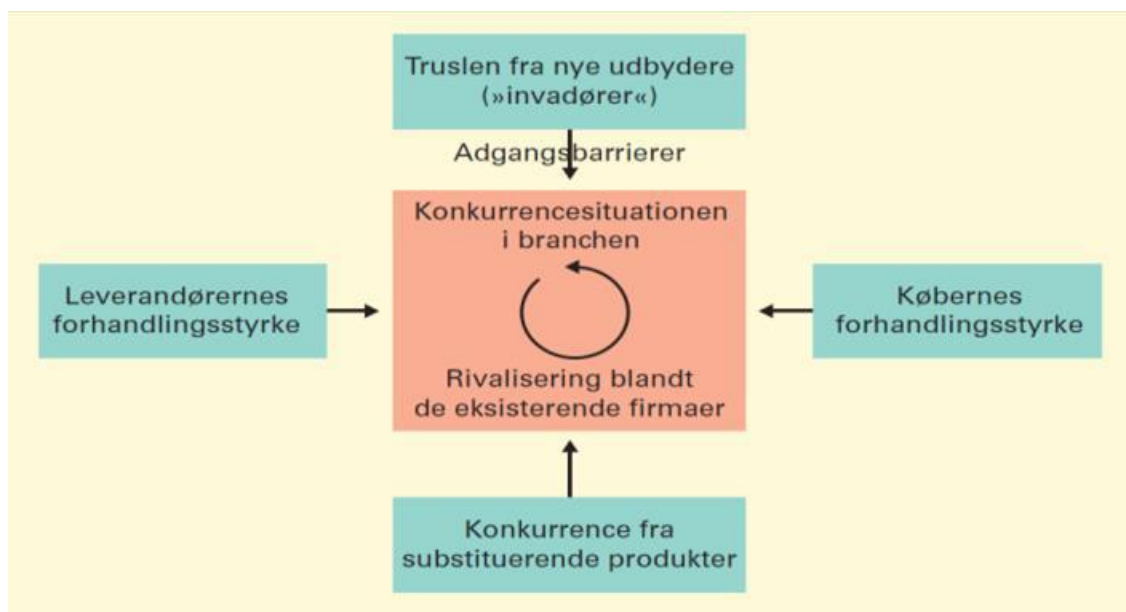
omkostninger og/eller indføre en prisstigning for at opretholde dækningsbidraget på deres smykker.

4.1.2 Brancheanalyse

Vi ønsker at anvende en model, som kan belyse konkurrencen i branchen, som Pandora befinder sig i. Det kan Porters Five Forces og da Pandora ikke er omfattet af servicebranchen eller offentlige organisationer, findes den anvendelig.

Brancheanalysen udarbejdes på baggrund af Porters Five Forces og anvendes til at analysere konkurrencesituationen i en branche. Analysen tager udgangspunkt i nærmiljøet og er opdelt i fem parametre jævnfør nedenstående figur:

Figur 3: Porters Five Forces



Kilde: Andersen, Finn Rolighed m.fl., "International markedsføring", side 210

Porters Five Forces tager udgangspunkt i konkurrencesituationen i branchen, hvorfor der kun fokuseres på konkurrence. Analysen tager dermed ikke hensyn til samarbejdspartnere eller strategiske alliancer m.v. Den er endvidere ikke lige anvendelig for alle, herunder servicebranchen og offentlige organisationer, eftersom modellen ikke er universel.⁵²

⁵² Andersen, Finn m.fl., "International markedsføring", 4. udgave, side 209-217

4.1.2.1 Rivalisering blandt eksisterende firmaer

Pandora befinder sig i smykkebranchen, som består af virksomheder, der fremstiller og sælger smykker.

Konkurrenceformen i branchen kendetegnes ved få store virksomheder og et stort antal af små samt mellemstore virksomheder. Pandora, Tiffany og Co. og Spinning Jewelry er eksempler på store virksomheder i branchen, hvor Pilgrim A/S og Line & Jo ApS er eksempler på nogle af de små og mellemstore virksomheder. Antallet og fordelingen af udbydere kræver, at en virksomhed skiller sig ud og samtidig er innovativ, hvis de ønsker at gøre sig bemærket. Det gør det dermed svært for de eksisterende virksomheder at udvide deres markedsandel i branchen og dermed gå fra at være en af de mange små eller mellemstore virksomheder til at være en af de få store.

Markedet for smykker vurderes til at være et heterogent marked, da der, ved køb af smykker, opstår præferencer i form af pris, mærke og kvalitet. Det er medvirkende til, at branchen er præget af en relativ høj innovationsgrad, hvor det gælder om at være den første med nye initiativer, således at de skiller sig ud i forhold til andre. På baggrund heraf øges konkurrencen i branchen blandt eksisterende virksomheder.

Konkurrenceformen vurderes til at være differentieret oligopol, hvor konkurrencen i branchen blandt eksisterende virksomheder vurderes til at være hård.

4.1.2.2 Truslen fra nye udbydere

Smykker er ikke svært at producere og kan sådan set produceres fra den ene dag til den anden af en hvilken som helst person med interesse herfor. Ønsker man at producere smykker, skal man blot have kapital nok til køb af materialer. Kapitalen varierer dog meget, da det afhænger af hvilket materiale, man ønsker anvendt i sine smykker. Der er ingen krav om valg af materiale, om det skal være sølv eller guld, som man oftest ser anvendt i smykker, eller noget helt tredje. Adgangsbarriererne vurderes derfor til at være lave.

Som tidligere nævnt er det dog en hård branche at komme i jævnfør afsnit om rivalisering blandt eksisterende firmaer, hvorfor det kan være nødvendigt med store markedsføringsomkostninger for at nå ud til kunderne. Den hårde konkurrence medfører, at det er svært for

nye udbydere at komme ind på markedet. Truslen fra nye udbydere vurderes derfor til at være lav.

4.1.2.3 Konkurrence fra substituerende produkter

Substituerende produkter er produkter, der kan dække samme behov og derved kan erstatte hinanden. Smykker defineres som ringe, armbånd, halskæder m.v. Definitionen af smykker er meget bred, hvorfor det kan være besværligt at finde et direkte substituerende produkt.

Et direkte substituerende produkt til et smykke kunne være et ur. Ure minder på mange måder om et smykke og kan dække samme behov som et smykke. Nogle anser dog allerede ure som værende smykker, hvorfor det måske ikke er helt korrekt at betragte de to produkter som substituerende produkter. Vi er af anden holdning.

Konkurrencen fra substituerende produkter kan opdeles i snæver og bred konkurrence. Snæver konkurrence omfatter ens produkter, der kan afdække samme behov og hvor målgruppen er ens. Bred konkurrence omfatter derimod produkter, der afdækker et bestemt behov på en anden måde. Ved snæver konkurrence konkurreres der på mærker/brands. Ved bred konkurrence konkurreres der derimod på produkt, behov og/eller rådighedsbeløb.⁵³

Den snævre konkurrence for Pandora defineres som smykker af andre mærker som eksempelvis Tiffany og Co. og Spinning Jewelry. Den brede konkurrence konkurrerer på produkt, behov og/eller rådighedsbeløb. Konkurreres der på produkt, vil den brede konkurrence defineres som produkter som halskæder, armbånd, ringe med videre. Konkurreres der derimod på behov, vil den brede konkurrence defineres som et stykke tøj, en taske eller noget lignende. Yderligere kan der konkurreres på rådighedsbeløb. Udfaldet kan her være rejser eller ophold indenfor en vis beløbsstørrelse, der svarer til prisen for smykket.

Ligesom mange andre brancher oplever smykkebranchen konkurrence fra uægte produkter, som sælges til lavere pris på markedet.

4.1.2.4 Købernes forhandlingsstyrke

Smykkebranchens største aftagere er forhandlere. Antallet af forhandlere varierer alt afhængig af virksomhed. Jo flere forhandlere, en virksomhed har, desto mindre betydning har

⁵³ Andersen, Finn m.fl., *"International markedsføring"*, 4. udgave, side 202-203

hver enkel forhandler for en virksomhed. Pandoras smykker sælges for eksempel via cirka 7.800 forhandlere.⁵⁴ Det betyder, at hver enkel kunde ikke er så vigtig for dem, da mængden af kunder er stor. Der kan dog være enkelte kunder, som aftager større varepartier end andre, som gør dem mere betydningsfulde end øvrige kunder.

Når det er sagt, er det dog op til forhandleren, hvorvidt de ønsker at sælge et produkt i deres forretning. Der kan derfor opstå kamp om hyldeplads hos forretningerne. Det styrker deres forhandlingsstyrke. De begrænses dog af deres egne kunder. Forhandlerne er nødsaget til at imødekomme deres egne kunders ønsker og behov. Er der stor efterspørgsel efter et bestemt smykke eller mærke, vil forhandleren forsøge at handle efter dette.

På trods af at forhandleren ikke nødvendigvis er vigtig for den enkelte virksomhed i branchen, er det dog dem, som har ordet i sidste ende og bestemmer, hvorvidt de ønsker at sælge et produkt i deres forretning, hvorfor købernes forhandlingsstyrke vurderes til at være stærk.

4.1.2.5 Leverandørernes forhandlingsstyrke

De fleste virksomheder i branchen producerer deres egne smykker, hvorfor råvarer udgør en stor del af produktionsomkostningerne. Der er som tidligere nævnt ingen krav til valg af materiale, men de fleste virksomheder anvender primært guld og sølv i deres smykker, hvorfor der tages udgangspunkt heri.

Guld og sølv handles på et marked, hvor der forekommer fuldkommen konkurrence. Fuldkommen konkurrence er kendetegnet ved mange udbydere og homogene produkter. Det betyder, at kunden er ligeglad med om varen kommer fra den ene eller anden udbyder, hvorfor prisen er i fokus. Leverandørerne vil ikke have mulighed for at presse prisen op, da køber ellers bare vil handle ved anden udbyder med lavere pris.

Leverandørerne i smykkebranchen er pristager og dermed også mængdetilpasser. Prisen er i fokus og de har ikke indflydelse på prisen. Leverandørernes forhandlingsstyrke vurderes derfor til at være svag.

⁵⁴ Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 3

4.1.2.6 Opsamling på brancheanalyse

Markedet i smykkebranchen består af få store virksomheder samt et stort antal af små og mellemstore virksomheder, hvori konkurrencen er hård. Virksomhederne skal kæmpe for at skille sig ud og dermed gøre sig bemærket.

Adgangsbarriererne er lave, men på trods heraf vurderes truslen fra nye udbydere til at være lav. Det skyldes den hårde konkurrence i branchen, hvor det er svært for nye udbydere at komme ind på markedet. Konkurrencen fra substituerende produkter er eksisterende, men vurderes til at være relativt svag.

Købernes forhandlingsstyrke vurderes til at være stærk. Forhandlerne bestemmer selv, hvilke produkter, de ønsker at sælge i deres forretning, hvorfor de har magten overfor virksomhederne i branchen. Forhandlerne er dog begrænset i forhold til deres egne kunders efterspørgsel.

Leverandørernes forhandlingsstyrke vurderes derimod til at være svag. Råvarerne sølv og guld udgør en stor del af produktionsomkostningerne. Disse to råvarer handles på et marked, hvor prisen er i fokus og hvor leverandørerne ikke har indflydelse på prisen.

Overordnet set vurderes konkurrencesituationen i branchen til at være hård, både for eksisterende og nye virksomheder. Det kræver, at virksomhederne skiller sig ud og kan skabe unikke produkter.

4.2 Interne analyser

I nedenstående afsnit vil der blive udarbejdet interne analyser af Pandora. De interne analyser omfatter forhold i selve virksomheden, hvilket betyder, at virksomheden selv har indflydelse herpå.

4.2.1 Analyse af vækststrategi

Ønsker en virksomhed at fremme deres vækst, kan de med fordel arbejde med vækststrategier. Der findes tre forskellige vækststrategier, hvilket er intensivering, integration og diversifikation.⁵⁵

⁵⁵ Andersen, Finn m.fl., "International markedsføring", 4. udgave, side 97

Intensivering er den vækststrategi, som flest vælger at benytte sig af. Det skyldes, at der foretages ændringer i allerede eksisterende markeder og/eller produkter. Inden for intensivering findes der henholdsvis markedspenetrering, markedsudvikling og produktudvikling.⁵⁶

Integration er yderligere en måde, hvorpå virksomheder kan vækste. Integration kan opdeles i vertikal integration, horisontal integration og strategiske alliancer. Ved vertikal integration foretages der opkøb af virksomheder over eller under ens egen virksomhed i distributionskæden. Horisontal integration er opkøb af virksomheder, som er i samme led som en selv i distributionskæde. Et eksempel herpå er fusion med en konkurrent. Strategiske alliancer indgås derimod med henblik på at opnå stordriftsfordele. Disse alliancer kan eksempelvis indgås med samarbejdspartnere eller kunder.⁵⁷

Ved diversifikation udvikler virksomheden nye produkter til nye markeder. Diversifikation kan opdeles i henholdsvis horisontal, koncentrisk og konglomerat. Horisontal er også kendt som salgsbeslægtet diversifikation, hvor der udvikles nye produkter igennem den eksisterende salgsorganisation til nye kunder. Koncentrisk er den teknologiskbeslægtet diversifikation, hvor der udvikles nye produkter, som kan produceres på et eksisterende produktionsapparat til nye markeder. Konglomerat er derimod finansielt beslægtet diversifikation. I de tilfælde hvor diversifikation hverken kan kategoriseres som værende horisontal eller koncentrisk, er det konglomerat.⁵⁸

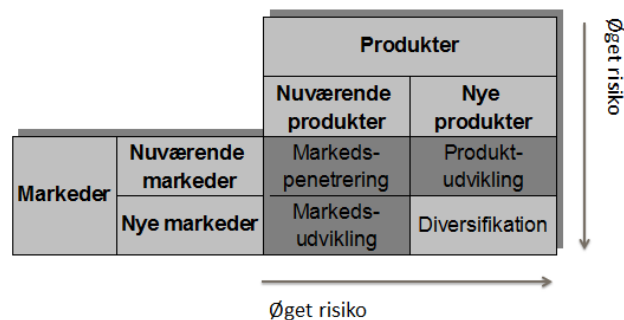
I nedenstående figur fremgår Ansoffs vækstmatrice, som vil blive anvendt til at analysere Pandoras vækststrategi. Figuren tager udgangspunkt i vækststrategierne intensivering og diversifikation og ser dermed bort fra integration.

⁵⁶ Andersen, Finn m.fl., *"International markedsføring"*, 4. udgave, side 98

⁵⁷ Andersen, Finn m.fl., *"International markedsføring"*, 4. udgave, side 103-106

⁵⁸ Andersen, Finn m.fl., *"International markedsføring"*, 4. udgave, side 107-108

Figur 4: Ansoffs vækstmatrice



Kilde: Andersen, Finn m.fl., "International markedsføring", 4. udgave, side 98

Ulempen ved Ansoffs vækstmatrice er, at modellen er god til at beskrive de enkelte vækststrategier, dog mangler denne løsningsforslag til, hvordan vækststrategien fuldendes. Det kommer især til udtryk ved markedspenetrering, hvor virksomheden ønsker at blive på det eksisterende marked med deres eksisterende produkter, dog giver Ansoffs vækstmatrice ikke informationer om, hvorledes markedsandelen øges bedst.

4.2.1.1 Markedspenetrering

Markedspenetrering er salg af nuværende produkter til nuværende markeder med henblik på at øge markedsandelen ved at forbedre produktet, servicen eller nye markedsføringstiltag.⁵⁹ Det er således den mindst risikofyldte strategi, idet det er salg af nuværende produkter til nuværende markeder, hvor virksomheden kender både produkter og markeder i forvejen. Dette er oftest den billigste løsning til at vækste.

I januar 2018 besluttede Pandora sig for at vælge et nyt markedsføringsbureau til at markedsføre deres produkter. Det skyldes, at Pandora ønskede nye øjne på deres tilgang til markedsføring, således deres marketingstrategi bliver med størst effekt.⁶⁰ Ved det nye markedsføringstiltag arbejder Pandora med markedspenetrering, idet de vil forsøge at øge deres markedsandel ved at markedsføre deres produkter på en anden måde end hidtil.

Pandora har haft stor succes med deres charm armbånd koncept, som har været deres hidtil mest indbringende kollektion. Salget af charms faldt dog i 2018 med 4 % i forhold til 2017,

⁵⁹ Andersen, Finn m.fl., "International markedsføring", 4. udgave, side 99-100

⁶⁰ Ingemann, Susanne – Dansk Markedsføring, "Pandora vælger nyt bureau", den 19. marts 2019, <https://markedsforing.dk/artikler/bureauer/pandora-vlger-nyt-bureau-0>

hvorimod salget af armbånd steg med 13 % og halskæder med 27 %.⁶¹ Den faldende omsætning på charms skaber en problematik, om salget af Pandoras kerneprodukt har opnået det maksimale eller om det er muligt at øge omsætningen igen ved anvendelse af nyt markeds-tiltag.

Pandoras topchef Anders Boyer oplyser, at Pandora vil forsøge at øge deres omsætning ved markedsføringstiltag, opdatering af udseende på fysiske butikker samt nye produkter.⁶²

Ved at ændre på udseendet på de fysiske butikker samt indføre markedsføringstiltag arbejder Pandora med markedspenetrering.

Forbrugerne skifter løbende præferencer, hvorfor Pandora skal følge med i denne udvikling ved at opdatere deres kollektion. Anders Boyer oplyser, at de derved vil udvikle nye produkter.

4.2.1.2 Produktudvikling

Produktudvikling er derimod salg af nye produkter til de nuværende markeder. Der skal således udvikles nye produkter, som skal supplere de nuværende produkter. Det er en relativ dyr strategi, da der skal udvikles nye produkter.⁶³

I de seneste år har produktudviklingen hos Pandora været sløv. Der har ikke været lanceret væsentlige nye produkter siden 2014, hvilket der skal ændres på. Pandora vil derfor øge fokus på produktudvikling med flere nye kollektioner i de kommende år. Målsætningen lyder på, at der skal lanceres 7-10 nye kollektioner årligt. Yderligere skal der lanceres et nyt koncept årligt frem mod 2022. Strategien kan betyde, at charms, som er Pandoras kerneprodukt, vil blive nedprioriteret.⁶⁴

⁶¹ Berlingske, "Topchef om Pandoras genopretningsplan: Det kommer til at tage tid", den 19. marts 2019, <https://www.berlingske.dk/virksomheder/topchef-om-pandoras-genopretningsplan-det-kommer-til-at-tage-tid>

⁶² Berlingske, "Topchef om Pandoras genopretningsplan: Det kommer til at tage tid", den 19. marts 2019, <https://www.berlingske.dk/virksomheder/topchef-om-pandoras-genopretningsplan-det-kommer-til-at-tage-tid>

⁶³ Andersen, Finn m.fl., "International markedsføring", 4. udgave, side 101-103

⁶⁴ Olesen, Jesper og Andersen, Kasper Brøndgaard – Finans, "Pandora erkender sløv udvikling: Nu er der 550 nye smykker på vej", den 19. marts 2019, <https://finans.dk/erhverv/ECE10207465/pandora-erkender-sloev-udvikling-nu-er-der-550-nye-smykker-paa-vej/?ctxref=ext>

Pandora vil med de nye tiltag have fokus på produktudvikling som salgsstrategi. De vil lancere både nye koncepter og kollektioner årligt, hvilket skal medvirke til, at deres markedsandel stiger. De nye produkter skal være med til at supplere deres eksisterende produkter, som højst sandsynlig ikke vil have samme fokus for Pandora længere. Det kan derfor tyde på, at deres kerneprodukt charms er forældet, når det ikke længere har samme fokus for Pandora.

4.2.1.3 Markedsudvikling

Markedsudvikling er salg af nuværende produkter til nye markeder. Der forsøges at inddrage nye kundegrupper med de nuværende produkter, hvilket derfor er en relativ dyr strategi.⁶⁵

Pandora startede som en lille juvelerbutik i København, hvor Danmark var deres eneste marked. Pandora lancerede deres charm armbånd på det danske marked i 2000 med stor succes. I 2003 ekspanderede Pandora i USA og efterfølgende i 2004 ligeledes i Tyskland og Australien. Markedsudvidelsen fortsatte i de efterfølgende år. I dag bliver Pandoras smykker solgt på mere end 100 markeder.⁶⁶

Markedsudvikling har dermed været en vækststrategi, som Pandora har benyttet sig af. De havde stor fokus på at sælge deres charm armbånd på flere markeder, hvorfor de ekspanderede på flere markeder.

Pandora oplyser, at de vil have færre opkøb og forventer ikke ekspandere på nye markeder i den kommende tid.⁶⁷ Det betyder, at Pandora ikke vil anvende markedsudvikling som vækststrategi de kommende år.

4.2.1.4 Diversifikation

Diversifikation er som tidligere nævnt salg af nye produkter til nye markeder, idet deres produkter kan være forældet eller det nuværende marked kan være gået i stå.⁶⁸ Det betyder derfor, at det er en strategi, som de fleste gerne vil undgå, eftersom der er stor risiko forbundet hermed. Diversifikation opfattes derudover også som den dyreste vækststrategi.

⁶⁵ Andersen, Finn m.fl., *"International markedsføring"*, 4. udgave, side 100-101

⁶⁶ Pandora, *"Om Pandora"*, den 19. marts 2019, <https://dk.pandora.net/da/om-pandora/?srcName=PANDORA%20virksomheden&src=categorySearch&position=bottom>

⁶⁷ Berlingske, *"Topchef om Pandoras genopretningsplan: Det kommer til at tage tid"*, den 19. marts 2019, <https://www.berlingske.dk/virksomheder/topchef-om-pandoras-genopretningsplan-det-kommer-til-at-tage-tid>

⁶⁸ Andersen, Finn m.fl., *"International markedsføring"*, 4. udgave, side 107

Pandora ønsker at fokusere på de eksisterende fysiske butikkers udseende, markedsføring og nye produkter. De har derfor ikke til hensigt at ekspandere på nye markeder i den kommende tid.⁶⁹

Det betyder derfor, at Pandora ikke vil anvende diversifikation, idet de vil have fokus på deres eksisterende markeder. Pandora har dog fokus på at lancere nye produkter i de kommende år, hvorfor de ikke længere vil have samme fokus på eksisterende produkter. Salget af de nye produkter forventes dog at ske på de eksisterende markeder.

4.2.1.5 Opsamling

Det kan ud fra Ansoffs vækstmatrice konkluderes, at Pandora har arbejdet med flere vækststrategier. Efter lanceringen af deres charms armbånd i 2000 havde Pandora fokus på markedsudvikling, hvor de ønskede at udvide markedet og dermed øge markedsandelen. Det lykkedes for Pandora, der i dag er på flere end 100 markeder. Derudover arbejdede de med markedspenetrering, da de gerne ville markedsføre deres smykker, således markedsandelen ville stige.

I de seneste år har der været en tendens til, at Pandoras produktudvikling har været for sløv, hvorfor de har ændret strategi fra markedsudvikling til produktudvikling. Pandora har en målsætning om, at de vil lancere 7-10 nye kollektioner samt et nyt koncept hvert år frem mod 2022. Pandora fokuserer stadig på markedspenetrering, da de nye produkter skal markedsføres til deres nuværende markeder.

4.2.2 Analyse af konkurrencestrategi

Til at analysere konkurrencestrategien i Pandora anvendes Porters generiske konkurrencestrategier. Modellen tager udgangspunkt i fire forskellige parametre jævnfør nedenstående:

⁶⁹ Berlingske, "Topchef om Pandoras genopretningsplan: Det kommer til at tage tid", den 19. marts 2019, <https://www.berlingske.dk/virksomheder/topchef-om-pandoras-genopretningsplan-det-kommer-til-at-tage-tid>

Figur 5: Porters generiske konkurrencestrategier

	Konkurrencefordel	
	Lave omkostninger	Unikt produkt
Stor andel af totalmarked	Omkostningsleder Lav pris	Differentiering Høj pris
Lille andel af totalmarked	Omkostningsfokus Lav pris	Fokuseret differentiering Høj pris

Kilde: Andersen, Finn Rolighed m.fl., *International markedsføring*, side 110

De fire parametre består af stor andel af totalmarked, lille andel af totalmarked, lave omkostninger og unikt produkt. Der analyseres på hvilke parametre, en virksomhed konkurrerer på, som til sidst ender ud i fire mulige konkurrencestrategier. Prisen angiver, hvad de kan tillade sig at tage for et produkt indenfor den gældende konkurrencestrategi, men det er ikke nødvendigvis den aktuelle pris, som produktet handles til.

Porters generiske konkurrencestrategier kan være svær at anvende, da det for nogle virksomheder ikke nødvendigvis er enten eller, som modellen forudsætter for at kunne skabe de bedste resultater.⁷⁰ Der findes virksomheder, som benytter sig af lave omkostninger og samtidig kan præsentere et unikt produkt og som stadig opnår succes. Det sker på trods af, at de ikke fokuserer udelukkende på én konkurrencestrategi. Modellen giver dog et godt indblik i en virksomheds konkurrencestrategi, hvorfor den anvendes til at analysere konkurrencestrategien i Pandora.

Pandora har stort fokus på at fremstille smykker, som skal fremstå unikt for slutbrugeren. De har i dag en omfattende portefølje af smykker, hvori der indgår mange unikke og karakteristiske smykkedesigns.⁷¹ Deres designs er baseret på deres helt egen designkode, hvilket gør dem særligt karakteristiske og unikke.⁷² Derudover befinder de sig i en branche, hvor det er nødvendigt med unikke produkter for at skille sig ud, hvis de ønsker at gøre sig bemærket blandt de mange andre virksomheder i branchen.

⁷⁰ Andersen, Finn Rolighed m.fl., *"International markedsføring"*, 4. udgave, side 114

⁷¹ Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 34

⁷² Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 23

Pandora er et eksempel på, at prisen angiver den tilladte, men ikke den aktuelle pris. Pandoras værdigrundlag består i at tilbyde smykker af høj kvalitet til tilgængelige priser.⁷³ På trods af deres brand og unikke produkter, som gør det muligt at tage en højere pris, ønsker de at sælge deres smykker til overkommelige priser. Det taler for, at Pandora anvender omkostningsleder som konkurrencestrategi.

Markedet består af få store virksomheder samt et stort antal af små og mellemstore virksomheder, hvor Pandora er en af de få store. I 2018 havde de ti største virksomheder tilsammen kun op til 12 % af det globale marked, hvoraf de 1,5 % var Pandoras.⁷⁴

Ovenstående medfører, at Pandora står tilbage med to mulige konkurrencestrategier: Omkostningsleder og differentiering. Pandora ønsker, at tilbyde smykker af høj kvalitet til tilgængelige priser. Det taler for, at de anvender omkostningsleder som konkurrencestrategi. På den anden side fokuserer Pandora på at fremstille unikke produkter, hvilket også kræves af branchen. Det taler alt andet lige for differentiering.

Pandora besidder en stor andel af totalmarkedet, men har både fokus på lave omkostninger samt unikt produkt, hvorfor konkurrencestrategien vurderes til at være en blanding af omkostningsleder og differentiering.

4.2.3 Analyse af værdikæde

Formålet med en værdikæde er at identificere og vurdere hvilke aktiviteter, der skaber værdi for kunden. Det kan medvirke til at give virksomheden en konkurrencemæssig fordel i forhold til øvrige virksomheder, idet den konkurrencemæssige fordel kan bidrage til en værdiskabelse ud over det, som kunden forventer.⁷⁵

*"We control the majority of our value chain from design to stores. This enables us to incorporate sustainability into every aspect of our operations."*⁷⁶ Pandora kontrollerer størstedelen af deres egen værdikæde, hvilket giver dem mulighed for at følge deres produkt fra start til slut og sikre, at produktet fremstilles under ordentlige forhold. De har som tidligere nævnt stor

⁷³ Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 23

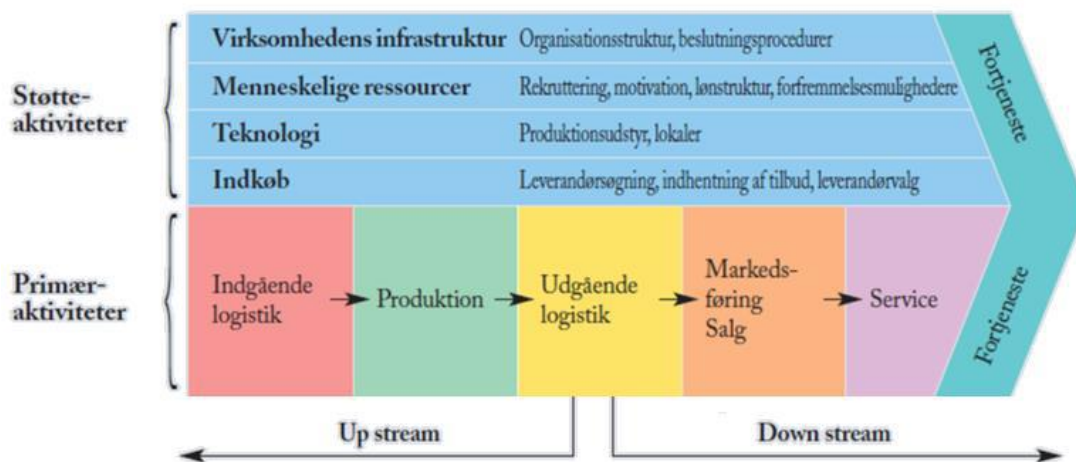
⁷⁴ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 15

⁷⁵ Andersen, Finn Rolighed m.fl., *"International markedsføring"*, 4. udgave, side 40-42

⁷⁶ Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 18

fokus på bæredygtighed, som blandt andet afspejles ved, at de er certificeret af Responsible Jewellery Council.⁷⁷ Det er en faktor, der kan medvirke til at skabe mere værdi for kunden.

Figur 6: Værdikædens struktur



Kilde: Andersen, Finn Rolighed m.fl., *International markedsføring*, side 42

I ovenstående figur fremstår værdikædens struktur. Aktiviteten er opdelt i to kategorier, hvoraf den ene er primæraktiviteter og den anden er støtteaktiviteter. Under de to kategorier findes der yderligere ni forskellige aktiviteter. De ni aktiviteter består af: Virksomhedens infrastruktur, menneskelige ressourcer, teknologi, indkøb, indgående logistik, produktion, udgående logistik, markedsføring og salg samt service. De første fire aktiviteter af det opremsede kategoriseres som støtteaktiviteter, hvor de resterende fem aktiviteter kategoriseres som primæraktiviteter.⁷⁸

De ni aktiviteter skaber tilsammen merværdi og virksomhedens fortjeneste. Virksomhedens fortjeneste angiver forskellen mellem det, som kunden er villig til at betale for et produkt og virksomhedens omkostninger ved produktet.⁷⁹

Aktiviteterne er dog forskellige fra virksomhed til virksomhed, hvorfor den enkelte virksomhed bør tilpasse værdikædens struktur, således at den passer til dem. Værdikædens struktur kan derfor variere fra virksomhed til virksomhed.

⁷⁷ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 31

⁷⁸ Andersen, Finn Rolighed m.fl., *"International markedsføring"*, 4. udgave, side 42

⁷⁹ Andersen, Finn Rolighed m.fl., *"International markedsføring"*, 4. udgave, side 42

4.2.3.1 Primæraktiviteter

Primæraktiviteter består af de aktiviteter, der har til formål at indgå direkte i processen med det egentlige produkt, herunder blandt andet at fremstille, distribuere, markedsføre og sælge. Primæraktiviteter bør udgøre virksomhedens hovedaktivitetsområder.⁸⁰

4.2.3.1.1 Design

I brancheanalysen blev det vurderet, at købernes forhandlingsstyrke var påvirket af forbrugers ønsker og behov. Det samme gør sig gældende ved design. Det er forbrugeren, som er i centrum, hvorfor det er vigtigt at leve op til deres ønsker og behov. Ved design af smykker tager Pandora udgangspunkt i både fremtidige tendenser som tidligere kollektioner, således at de kan imødekomme forbrugernes ønsker og behov, men samtidig også videreudvikle deres eksisterende sortiment.⁸¹

Pandora gennemgår hvert år de seneste salgstal og evaluerer, hvilke produkter, der solgte bedst og sammenholder det med nye globale trends.⁸² På den måde kan Pandora leve op til forbrugers ønsker, krav og behov.

I brancheanalysen blev det derudover også vurderet, at konkurrencen blandt eksisterende virksomheder er hård og det gælder om at være innovative, hvis man ønsker at gøre sig bemærket. Pandora har ansat et innovationsteam, som arbejder tæt med designteamet, som skal forsøge at imødekomme dette. De skal sammen forsøge at skabe individuelle designs og innovative koncepter, som gør, at Pandora skiller sig ud.⁸³

4.2.3.1.2 Indkøb og produktion

Pandora fremstiller sine egne smykker, hvorfor størstedelen af deres indkøb består af råvarer, såsom sølv og guld. Pandora anvender dog primært sølv i deres smykker og i den forbindelse, har Pandora et tæt samarbejde med specialiserede leverandører af sølvprodukter: "...for at sikre, at den højeste mulige procentdel af sølv, der indgår i deres produkter, stammer

⁸⁰ Andersen, Finn Rolighed m.fl., "International markedsføring", 4. udgave, side 43

⁸¹ Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 19

⁸² Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 19

⁸³ Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 19

fra genanvendte metaller".⁸⁴ Derudover gennemgår råvarerne grundige kvalitetstest, som skal sikre at råvarerne er af høj kvalitet.⁸⁵

Yderligere har Pandora stor fokus på etiske standarder, hvorfor de kun ønsker at samarbejde med leverandører, som deler samme etiske standarder som dem.⁸⁶ Det kan skabe værdi for kunden i form af viden om, at det materiale, der er anvendt i smykkerne er af høj kvalitet samt overholder etiske standarder.

Størstedelen af Pandoras smykker fremstilles på deres egne anlæg i Thailand.⁸⁷ Det medfører lavere omkostninger blandt andet i form af lavere lønninger, hvilket gør, at Pandora kan levere billigere smykker. Det skaber værdi for kunden, at Pandora kan levere billigere smykker: *"Ægte smykker til tilgængelige priser: Ved at tilbyde kvalitetshåndværk til priser, hun kan betale"*.⁸⁸

4.2.3.1.3 Markedsføring og detail

Pandora gør meget ud af at markedsføre sig selv. I 2018 udgjorde markedsføringsomkostninger DKK 2.142 mio.⁸⁹ Der anvendes både klassisk markedsføring i form af TV-reklamer til moderne markedsføring i form af sociale medier. I 2018 havde Pandora 14,8 mio. følgere på Facebook, mens de havde 5,6 mio. følgere på Instagram. Pandora er den førende indenfor Facebook, når det kommer til følgere: *"When it comes to Facebook, we lead the jewellery industry with more than twice as many followers than our nearest competitor"*.⁹⁰ Sociale medier anvendes i dag både af unge som gamle og det, at Pandora også kan findes på de sociale medier, skaber ikke kun værdi for forbrugeren, men også for Pandora selv. I 2018 udgjorde salg via sociale medier 3 % af det samlede onlinesalg.⁹¹ Det skaber værdi for kunden i form af, at Pandora er blevet lettere tilgængelig.

⁸⁴ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 30

⁸⁵ Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 19

⁸⁶ Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 19

⁸⁷ Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 19

⁸⁸ Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 23

⁸⁹ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 49

⁹⁰ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 26

⁹¹ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 26

I 2017 udgjorde antallet af konceptbutikker 2.446 stk., hvoraf de 974 stk. var Pandora-ejede. Øvrige salgskanaler udgjorde 5.348 stk. og eSTOREs 19 stk.⁹² Pandora har ingen eller mindre indflydelse på, hvad der sælges i de ikke-ejede butikker, hvorfor de ikke har fuld kontrol over distributionen i dette tilfælde. Det har de dog i deres 974 selvejede butikker. De selvejede butikker giver dem mulighed for at kontrollere distributionen og derved kan de: ”... *analysere, hvordan vi bedst kan inspirere kunderne med vores præsentation af produkterne i butikkerne, og vi kan skabe balance i vores varelagre på tværs af hele værdikæden og sikre, at de rigtige produkter er tilgængelige i de rette butikker*”⁹³ Det skaber en eller anden form for værdi for kunden, at Pandora forsøger at gøre sit, for at varen er tilgængelig i butikkerne – hvis ikke det er en mulighed i ikke-ejede butikker, i så fald i deres selvejede butikker.

4.2.3.2 Støtteaktiviteter

Formålet med støtteaktiviteter er at integrere virksomhedens primæraktiviteter og dermed virksomhedens hovedaktivitetsområder. Støtteaktiviteterne skal fungere som støtte til virksomhedens primæraktiviteter.⁹⁴

Pandora har mange støtteaktiviteter, som hver især bidrager til optimering af processerne i værdikæden. En af de væsentligste vurderes dog til at være Human Resources: ”*The ongoing development of our employees is important to the development of our company.*”⁹⁵ I 2018 udgjorde antallet af konceptbutikker 2.705 stk., hvoraf de 1.340 stk. var ejet af Pandora selv.⁹⁶ Medarbejdere er derfor vigtige for Pandora og det skal sikres, at de lever op til Pandoras standarder. Pandora tilbyder derfor deres medarbejdere forskellige uddannelser/kurser, mens de er ansat. Uddannelserne/kurserne omhandler alt fra nye produkter til tekniske færdigheder til personlig udvikling.⁹⁷ Uddannelserne/kurserne kan skabe værdi for kunden i form af, at de bliver mødt af kompetente og motiverede medarbejdere, når de betjenes.

4.2.3.3 Opsamling på værdikæde

Pandoras kernekompetence vurderes til at ligge i design samt indkøb og produkt. Det er i de to aktiviteter, der skabes mest værdi for kunden. I aktiviteten design tages der udgangspunkt

⁹² Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 20

⁹³ Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 20

⁹⁴ Andersen, Finn Rolighed m.fl., ”*International markedsføring*”, 4. udgave, side 44

⁹⁵ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 36

⁹⁶ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 7

⁹⁷ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 33

i det nuværende sortiment og fremtidige tendenser. Det sker for at imødekomme kundernes ønsker og behov. Det er her, at Pandora får sine idéer til sine smykker og forsøger at skille sig ud i forhold til øvrige virksomheder i branchen. Der tænkes innovativt både fra design- og innovationsteamet. Udover design vurderes indkøb og produkt også til at være en af Pandoras kernekompetencer. En af Pandoras kerneværdier er at tilbyde smykker af høj kvalitet til overkommelige priser. Det opnår de ved at holde omkostningerne nede. Omkostningerne holdes nede ved, at Pandoras smykker fremstilles på egne anlæg i Thailand, hvoriblandt lønningerne er lavere. Det er medvirkende til, at Pandora kan levere billigere smykker til fortsat god kvalitet. Det skaber værdi for kunden. Derudover kommer Pandoras etiske standarder også særligt til udtryk i aktiviteten indkøb og produkt.

4.3 Delkonklusion

I ovenstående afsnit er der blevet udarbejdet en strategisk analyse af Pandora bestående af eksterne og interne analyser. Der kan ud fra analyserne fremhæves følgende punkter som værende de mest relevante for Pandora, som de således kan arbejde videre med.

Punkterne fremgår i nedenstående tabel:

Tabel 2: Opsamling på de eksterne og interne analyser

Eksterne analyser	Fordel:	• Pandora har mulighed for at udnytte sig af en højkonjunktur ved at sælge mere • Pandora forsøger at følge med i den teknologiske udvikling, således deres produktion forbedres • Der er hård konkurrence i branchen, hvorfor risikoen for nye konkurrenter er lav
	Ulemper:	• Pandora opererer på flere markeder, hvorfor de skal forholde sig til de politiske og lovgivningsmæssige samt kulturelle forhold på markederne • En lavkonjunktur vil betyde, at salget af Pandoras smykker vil falde • Pandora anvender guld og sølv til deres smykkeproduktion, hvorfor prisudviklingen har indflydelse på dem • Konkurrencen i branchen er hård
Interne analyser	Fordel:	• Pandora er et globalt brand, der sælger deres produkter i mere end 100 lande på 6 kontinenter • Pandora producerer deres smykker selv og kvalitetstester i den forbindelse deres råvarer
	Ulemper:	• Manglende udvikling af nye projekter

Kilde: Egen tilvirkning

5. Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen udarbejdes på baggrund af en reformuleret resultatopgørelse og balance, hvor der tages udgangspunkt i årsrapporterne for årene 2014-2018 for Pandora. Den reformulerede resultatopgørelse og balance anvendes ligeledes senere ved værdiansættelse af Pandora. Der er i 2018 foretaget ændringer i opgørelsen af enkelte regnskabsposter, hvorfor sammenligningstallene også er ændret. Tallene for 2017 er derfor tilpasset årsrapporten for 2018.

5.1 Reformulering af resultatopgørelse og balance

Der udarbejdes en reformulering af resultatopgørelse og balance med det formål at korrigere for regnskabsmæssig støj, hvorfor det kræver indsigt i virksomheden. Ved reformulering af resultatopgørelse opdeles regnskabsposterne i henholdsvis driftsoverskud og netto finansielle omkostninger, mens den reformulerede balance opdeles i nettodriftsaktiver og netto finansielle forpligtelser.⁹⁸

I nedenstående tabel fremgår den reformulerede resultatopgørelse for Pandora:

⁹⁸ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 157-170

Tabel 3: Reformuleret resultatopgørelse for 2014-2018

DKK mio.	2014	2015	2016	2017	2018
Nettoomsætning	11.942	16.737	20.281	22.781	22.806
Vareforbrug	3.470	4.533	5.047	5.799	5.825
Bruttoresultat	8.472	12.204	15.234	16.982	16.981
Salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger	3.008	4.581	5.723	6.911	8.016
Administrationsomkostninger	1.170	1.610	1.904	1.999	2.138
Driftsoverskud før afskrivninger og skat	4.294	6.013	7.607	8.072	6.827
Afskrivninger	222	199	203	288	396
Driftsoverskud før skat	4.072	5.814	7.404	7.784	6.431
Skat af driftsoverskud	823	1.781	1.571	1.925	1.504
Driftsoverskud efter skat	3.249	4.033	5.833	5.859	4.927
Andet driftsoverskud	442	139	257	-446	195
Skat af andet driftsoverskud	-20	-36	22	-41	30
Andet driftsoverskud efter skat	462	175	235	-405	165
Usædvanlige driftsposter efter skat	0	0	0	0	0
Samlet driftsoverskud efter skat	3.711	4.208	6.068	5.454	5.092
Netto finansielle omkostninger før skat	118	314	-147	-68	-13
Skattefordel på netto finansielle omkostninger	29	74	-32	-15	-3
Netto finansielle omkostninger efter skat	89	240	-115	-53	-10
Minoritetsinteressers andel af totalindkomsten	0	0	0	0	0
Totalindkomst til ordinære aktionærer	3.622	3.968	6.183	5.507	5.102

Kilde: Egen tilvirkning

Regnskabsposten nettoomsætning er indhentet fra årsrapporterne for Pandora. Som regel vil man korrigere for tab på tilgodehavender i nettoomsætningen ved at fratrække dem⁹⁹, men eftersom der ikke er tale om væsentlige tab, korrigeres der ikke herfor.¹⁰⁰ Nettoomsætningen er derfor den samme som oplyst i årsrapporterne.

Der er derimod korrigeret for afskrivninger i driftsomkostningerne. De udgiftsførte afskrivninger, som er indregnet i resultatopgørelsen under regnskabsposterne vareforbrug, salgs-,

⁹⁹ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 173

¹⁰⁰ Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 83

distributions- og markedsføringsomkostninger samt administrationsomkostninger, er fratrasket og fremgår som en særskilt post i den reformulerede resultatopgørelse.

Under andet driftsoverskud er der medtaget anden totalindkomst efter skat. Anden totalindkomst føres direkte på egenkapitalen, hvorfor den ikke fremgår i resultatopgørelsen. Den medtages i den reformulerede resultatopgørelse, således at resultatopgørelsen går fra at være dirty-surplus accounting til at være fuldstændig og dermed clean-surplus accounting.¹⁰¹

Udover anden totalindkomst efter skat er valutakursgevinst/-tab også medtaget som andet driftsoverskud. Pandora er en international virksomhed, hvis produkter forhandles i mere end 100 lande, hvorfor der næsten altid vil være valutakursreguleringer. I resultatopgørelsen for Pandora er valutakursreguleringer medtaget under de finansielle poster. Det vurderes, at valutakursreguleringer bør medtages som andet driftsoverskud, hvorfor de trækkes ud af netto finansielle omkostninger jævnfør nedenstående tabel:

Tabel 4: Netto finansielle omkostninger for 2014-2018

DKK mio.	2014	2015	2016	2017	2018
Finansielle omkostninger	214	553	82	315	382
Finansielle indtægter	14	84	328	198	533
Valutakursgevinster	7	79	121	42	414
Valutakurstab	89	234	22	227	276
Netto finansielle omkostninger i alt	118	314	-147	-68	-13

Kilde: Egen tilvirkning

Skat af henholdsvis driftsoverskud, andet driftsoverskud og netto finansielle omkostninger er beregnet ud fra en skatteallokering jævnfør nedenstående tabel:

¹⁰¹ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 170

Tabel 5: Skatteallokering for 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
Skatteomkostninger	774	1.671	1.625	1.899	1.537
Skattefordel på netto finansielle omkostninger	29	74	-32	-15	-3
Skat af driftsoverskud i alt	803	1.745	1.593	1.884	1.534
Skat allokeret til core andet driftsoverskud	-20	-36	22	-41	30
Skat allokeret til usædvanlige poster	0	0	0	0	0
Skat af driftsoverskud	823	1.781	1.571	1.925	1.504
Skatteprocent	24,5%	23,5%	22%	22%	22%

Kilde: Egen tilvirkning

Ved beregning af skat af de forskellige poster er der taget udgangspunkt i skat af årets resultat i resultatopgørelsen fra årsrapporterne. Skat af årets resultat fremgår som skatteomkostninger i tabellen.

I skatteallokeringen er der først beregnet en skattefordel på netto finansielle omkostninger. Denne beregnes ved at gange netto finansielle omkostninger med selskabsskatteprocenten i året. Skattefordelen på netto finansielle omkostninger lægges til skatteomkostningerne for at kunne finde det skatten på det samlede driftsoverskud.¹⁰² I 2016-2018 har Pandora netto finansielle indtægter, hvorfor skattefordelen er negativ. I dette tilfælde trækkes skattefordelen fra skatteomkostningen og dermed reduceres skatten på det samlede driftsoverskud.

Efterfølgende skal skat af core andet driftsoverskud og usædvanlige poster beregnes. I Pandoras tilfælde udgør usædvanlige poster DKK 0, hvorfor der ikke beregnes skat heraf. Core andet driftsoverskud beregnes på samme måde som netto finansielle omkostninger. Der ses dog bort fra anden totalindkomst, da denne post er medtaget efter skat. Skat af core andet driftsoverskud udgør en negativ værdi i henholdsvis 2014, 2015 og 2017. Det skyldes valutakurstab i de pågældende år, hvilket medfører, at Pandora får en skatteindtægt.

Skat af driftsoverskuddet kan herefter beregnes ved at trække skat af core andet driftsoverskud fra skatten på det samlede driftsoverskud.

I nedenstående tabel er der udarbejdet en reformuleret balance.

¹⁰² Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 192

Tabel 6: Reformuleret balance for 2014-2018

DKK mio.	2014	2015	2016	2017	2018
Aktiver					
Driftsaktiver					
Goodwill	2.080	2.424	2.571	3.522	4.278
Brand	1.053	1.057	1.057	1.057	1.057
Distributionsnetværk	268	216	184	154	124
Distributionsrettigheder	1.047	1.069	1.061	1.153	1.047
Andre immaterielle aktiver	411	683	893	1.113	1.272
Immaterielle langfristede driftsaktiver	4.859	5.449	5.766	6.999	7.778
Materielle langfristede driftsaktiver	711	1.237	1.767	2.324	2.634
Udskudte skatteaktiver	407	879	946	884	1.050
Andre finansielle aktiver	99	159	250	289	323
Hensatte forpligtelser	-61	-97	-101	-150	-279
Udskudte skatteforpligtelser	-430	-394	-393	-501	-461
Anden gæld	0	-249	-393	-481	-172
Andre langfristede aktiver, netto	15	298	309	41	461
Anlægs kapital	5.585	6.984	7.842	9.364	10.873
Varebeholdninger	1.684	2.357	2.729	2.729	3.158
Afledte finansielle instrumenter	99	65	161	153	162
Reklamationer	0	0	0	188	94
Tilgodehavender fra salg	1.110	1.360	1.673	1.954	1.650
Tilgodehavende indkomstskatter	52	113	142	143	86
Andre tilgodehavender	404	803	754	772	922
Driftslikviditet (0,5% af nettoomsætning)	60	84	101	114	114
Kortfristede driftsaktiver	3.409	4.782	5.560	6.053	6.186
Hensatte forpligtelser	678	971	1.004	902	963
Afledte finansielle instrumenter	268	214	256	143	83
Leverandørgæld	804	1.329	1.622	1.695	2.253
Skyldige indkomstskatter	643	306	547	572	543
Anden gæld	630	1.005	964	1.023	1.402
Kortfristede driftsforpligtelser	3.023	3.825	4.393	4.335	5.244
Arbejdskapital	386	957	1.167	1.718	942
Nettodriftsaktiver (NDA)	5.971	7.941	9.009	11.082	11.815

DKK mio.	2014	2015	2016	2017	2018
Likvider	-1.071	-805	-796	-879	-1.273
Langfristet lån og kreditinstitutter	0	2.350	3.008	5.283	6.421
Kortfristet lån og kreditinstitutter	10	257	3	164	248
Netto finansielle forpligtelser	-1.061	1.802	2.215	4.568	5.396
Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0
Ordinær egenkapital	7.032	6.139	6.794	6.514	6.419
Samlet finansiering	5.971	7.941	9.009	11.082	11.815

Kilde: Egen tilvirkning

I den reformulerede balance er posterne i balancen delt op i nettodriftsaktiver samt netto finansielle aktiver.

I den reformulerede balance er der beregnet en driftslikviditet under kortfristede driftsaktiver, som forventes anvendt til at imødekomme daglige betalinger. Tommelfingerreglen er, at driftslikviditeten skal udgøre mellem 0,5-2 % af nettoomsætningen¹⁰³. I ovenstående tabel er der taget udgangspunkt i 0,5 %. Driftslikviditeten trækkes fra likvider i balancen.

Den reformulerede balance overholder balanceligningen $EK = NDA - NFF - MIN$.¹⁰⁴ Minoritetsinteresser udgør dog DKK 0.

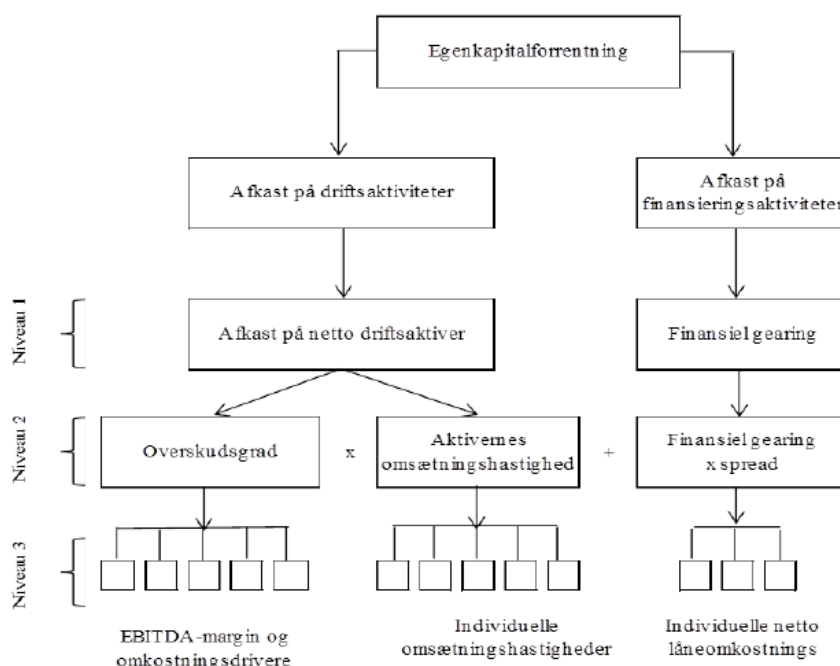
5.2 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i den udvidede DuPont-model, som fremgår i nedenstående figur. Rentabilitetsanalysen udarbejdes på baggrund af den reformulerede resultatopgørelse og balance.

¹⁰³ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 161

¹⁰⁴ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 164

Figur 7: Udvidet DuPont-model



Kilde: Sørensen, Ole, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 210

5.2.1 Niveau 1: Dekomponering ROE

Der er foretaget en dekomponering af ROE, ud fra den reformulerede resultatopgørelse og balance, hvor der fås følgende nøgletal.

Tabel 7: Dekomponering af ROE for 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
ROE, %	51,51	60,25	95,62	82,76	78,90
ROIC, %	62,15	60,50	71,60	54,29	44,48
FGEAR	-0,15	0,06	0,31	0,51	0,77
r, %	-8,39	64,89	-5,71	-1,56	-0,20
SPREAD, %	70,55	-4,39	77,31	55,86	44,68
Sammenhæng, %	51,51	60,25	95,62	82,76	78,90

Kilde: Egen tilvirkning

Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i egenkapitalforretning (ROE), som beregnes som følgende:¹⁰⁵

$$ROE = \frac{\text{Totalindkomst til ordinære aktionærer}}{\text{Gns. aktionærens andel af egenkapital}} = \frac{NO}{\text{Gns. EK}}$$

ROE viser det procentvise afkast, som ejerne får af den kapital, der er investeret i virksomheden. ROE skal derfor gerne være så høj som muligt. I tabellen overfor ses det, at ROE udgør 51,51 % i 2014 og stiger frem til 2016, hvor den udgør 95,62 %. I 2018 falder ROE til 78,90 %. Denne udvikling kan forklares ud fra den finansielle løftestang.

Den finansielle løftestang beskriver hvilke elementer, der påvirker ROE. ROE kan beskrives ud fra nedenstående formel:

$$ROE = ROIC + [FG\text{EAR} * (ROIC - r)]$$

ROIC angiver, hvor gode Pandora er til at skabe afkast af deres investerede kapital. Det ses i tabel 7, at ROIC udgør 62,15 % i 2014 og stiger til 71,60 % i 2016. I 2018 falder ROIC til 44,48 %. ROIC følger dermed udviklingen i ROE. Samlet set er ROIC faldet med 17,68 procentpoint, hvilket betyder, at Pandora er blevet dårligere til at skabe afkast af deres investerede kapital. På trods af faldet i ROIC, vurderes niveauet dog til at være tilfredsstillende.

I 2015 er ROIC mindre end r , hvilket indikerer, at Pandora har tabt penge på deres fremmedkapital i det pågældende år. Det modsatte er gældende i de øvrige år, hvor Pandora har tjent penge på deres fremmedkapital. I 2014 er Pandoras fremmedkapital dog begrænset, hvorfor de opnår en negativ netto finansiell forpligtelse. Dette medfører, at r bliver negativ og det ser dermed ud til, at Pandora har tjent penge på deres fremmedkapital, hvilket dog ikke er tilfældet. I perioden 2016-2018 er r ligeledes negativ. Fremmedkapitalen i Pandora er øget væsentligt siden 2014, hvorfor udviklingen i r ikke skyldes negative netto finansielle forpligtelser, men derimod negative netto finansielle omkostninger svarende til renteindtægter. I 2015 er ROIC mindre end r . Tallet påvirkes dog af, at der anvendes gennemsnitlige balance-sum.

¹⁰⁵ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 210

FGEAR angiver forholdet mellem netto finansielle forpligtelser og egenkapital. I 2014 udgør FGEAR -0,15. Det skyldes, at netto finansielle forpligtelser er negativ og dermed bliver FGEAR også negativ. I de efterfølgende år stiger FGEAR fra 0,06 i 2014 til 0,77 i 2015. Det betyder dermed, at gældsandelen i Pandora er blevet større.

SPREAD angiver forholdet mellem ROIC og r og ses i sammenhæng med FGEAR.¹⁰⁶ I 2014 udgjorde SPREAD 70,55 %, mens FGEAR udgjorde -0,15. Dette har haft en negativ påvirkning på ROE. I 2015 udgjorde SPREAD -4,39 %, men på grund af den lave gældsandel har SPREAD haft en begrænset effekt på ROE. I perioden 2016-2018 er SPREAD positiv samtidig med at FGEAR er stigende. Det påvirker ROE positivt.

5.2.2 Niveau 2: Dekomponering ROIC

Som nævnt ovenfor angiver ROIC, hvor gode Pandora er til at skabe afkast op nettodriftsaktiver til aktionærene. ROIC kan dekomponeres i henholdsvis en overskudsgrad og en omsætningshastighed.¹⁰⁷ I nedenstående tabel er der foretaget en dekomponering af ROIC.

Tabel 8: Dekomponering af ROIC for 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
ROIC, %	62,15	60,50	71,60	54,29	44,48
Overskudsgrad, %	31,08	25,14	29,92	23,94	22,33
Aktivernes omsætningshastighed	2,00	2,41	2,39	2,27	1,99
Sammenhæng, %	62,15	60,50	71,60	54,29	44,48

Kilde: Egen tilvirkning

ROIC kan forklares ud fra følgende formel:

$$ROIC = \text{Overskudsgrad} * \text{Aktivernes omsætningshastighed}$$

Overskudsgraden beskriver, hvor stor en procentdel af omsætningen, der bliver til overskud før renter. I perioden 2014 til 2015 er overskudsgraden faldet fra 31,08 % til 25,14 %, dog stiger denne til 29,92 % i 2016. I 2017 og 2018 falder den igen, således den udgør 22,33 % i 2018. Samlet set er overskudsgraden faldet med 8,75 procentpoint. Det betyder, at en mindre del af Pandoras omsætning bliver til overskud.

¹⁰⁶ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 212

¹⁰⁷ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 216

Aktivernes omsætningshastighed stiger fra 2 gange i 2014 til 2,41 gange i 2015, hvorefter den falder. Frem til 2018 falder aktivernes omsætningshastighed, således at den udgør 1,99 gange i 2018. Nøgletallet beskriver, hvor mange gange Pandora omsætter for af deres investerede kapital i virksomheden. Det vil sige, at Pandora omsatte for 1,99 gange af deres indskudte kapital i 2018.

Det kan ud fra ovenstående konkluderes, at udviklingen i ROIC fra 2014 til 2015 skyldes, at overskudsgraden falder fra 31,08 % i 2014 til 25,14 % i 2015. Faldet i ROIC er dog kun på 1,65 procentpoint, idet aktivernes omsætningshastighed stiger fra 2 gange i 2014 til 2,41 gange i 2015. I 2016 stiger ROIC til 71,60 %, hvilket skyldes, at overskudsgraden stiger til 29,92 %. Aktivernes omsætningshastighed er dog svagt faldende, hvorfor den har en negativ påvirkning på ROIC. I perioden 2016-2018 er ROIC faldende, hvilket skyldes, at både overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed er faldet.

5.2.3 Niveau 3: Dekomponering af overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed

For at få en bedre forståelse af overskudsgraden samt omsætningshastigheden, er der foretaget en dekomponering af de to nøgletal. I nedenstående tabel fremgår dekomponeringen af overskudsgraden:

Tabel 9: Dekomponering af overskudsgraden for 2014-2018 i procent

	2014	2015	2016	2017	2018
Nettoomsætning	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Vareforbrug	29,06	27,08	24,89	25,46	25,54
Bruttoresultat	70,94	72,92	75,11	74,54	74,46
Salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger	25,19	27,37	28,22	30,34	35,15
Administrationsomkostninger	9,80	9,62	9,39	8,77	9,37
EBITDA-margin	35,96	35,93	37,51	35,43	29,94
Afskrivninger	1,86	1,19	1,00	1,26	1,74
EBIT-margin	34,10	34,74	36,51	34,17	28,20
Skat på EBIT	6,89	10,64	7,75	8,45	6,59
NOPAT-margin	27,21	24,10	28,76	25,72	21,60
Core andet driftoverskud efter skat	3,87	1,05	1,16	-1,78	0,72
Samlet overskudsgrad	31,08	25,14	29,92	23,94	22,33

Kilde: Egen tilvirkning

I ovenstående tabel er overskudsgraden beregnet ved at dividere det samlede driftsoverskud efter skat med nettoomsætningen.¹⁰⁸ Ved beregning af de øvrige nøgletal er der ligeledes divideret med nettoomsætning. Nøgletallene skal derfor læses som en andel af omsætningen for at opnå en bedre forståelse af overskudsgraden.¹⁰⁹

Overskudsgraden er som tidligere nævnt faldende. Igennem hele perioden falder den med 8,75 procentpoints svarende til 28,15 %. Faldet i overskudsgraden kan til dels findes i stigningen i salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger. Pandora har igennem hele perioden 2014-2018 haft øget fokus på at udvide antallet af Pandora-ejede butikker. I 2013 udgjorde antallet af Pandora-ejede butikker 206 stk.¹¹⁰, hvor det i 2018 udgjorde 1.340 butikker.¹¹¹ Udvidelsen kan forbindes med stigningen i salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger. Igennem hele perioden stiger salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger med 9,96 procentpoints svarende til 39,54 %. Faldet i overskudsgraden reduceres dog af fald i både vareforbrug og administrationsomkostninger i forhold til nettoomsætningen.

Der er endvidere foretaget en dekomponering af omsætningshastigheden, hvor der er taget udgangspunkt i de inverse omsætningshastigheder. Dekomponeringen fremgår i nedenstående tabel:

¹⁰⁸ Sørensen, Ole, *”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”*, 4. udgave, side 220

¹⁰⁹ Sørensen, Ole, *”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”*, 4. udgave, side 220

¹¹⁰ Pandora A/S, Årsrapport 2014, side 55

¹¹¹ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 49

Tabel 10: Dekomponering af omsætningshastigheden for 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftsaktiver/nettoomsætning	0,50	0,42	0,42	0,44	0,50
Varebeholdninger/nettoomsætning	0,14	0,12	0,13	0,12	0,13
Tilgodehavender fra salg/nettoomsætning	0,09	0,07	0,07	0,08	0,08
Andre kortfristede driftsaktiver/nettoomsætning	0,05	0,05	0,05	0,06	0,06
- Leverandørgæld/nettoomsætning	0,07	0,06	0,07	0,07	0,09
- Andre kortfristede driftsforpligtelser/nettoomsætning	0,19	0,14	0,13	0,12	0,12
Arbejdskapital/nettoomsætning	0,03	0,04	0,05	0,06	0,06
Immaterielle aktiver/nettoomsætning	0,41	0,31	0,28	0,28	0,32
Materielle aktiver/nettoomsætning	0,06	0,06	0,07	0,09	0,11
Andre langfristede driftsaktiver, netto/nettoomsætning	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01
Anlægs kapital/nettoomsætning	0,47	0,38	0,37	0,38	0,44
Sammenhæng	0,50	0,42	0,42	0,44	0,50

Kilde: Egen tilvirkning

Den inverse omsætningshastighed angiver antal af ører, der er bundet i arbejdskapitalen samt anlægskapitalen til at skabe én kroners salg samt kapitalstyring heraf. Det ideelle for en virksomhed er at skabe salg med flest penge bundet i anlægskapital.¹¹²

De fleste poster har igennem hele perioden været relative stabile, dog er der enkelte poster, der oplever ændringer i deres udvikling. En af de poster, der oplever en ændring, er andre kortfristede driftsforpligtelser i forhold til nettoomsætningen. Posten oplever et fald fra 19 ører i 2014 til 12 ører i 2018 svarende til 33,56 %. En anden post, der oplever ændring, er immaterielle aktiver i forhold til nettoomsætningen. Igennem hele perioden oplever Pandora en stigning i goodwill samt andre immaterielle aktiver, som er opstået i forbindelse med deres mange tilkøb af andre virksomheder og aktiviteter.¹¹³ På trods heraf er immaterielle aktiver i forhold til nettoomsætningen faldende. Det betyder, at nettoomsætningen er steget mere end den tilførte goodwill og andre immaterielle aktiver. Pandora er dermed blevet bedre til at tilpasse deres kapital. Den sidste post, der er værd at bemærke, er materielle aktiver i procent af nettoomsætningen. Posten stiger fra 6 ører i 2014 til 11 ører i 2018 sva-

¹¹² Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 224

¹¹³ Pandora A/S, Årsrapport 2017, side 75

rende til 82,57 %. Stigningen kan skyldes, at Pandora er blevet dårligere til at tilpasse deres kapital.

Nettodriftsaktiverne er uændret set over hele perioden på 50 ører. Det vil sige, at Pandora binder 50 ører i arbejdskapital samt anlægskapital til at skabe én krones salg. I 2014 er der bundet 3 ører i arbejdskapital, mens de resterende 47 ører er bundet i anlægskapital. I 2018 ændrer forholdet sig dog, således at 6 ører er bundet i arbejdskapital og de resterende 44 ører er bundet i anlægskapital. Pandora har dermed bundet flere penge i arbejdskapitalen igennem hele perioden.

5.3 Delkonklusion

Pandora har i perioden 2014-2016 haft en stigende ROE, hvilket betyder, at ejerne får et større afkast af den kapital, som de har investeret i virksomheden. I årene frem til 2018 falder ROE. Samlet set er ROE dog steget fra 51,51 % i 2014 til 78,90 % i 2018.

ROIC følger udviklingen i ROE, dog er ROIC samlet set faldet med 17,67 procentpoint i perioden 2014-2018. Pandora er derfor blevet dårligere til at skabe afkast af den investerede kapital. Udviklingen i ROIC er præget af udviklingen i henholdsvis overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed.

Set over hele perioden er overskudsgraden faldet med 8,75 procentpoint fra 2014-2018, hvorfor en mindre del af Pandoras omsætning bliver til overskud. Aktivernes omsætningshastighed er faldet fra 2 gange i 2014 til 1,99 gange i 2018, hvilket betyder, at Pandora er blevet dårligere til at skabe omsætning af den kapital, som er investeret i virksomheden. I 2016 udgjorde aktivernes omsætningshastighed dog 2,39 gange.

Ud fra dekomponeringen af overskudsgraden kan det konkluderes, at faldet i overskudsgraden primært skyldes udviklingen i salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger. Faldet i overskudsgraden reduceres dog af fald i både vareforbrug og administrationsomkostninger i forhold til nettoomsætningen.

Det kan, ud fra dekomponeringen af omsætningshastigheden, konkluderes, at Pandora har bundet flere penge i arbejdskapitalen igennem hele perioden på trods af at nettodriftsakti-

verne er uændrede. Den øgede binding i arbejdskapital skyldes en reducereing af bindingen i anlægskapital.

Samlet set vurderes Pandoras rentabilitet til at være tilfredsstillende på trods af fald i de seneste år. Udviklingen skal dog helst ikke forsætte i samme retning, hvorfor Pandora skal være opmærksom herpå.

6. SWOT-analyse

En SWOT-analyse er en analyse af virksomhedernes eksterne muligheder og trusler samt de interne stærke og svage sider, som virksomhederne står overfor. Formålet med en SWOT-analyse er at afdække en situation, der kan være problematisk for virksomheden og hvilke ting, som de kan udnytte.¹¹⁴

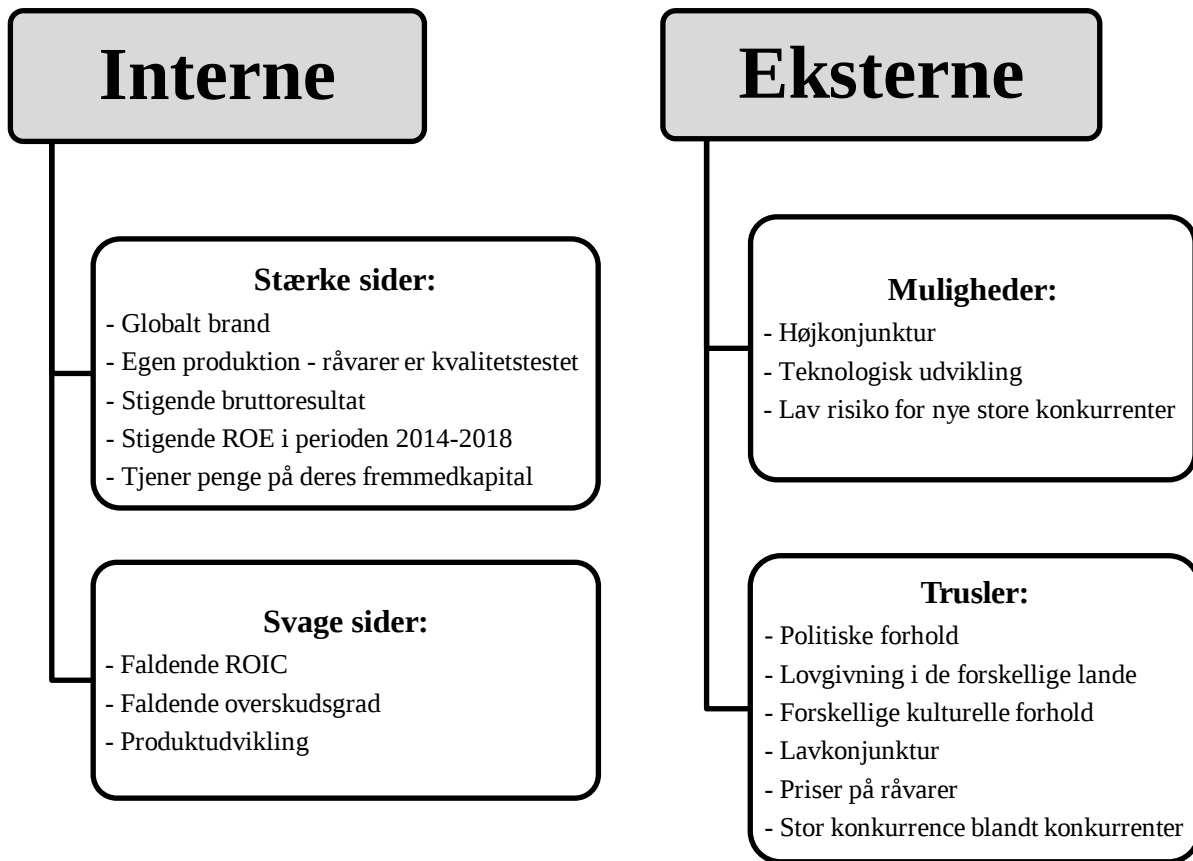
SWOT-analysen er blevet kritiseret for, at det kan være svært for virksomheder at identificere sine egne styrker og svagheder. Analysen bliver derfor ofte nævnt som at være et gammelt og utilstrækkeligt værktøj. Yderligere er SWOT-analyse ikke løsningsorienteret, hvorfor der kan anvendes en TOWS-analyse.¹¹⁵ SWOT-analysen vil blive anvendt for Pandora til at opsummere den strategiske analyse samt regnskabsanalysen.

Der er nedenfor udarbejdet en SWOT-analyse for Pandora:

¹¹⁴ Andersen, Finn Rolighed m.fl., *"International markedsføring"*, 4. udgave, side 83-86

¹¹⁵ Andersen, Finn Rolighed m.fl., *"International markedsføring"*, 4. udgave, side 88

Figur 8: SWOT-analyse for Pandora



Kilde: Egen tilvirkning

6.1 Stærke sider

Pandora er et globalt brand, der sælger deres produkter i mere end 100 lande på 6 kontinenter. Produktionen af smykker varetager Pandora selv i Thailand, hvilket betyder, at de selv producerer deres smykker. De kan derfor tilpasse smykkerne til forbrugernes ønsker. Pandora kvalitetstester deres råvarer, før de kan indgå i deres produktion. Det sikrer, at Pandoras smykker er ægte.

I Pandoras regnskaber ses det, at Pandoras omsætning stiger fra DKK 11.942 mio. i 2014 til DKK 22.806 mio. i 2018. I samme periode er vareforbruget steget fra DKK 3.470 mio. til DKK 5.825 mio. Omsætningen er således steget mere end vareforbruget, hvilket betyder, at Pan-

doras bruttoresultat stiger. En af Pandoras stærke sider er således, at de er gode til at tilpasse vareforbruget til omsætningen, så bruttoresultatet stiger.

Pandora er i perioden 2014-2018 blevet bedre til at skabe afkast til ejere af den kapital, der er investeret i virksomheden. Dette ses ved, at ROE er steget fra 51,51 % i 2014 til 78,90 % i 2018. Yderligere tjener Pandora på deres fremmedkapital i perioden 2016-2018. Det skyldes, at ROIC er højere end r. Dette er således en af Pandoras stærke sider, da de formår at tjene penge på deres fremmedkapital.

6.2 Svage sider

I ovenstående regnskabsanalyse ses det, at ROIC er faldet fra 62,15 % i 2014 til 44,48 % i 2018. ROIC angiver, hvor gode Pandora er til at skabe afkast af deres investerede kapital. Faldet betyder derfor, at Pandora er blevet dårligere til at skabe afkast af deres investerede kapital. ROIC ligger stadig på et acceptabelt niveau, dog skal faldet have opmærksomhed, således udviklingen ikke fortsætter. Yderligere er Pandoras overskudsgrad faldet med 8,75 procentpoint for perioden 2014-2018. Det betyder, at en lavere del af Pandoras omsætning bliver til overskud før renter. Faldet skyldes stigningen i salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger, da Pandora har haft fokus på at udvide antallet af butikker. Pandora skal være opmærksomme på udviklingen i overskudsgraden, så denne ikke fortsætter.

Pandoras produktudvikling har i de seneste år været for sløv, hvilket betyder, at der ikke er kommet nye væsentlige produkter på markedet. Ønsker Pandora at følge med deres konkurrenter, skal de have øget fokus på produktudvikling, således forbrugerne ikke vælger deres produkter fra. Pandora er selv opmærksomme på dette, hvorfor de vil have øget fokus herpå i de kommende år.

6.3 Muligheder

En højkonjunktur vil betyde, at salget af smykker vil stige. Pandora har mulighed for at udnytte højkonjunktur ved at sælge flere smykker til de lande, der befinder sig i en højkonjunktur. Det betyder derfor, at Pandora skal undersøge BNP-væksten på markederne.

Pandora vil udvide deres fabriksbygninger i Thailand for at følge med den teknologiske udvikling. Denne udvidelse skal nedbringe produktionstiden samt nedsætte lønomkostningerne. Pandora får således mulighed for at tjene mere på produkterne.

Konkurrencen i smykkebranchen er hård, da der er få store virksomheder og et stort antal af små samt mellemstore virksomheder. Det betyder, at det er svært for nye udbydere at komme ind på markedet, hvilket er en fordel for Pandora, der således kun skal forholde sig til deres eksisterende konkurrenter.

6.4 Trusler

Pandora sælger deres smykker på flere markeder i forskellige lande, hvilket betyder, at de skal forholde sig til de politiske og lovgivningsmæssige situationer på markederne. Storbritannien har valgt at forlade EU. Konsekvenserne ved Brexit er endnu ikke kendte, dog kan dette være en trussel for Pandora, da Pandora eksporterer deres smykker til Storbritannien. Yderligere har Pandora deres produktion i Thailand, som er et land, der har været præget af politiske uroligheder. De politiske uroligheder i Thailand kan derfor udgøre en trussel, da det kan få en konsekvens for Pandoras produktion.

På de markeder, som Pandora eksporterer til, vil der være forskellige kulturelle forhold. Dette skal Pandora forholde sig til i deres produktion, således dette ikke bliver en trussel for dem. Det skyldes, at der er forskellige holdninger til, hvad man ønsker sig af et smykke.

Som nævnt tidligere vil en højkonjunktur alt andet lige betyde, at salget af smykker vil stige. Omvendt vil en lavkonjunktur alt andet lige betyde, at salget af smykker vil falde, hvilket Pandora skal være opmærksomme på.

Pandora anvender sølv og guld til deres produktion af smykker, hvorfor råvarepriserne herpå har en betydning. En stigning i råvarepriserne vil være en trussel for Pandora, da dette vil medføre et lavere bruttoresultat og i sidste ende også et dårligere resultat.

Konkurrencen i smykkebranchen er hård. Virksomhederne i branchen skal derfor forsøge at være først med nye initiativer, således de skiller sig ud i forhold til andre. Konkurrencen er således en trussel for Pandora.

7. Budgettering

I nedenstående afsnit vil der blive udarbejdet en budgettering af Pandoras fremtidige vækst, som skal anvendes i den senere værdiansættelse af Pandora. Budgetteringen er en forudsætning for værdiansættelsen.

Budgettet omfatter en budgetperiode på 5 år efterfulgt af en terminalperiode. Terminalperioden angiver den forventede vækst efter budgetperioden, hvori der opnås konstante steady-state-niveau i salgsvæksten, overskudsgraden og omsætningshastigheder.¹¹⁶ Budgetperioden er sat til 5 år, da det vurderes at være den periode, hvor der er størst sandsynlighed for at forudse fremtiden.

Ved opstilling af budgettet tages der udgangspunkt i den forventede udvikling i Pandoras værdidrivere, som vi vurderer til at være følgende:

- Vækstraten for salget
- Overskudsgrad fra salg før skat
- Ændring i nettodriftsaktiver

7.1 Budgettering af vækstraten for salget

I perioden 2014-2018 er Pandoras omsætning steget fra DKK 11.942 mio. til DKK 22.806 mio. svarende til stigning på 90,97 %. I nedenstående fremgår budgettet for Pandoras omsætning:

Tabel 11: Budget for omsætning

	Budgetperiode					Terminalperiode	
DKK mio.	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Stigning i %		-3%	0%	3%	5%	7%	4%
Nettoomsætning	22.806	22.122	22.122	22.785	23.925	25.599	26.623

Kilde: Egen tilvirkning

I 2019 forventer Pandora en negativ vækst i omsætningen på 1-5 %.¹¹⁷ I budgettet er der taget udgangspunkt i en negativ vækst på 3 %, da det er i midten af intervallet.

¹¹⁶ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 253

¹¹⁷ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 11

Pandora lancerede i 2018 deres nye strategi, som gælder for de to kommende år svarende til 2019-2020. Strategien forventes implementeret i slutningen af 2020. Vi har derfor budgetteret med en vækstrate for salget på 0 % i 2020, således omsætningen forventes at udgøre DKK 22.122 mio. Pandora har tidligere opkøbt flere virksomheder, men de forventer ikke at opkøbe yderligere virksomheder i perioden 2019-2020.

Der er budgetteret med en stigende vækstrate for salget på 3 % i 2021 og efterfølgende med 2 % årligt i 2022-2023. Vi forventer, at Pandora indhenter den negative omsætningsvækst, som er opstået i forbindelse med implementering af den nye strategi. Omsætningen forventes at udgøre DKK 25.599 mio. i 2023.

I terminalperioden forventes omsætningen at udgøre DKK 26.623 mio. Vi har budgetteret med en vækstrate for salget på 4 %, da vi forventer, at Pandora igen vil foretage nye opkøb, som vil styrke deres markedsposition og dermed øge omsætningsvæksten.

7.2 Budgettering af overskudsgrad fra salg før skat

Pandoras overskudsgrad er faldet fra 31,08 % i 2014 til 22,33 % i 2018, hvilket svarer til et fald på 8,75 procentpoint. Udviklingen i overskudsgraden skyldes udviklingen i driftsomkostningerne svarende til vareforbrug, salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger samt administrationsomkostninger.

7.2.1 Budgettering af vareforbrug

Vareforbruget er igennem hele perioden 2014-2018 steget med 67,87 %. Stigningen i vareforbruget er dog mindre end stigningen i omsætningen, hvorfor Pandoras bruttoresultat er forbedret. I nedenstående tabel fremgår budgetteringen af Pandoras vareforbrug:

Tabel 12: Budget for vareforbrug

	Budgetperiode					Terminalperiode	
DKK mio.	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Stigning i %		-3%	0%	2%	4%	6%	3%
Vareforbrug	5.825	5.650	5.650	5.763	5.994	6.353	6.544

Kilde: Egen tilvirkning

Vi forventer, at vareforbruget følger udviklingen i omsætningen i 2019-2020. Vareforbruget falder derfor med 3 % i 2019 og er uændret i 2020. Ved tidligere vækst i omsætningen har

tendensen været, at stigningen omsætningen har været større end stigningen i vareforbruget. Vi har derfor budgetteret med en stigning på 2 % årligt i perioden 2021-2023. I terminalperioden forventer vi en stigning på 3 % svarende til DKK 6.544 mio.

7.2.2 Budgettering af salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger

Salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger er steget fra DKK 3.008 mio. i 2014 til DKK 8.016 mio. i 2018 svarende til en stigning på 166,49 %. Den store stigning skyldes primært, at Pandora har opkøbt en række virksomheder.

Tabel 13: Budget for salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger

DKK mio.	Budgetperiode					Terminalperiode	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Stigning i %		-3%	-6%	2%	4%	6%	4,5%
Salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger	8.016	7.776	7.309	7.455	7.753	8.219	8.588

Kilde: Egen tilvirkning

I ovenstående tabel har vi budgetteret med et fald på 3 % i 2019 og 6 % i 2020. Pandora forventer ikke at opkøbe flere virksomheder i 2019-2020, hvorfor vi forventer et fald i omkostningerne. I 2019 er der kun budgetteret med et fald på 3 %, da Pandora ultimo 2018 opkøbte deres egen aktivitet i Taiwan. Det forventes derfor, at der forsat er omkostninger hertil i 2019.

Der er budgetteret med en stigning i omkostningerne med 2 % årligt i perioden 2021-2023. Pandora forventes igen at foretage opkøb, hvorfor omkostningerne må formodes at stige igen. Terminalperioden budgetteres med en stigning på 4,5 %.

7.2.3 Budgettering af administrationsomkostninger

I perioden 2014-2018 er administrationsomkostninger steget med 82,74 %. I nedenstående tabel er der udarbejdet et budget for administrationsomkostningerne:

Tabel 14: Budget for administrationsomkostninger

DKK mio.	Budgetperiode					Terminalperiode	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Stigning i %		0%	1%	2%	3%	4%	2,5%
Administrationsomkostninger	2.138	2.138	2.159	2.203	2.269	2.359	2.418

Kilde: Egen tilvirkning

I 2019 forventes administrationsomkostningerne uændret i forhold til 2018 svarende til DKK 2.138 mio. I de efterfølgende år forventer vi en stigning med 1 % årligt. Administrationsomkostningerne forventes at stige med 2,5 % i terminalperioden.

7.2.4 Budgettering af driftsoverskud efter skat

Ud fra budgettering af vækstraten for salget og overskudsgrad fra salg før skat kan budgettering af driftsoverskud før skat opstilles. For at kunne beregne det frie cash flow¹¹⁸ skal driftsoverskud efter skat anvendes, hvorfor der reguleres for skatten.¹¹⁹ Selskabsskatteprocenten udgør 22 % i 2018 og forventes uændret i de kommende år.

Tabel 15: Budget for driftsoverskud efter skat

DKK mio.	Budgetperiode						Terminalperiode
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nettoomsætning	22.806	22.122	22.122	22.785	23.925	25.599	26.623
Vareforbrug	5.825	5.650	5.650	5.763	5.994	6.353	6.544
Bruttoresultat	16.981	16.472	16.472	17.022	17.931	19.246	20.079
Salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger	8.016	7.776	7.309	7.455	7.753	8.219	8.588
Administrationsomkostninger	2.138	2.138	2.159	2.203	2.269	2.359	2.418
Driftsoverskud før skat	6.827	6.558	7.003	7.364	7.909	8.668	9.073
Skat af driftsoverskud	1.502	1.443	1.541	1.620	1.740	1.907	1.996
Driftsoverskud efter skat	5.325	5.115	5.462	5.744	6.169	6.761	7.077

Kilde: Egen tilvirkning

Pandora forventer en EBIT-margin på 26-28 % før omstrukturingsomkostninger i 2019.¹²⁰

Der er taget højde herfor i ovenstående tabel til budgettering af driftsoverskud efter skat. I 2023 forventes driftsoverskuddet at udgøre DKK 6.761 mio., mens den i terminalperioden forventes at udgøre DKK 7.077 mio.

7.3 Budgettering af ændring i nettodriftsaktiver

Ud fra rentabilitetsanalysen kunne det konkluderes, at nettodriftsaktiverne igennem perioden 2014-2018 var uændret. Forholdet mellem arbejdskapital og anlægskapital har dog ændret sig, således at der i 2018 er bundet flere penge i arbejdskapital sammenlignet med 2014

¹¹⁸ Fremadrettet FCF

¹¹⁹ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 262

¹²⁰ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 11

og mindre penge i anlægskapital. I 2018 var der bundet 6 ører i arbejdskapital og 44 ører i anlægskapital.

Tabel 16: Budget for anlægskapital

DKK mio.	Budgetperiode					Terminalperiode	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Stigning i %		1%	1%	2%	3%	4%	2,5%
Anlægskapital	10.873	10.982	11.092	11.313	11.653	12.119	12.422

Kilde: Egen tilvirkning

I ovenstående tabel er der udarbejdet budget for Pandoras anlægskapital. Pandora forventer ikke at foretage opkøb, hvorfor der ikke vil være en stigning i goodwill. De forventer dog at investere i distributionskanaler, IT samt optimere produktionsanlæg i Thailand.¹²¹ I 2019-2020 er der derfor budgetteret med en stigning i anlægskapitalen på 1 %. I 2021-2023 er der budgetteret med en stigning på 1 % årligt. Det skyldes, at vi forventer, at Pandora atter vil opkøbe virksomheder.

I terminalperioden forventes anlægskapitalen at stige med 2,5 %. Pandora forventes at opkøbe flere virksomheder og forsætte med optimering af egen virksomhed.

Tabel 17: Budget for arbejdskapital

DKK mio.	Budgetperiode					Terminalperiode	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Stigning i %		2%	2%	3%	4%	5%	3,5%
Arbejdskapital	942	961	980	1.009	1.050	1.102	1.141

Kilde: Egen tilvirkning

Tendensen har igennem perioden 2014-2017 været, at arbejdskapitalen er steget forholdsvis mere end anlægskapitalen. I 2018 er arbejdskapitalen dog uændret i forhold til 2017, mens anlægskapitalen er stigende. Vi har derfor budgetteret med 1 % højere stigning end i anlægskapitalen i budgetperioden. Det samme gør sig gældende for terminalperioden, som udgør 3,5 %.

Ud fra ovenstående to budgetter kan budgettet for ændringen i Pandoras nettodriftsaktiver opstilles.

¹²¹ Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 12

Tabel 18: Budget for ændring i nettodriftsaktiver

DKK mio.	Budgetperiode					Terminalperiode	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Arbejdskapital	942	961	980	1.009	1.050	1.102	1.141
Anlægskapital	10.873	10.982	11.092	11.313	11.653	12.119	12.422
Nettodriftsaktiver	11.815	11.943	12.072	12.323	12.703	13.221	13.563
Ændring i nettodriftsaktiver		128	129	251	380	519	342

Kilde: Egen tilvirkning

7.3.1 Beregning af det frie cash flow

FCF kan beregnes ved at trække ændringen i nettodriftsaktiver fra driftsoverskud efter skat.

Det betyder dermed, at pengestrømmen fra investeringsaktiviteten skal fratrækkes pengestrømmen fra driftsaktiviteten.¹²² I nedenstående tabel frem beregningen af FCF:

Tabel 19: Beregning af FCF

DKK mio.	Budgetperiode					Terminalperiode	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsoverskud efter skat	5.325	5.115	5.462	5.744	6.169	6.761	7.077
Ændring i nettodriftsaktiver		128	129	251	380	519	342
FCF		4.988	5.333	5.493	5.789	6.243	6.735

Kilde: Egen tilvirkning

FCF er stigende i hele budgetperioden og frem til terminalperioden. I terminalperioden udgør den DKK 6.735 mio.

7.4 Delkonklusion

Det kan ud fra budgetteringerne konkluderes, at Pandoras forventede økonomi for 2019 ikke er på samme niveau som i 2018. Pandora forventer, at omsætningen vil falde med 1-5 %, hvorfor vi har budgetteret med en negativ vækst på 3 %. Tilsvarende forventes vareforbrug samt salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger også at falde. Administrationsomkostninger forventes at være uændrede.

I 2020 forventes omsætningen at være uændret i forhold til 2019. Det samme gør sig gældende for vareforbrug. Salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger forventes at

¹²² Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 41

falde med 6 %. Administrationsomkostninger formodes at stige med 1 %. I 2020 forventes Pandoras økonomi at være bedre end i 2019.

I perioden 2021-2023 forventes Pandoras økonomi at udvikle sig positivt med vækst. Omsætningen forventes stigende, hvilket ligeledes er gældende for driftsomkostningerne. Forholdsmæssigt forventes omsætningen at stige mere end driftsomkostningerne, hvorfor driftsoverskuddet forventes at stige.

I terminalperioden forventes Pandoras økonomi forsat at udvikle sig i en positiv retning. Der forventes en stigning i omsætningen og driftsomkostningerne, hvilket resulterer i et driftsoverskud efter skat på DKK 7.077 mio.

Arbejdskapital og anlægskapital forventes at stige i budgetperioden. I terminalperioden forventes arbejdskapitalen at udgøre DKK 1.141 mio. og anlægskapitalen at udgøre DKK 12.422 mio.

FCF forventes at stige fra DKK 4.988 mio. i 2019 til DKK 6.243 mio. i 2023. I terminalperioden forventes FCF at udgøre DKK 6.735 mio.

8. Værdiansættelse

I nedenstående afsnit vil der blive udarbejdet en værdiansættelse af Pandora. Værdiansættelsen vil tage udgangspunkt i opgavens tidligere analyser og budgettering. Formålet er at beregne Pandoras aktiekurs pr. 28. februar 2019, således det kan vurderes om den officielle aktiekurs er over- eller undervurderet.

8.1 DCF-modellen

Der findes mange forskellige metoder til at værdiansætte en virksomhed. Vi har valgt at anvende den diskonterede cash flow-model,¹²³ som metoden til at værdiansætte Pandora.

For at kunne anvende DCF-modellen kræver det stor indsigt i virksomheden, hvorfor det er nødvendigt med en del forarbejde for, at DCF-modellen kan anvendes meningsfuldt.¹²⁴ Det store forarbejde er en ulempe sammenlignet med andre værdiansættelsesmetoder, som ikke kræver nær så meget forarbejde. Samtidig er det dog også en fordel, at DCF-modellen kræver stort forarbejde, idet der kan opnås et bedre grundlag for beregning af aktiekursen.

DCF-modellen tager udgangspunkt i en beregning af FCF. Som tidligere nævnt beregnes FCF ved at trække pengestrømmen fra investeringsaktiviteten fra pengestrømmen fra driftsaktiviteten. Der ses bort fra finansieringsaktiviteten, fordi den anses for ikke at have en værdiskabende effekt. Værdiansættelsen baseres udelukkende på forventninger.¹²⁵ Det kan både være en fordel og en ulempe.

8.1.1 Fastlæggelse af driftens kapitalomkostninger

Driftens vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger¹²⁶ angiver det afkast, som virksomheden minimum skal skabe for at leve op til afkastkravene hos dem, der stiller kapital til rådighed for virksomheden.¹²⁷

Det gælder, at hvis virksomhedens aktiver er finansieret af forskellige finansieringskilder, vil virksomhedens WACC være lig med gennemsnittet af finansieringskildernes omkostninger.

¹²³ Fremadrettet DCF-model

¹²⁴ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 41

¹²⁵ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 41

¹²⁶ Fremadrettet WACC

¹²⁷ Hawawini, Gabriel og Viallet, Claude, "Finance For Executives", side 411

Finansieringskildernes omkostninger vil i dette tilfælde være vægtet efter deres forholdsmæssige bidrag til finansieringen af aktiverne.¹²⁸

WACC anvendes til at tilbagediskontere det beregnede FCF til nutidsværdi. WACC kan beregnes ud fra nedenstående formel:¹²⁹

$$WACC = k_D(1 - T_C) \frac{Debt}{Equity + Debt} + k_E \frac{Equity}{Equity + Debt}$$

k_D angiver fremmedkapitalomkostninger, T_C = skattesats, $debt$ = gæld/fremmedkapital, $equity$ = egenkapital og k_E = egenkapitalomkostninger.

I ovenstående formel er nogle af faktorerne ukendte, hvorfor disse først skal fastlægges, inden WACC kan beregnes.

8.1.1.1 CAPM

CAPM anvendes til at fastlægge egenkapitalomkostningerne og kan beregnes ud fra følgende formel:¹³⁰

$$CAPM = R_F + [E(R_M) - R_F]\beta_{equity}$$

R_F angiver den risikofrie rente, $E(R_M)$ = afkastkravet og β_{equity} = den samlede risiko i virksomheden. Virksomhedens samlede risiko kan beregnes ud fra følgende formel:¹³¹

$$\beta_{equity} = \beta_{asset} \left[1 + (1 - Tax\ rate) \frac{Debt}{Equity} \right]$$

β_{asset} angiver den forretningsmæssige risiko.

8.1.1.1.1 Den risikofrie rente

Ved vurdering af den risikofrie rente tages der udgangspunkt i investeringer, hvori der altid vil være en risiko forbundet. Den effektive rente på danske statsobligationer med en løbetid på 10 år vurderes at være den mest risikofrie rente, da sandsynligheden for at den danske stat går konkurs er meget lav. Vi anvender derfor den effektive rente på danske statsobliga-

¹²⁸ Hawawini, Gabriel og Viallet, Claude, "Finance For Executives", side 411-412

¹²⁹ Hawawini, Gabriel og Viallet, Claude, "Finance For Executives", side 427

¹³⁰ Hawawini, Gabriel og Viallet, Claude, "Finance For Executives", side 425

¹³¹ Hawawini, Gabriel og Viallet, Claude, "Finance For Executives", side 423

tioner med en løbetid på 10 år som den risikofrie rente. Den effektive rente udgør 0,07 %, ¹³² hvorfor R_f sættes til 0,07 %.

Den effektive rente er meget lav i forhold til tidligere år, hvorfor det kan argumenteres for, at den bør sættes højere. Vi har dog valgt at anvende den nuværende rente på trods heraf.

8.1.1.1.2 Afkastkravet

Afkastkravet beregnes ud fra en markedsrisikopræmie og den risikofrie rente. Markedsrisikopræmien angiver det, som investorerne forventer at få i afkast udover det risikofrie afkast. Markedsrisikopræmien skal fungere som en kompensation for den risiko, som opstår, når investorerne investerer i aktier i stedet for mindre risikofyldte aktier eller risikofrie værdipapirer. ¹³³

Markedsrisikopræmien kan bestemmes ud fra tre metoder: Rundspørge, historiske observationer og forventninger til risikopræmien. ¹³⁴

I 2016 udarbejdede PWC, PricewaterhouseCoopers, en undersøgelse af markedsrisikopræmien. Undersøgelsen bestod af en rundspørge af deltagere, som bestod af førende aktører på aktiemarkedet, herunder værdiansættelses- og corporate finance-afdelinger hos investeringsbanker, rådgivere og institutionelle investorer. ¹³⁵

I undersøgelsen kom det frem, at deltagerne anvendte en markedsrisikopræmie i intervallet 4,5 % - 8 %. 65 % af deltagerne anvendte dog en markedsrisikopræmie i intervallet 5 % - 6 %. Undersøgelsen viste derfor, at den gennemsnitlige markedsrisikopræmie kunne fastsættes til 5,6 %. ¹³⁶ Der tages derfor udgangspunkt i en markedsrisikopræmie på 5,6 %.

¹³² Nasdaq Obligationer, "Danske Stat 2029, Danske stat 2029, (DK0009923807)", den 16. april 2019, http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite?Instrument=XCSEDANSKE_STAT_2029

¹³³ PWC, "Værdiansættelse af virksomheder: Sådan fastlægges afkastkravet i praksis", den 16. april 2019, <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

¹³⁴ SKAT, "Markedsrisikopræmie", den 16. april 2019, <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813219>

¹³⁵ PWC, "Værdiansættelse af virksomheder: Sådan fastlægges afkastkravet i praksis", den 16. april 2019, <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

¹³⁶ PWC, "Værdiansættelse af virksomheder: Sådan fastlægges afkastkravet i praksis", den 16. april 2019, <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

I ovenstående afsnit blev den risikofrie rente fastsat til 0,07 %. Denne tillægges markedsrisikopræmie på 5,6 %, hvilket resulterer i et afkastningskrav på 5,67 %. $E(R_M)$ udgør dermed 5,67 %.

8.1.1.1.3 Den forretningsmæssige risiko

Den forretningsmæssige risiko kan bestemmes ud fra beta. Beta er et udtryk for, hvor risikofyldt en investering er set i forhold til risikoen på markedet.¹³⁷

Tabel 20: Tolkning af beta

$B = 0$	Risikofri investering
$0 < \beta < 1$	Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
$B = 1$	Risiko som markedsporteføljen
$B > 1$	Investering med større risiko end markedsporteføljen

Kilde: Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", side 41

I ovenstående tabel er beta fortolket. Er beta lig med 0, er der tale om en risikofri investering. Er beta derimod højere end 1, er det en investering med større risiko end markedsporteføljen.¹³⁸ Det betyder derfor, at jo højere beta er, desto højere er risikoen, der er forbundet med investeringen.

Pandora er børsnoteret i København på NASDAQ OMX C25, hvilket betyder, at deres beta er offentliggjort. Ifølge Reuters har Pandora en betaværdi på 0,99.¹³⁹ Det betyder, at risikoen er mindre end markedsporteføljen.

Beta kan dog også beregnes ved hjælp af regression. OMX C25 anvendes til sammenligning, da Pandora er noteret heri. Af bilag 1 fremgår den månedsvise udvikling af OMX C25 og Pandoras lukkekurser for de seneste fem år. Ifølge bilag 2 udgør beta 0,22. Risikoen er derfor lavere end markedsporteføljen.

¹³⁷ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 45

¹³⁸ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 45

¹³⁹ Reuters, "Pandora A/S (PNDORA.CO)", den 16. April 2019,
<https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/PNDORA.CO>

Den offentliggjorte betaværdi udgør 0,99, mens den beregnede betaværdi udgør 0,22. Det svarer til en forskel på 0,77. Risikoen for begge betaværdier er lavere end markedsporteføljen. Vi anvender den gennemsnitlige betaværdi svarende til 0,61, da den vurderes at være mest retvisende.

8.1.1.1.4 Den samlede risiko i virksomheden

Den samlede risiko i virksomheden kan som nævnt ovenfor beregnes ud fra følgende formel:

$$\beta_{equity} = \beta_{asset} \left[1 + (1 - Tax\ rate) \frac{Debt}{Equity} \right]$$

β_{asset} er den forretningsmæssige risiko, der er blevet beregnet til 0,61.

Tax rate er selskabsskatteprocenten på 22 %. Debt er gælden og equity er egenkapitalen. Til at fastlægge debt og equity tages der udgangspunkt i årsrapporten for 2018, hvorfor debt udgør DKK 12.825 mio. og equity udgør DKK 6.419 mio.

Den samlede risiko i virksomheden kan derfor beregnes til:

$$\beta_{equity} = 0,61 * \left[1 + (1 - 22\ %) * \frac{12.825}{6.419} \right]$$
$$\beta_{equity} = 1,56$$

Den samlede risiko i virksomheden beregnes til 1,56.

8.1.1.1.5 Beregning af CAPM

De ukendte faktorer til beregning af CAPM er nu fastlagt, hvorfor CAPM kan beregnes ud fra følgende formel:

$$CAPM = R_F + [E(R_M) - R_F] \beta_{equity}$$

Ifølge ovenfor udgør R_F 0,07 %, $E(R_M)$ = 5,67 % og β_{equity} = 1,56.

$$CAPM = 0,07\ \% + [5,67\ \% - 0,07\ \%] * 1,56$$

$$CAPM = 8,81\ \%$$

CAPM er således beregnet til 8,81 %.

8.1.1.2 Fremmedkapitalomkostninger

Udover egenkapitalomkostningerne skal fremmedkapitalomkostningerne også fastlægges.

Fremmedkapitalomkostningerne angiver forholdet mellem netto finansielle forpligtelser og netto finansielle omkostninger.

Tabel 21: Beregning af fremmedkapitalomkostninger

	2014	2015	2016	2017	2018
Netto finansielle omkostninger	89	240	-115	-53	-10
Netto finansielle forpligtelser	-1.061	1.802	2.215	4.568	5.396
Fremmedkapitalomkostninger i %	-8,39	13,33	-5,18	-1,16	-0,19

Kilde: Egen tilvirkning

I ovenstående tabel ses det, at fremmedkapitalomkostningerne er meget svingende, hvor de primært er negative. Det er derfor ikke retvisende at anvende fremmedkapitalomkostningerne for 2018 og heller ikke den gennemsnitlige værdi. Det skyldes, at Pandora i de seneste tre år har negative netto finansielle omkostninger, hvilket betyder, at de har tjent penge på deres finansielle aktiviteter. Det forventes ikke, at Pandora vil forsætte med dette, hvorfor fremmedkapitalomkostningerne fastsættes til 5 %.

8.1.1.3 Beregning af WACC

Efter fastlæggelse af egenkapitalomkostninger og fremmedkapitalomkostninger kan WACC beregnes.

$$WACC = k_D(1 - T_c) \frac{Debt}{Equity + Debt} + k_E \frac{Equity}{Equity + Debt}$$

Ud fra tidligere afsnit kunne K_D beregnes til 5 %, hvor K_E kunne beregnes til 8,81 %. T_c udgør 22 %, debt udgør DKK 12.825 mio. og equity udgør DKK 6.419 mio. Indsættes tallene i formelen for WACC opnås følgende:

$$WACC = 5 \% * (1 - 22 \%) \frac{12.825}{6.419 + 12.825} + 8,81 \% \frac{6.419}{6.419 + 12.825}$$

$$WACC = 5,54 \%$$

WACC beregnes til 5,54 % og anvendes til at tilbagediskontere det beregnede FCF til nutidsværdi.

8.1.2 Værdiansættelse af Pandora

I nedenstående afsnit er der udarbejdet en værdiansættelse af Pandora ud fra DCF-modellen. Værdiansættelsen tager udgangspunkt i budgetteringen og fremgår af tabellen nedenfor.

Tabel 22: Værdiansættelse af Pandora ud fra DCF-modellen

DKK	2019	2020	2021	2022	2023	Terminalperiode
Driftsoverskud efter skat	5.115.279.000	5.462.496.936	5.744.297.071	6.168.975.683	6.761.118.117	7.076.671.872
Δ Netto driftsaktiver	127.570.600	129.034.712	251.233.586	379.780.973	518.604.698	341.555.002
FCF = DO - ΔNDA	4.987.708.400	5.333.462.224	5.493.063.484	5.789.194.709	6.242.513.419	6.735.116.870
Diskonteringsfaktor	1,055	1,114	1,176	1,241	1,309	
Present value FCF	4.725.893.879	4.788.230.445	4.672.651.042	4.666.054.393	4.767.317.048	
PV, FCF 2019-2023	23.620.146.808					
Terminalværdi						190.257.538.691
PV, terminalværdi	145.296.925.574					
Virksomhedsværdi	168.917.072.382					
Netto finansielle forpligtelser	5.396.030.000					
Aktionærværdi	163.521.042.382					
Antal aktier	110.029.003					
Værdi pr. aktie	1.486,16					

Kilde: Egen tilvirkning

Værdiansættelsen består af en budgetperiode på fem år fra 2019 til 2023 og en terminalperiode, der svarer til en periode fra 2024 til det uendelige.

FCF er beregnet ved at tage udgangspunkt i det budgetterede driftsoverskud efter skat og ændring i netto driftsaktiver, hvilket er gældende for både budget- og terminalperioden. Diskonteringsfaktoren anvendes til at tilbagediskontere FCF til nutidsværdi i budgetperioden. Diskonteringsfaktoren beregnes ved at lægge 1 til den tidligere beregnede WACC på 5,54 % og efterfølgende opløfte denne i antal år, hvor 2019 angiver år 1 og 2023 angiver år 5. Nutidsværdien af FCF er beregnet ved at dividere diskonteringsfaktoren med FCF. Den samlede nutidsværdi af FCF for hele budgetperioden er beregnet til DKK 23.620.146.808.

I beregning af terminalværdien for terminalperioden er der anvendt en salgsvækst på 2 %. Salgsvæksten i terminalperioden bør ikke overstige 6 %, ¹⁴⁰ hvorfor denne sættes til 2 %. Terminalværdien beregnes ved at dividere FCF med WACC fratrasket salgsvæksten. Terminalværdien er beregnet til DKK 190.257.538.691. Nutidsværdien af terminalværdien bereg-

¹⁴⁰ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 257

nes ved at dividere terminalværdien med diskonteringsfaktoren i år 5 og udgør DKK 145.296.925.574.

Virksomhedsværdien beregnes ved at lægge nutidsværdien af FCF for budgetperioden sammen med nutidsværdien af terminalværdien. Virksomhedsværdien for Pandora udgør DKK 168.917.072.382. Aktionærværdien kan beregnes ved at trække netto finansielle forpligtelser fra virksomhedsværdien¹⁴¹ og udgør DKK 163.521.042.382.

Pandora har en aktiebeholdning på 110.029.003 stk.¹⁴² Ved at dividere aktionærværdien med aktiebeholdning kan værdien per aktie beregnes. Ud fra DCF-modellen kan Pandoras værdi per aktie beregnes til DKK 1.486,16.

Den officielle aktiekurs for Pandora udgjorde DKK 344,20 per 28. februar 2019. Sammenholdes den officielle aktiekurs på DKK 344,20 med den beregnede aktiekurs for Pandora på DKK 1.486,16, er der en afvigelse på DKK 1.141,96. Det betyder, at den beregnede aktiekurs er DKK 1.141,96 højere end den officielle aktiekurs for Pandora. Det kan dermed indikere, at den officielle aktiekurs for Pandora er undervurderet.

8.1.2.1 Delkonklusion

Den officielle aktiekurs fastsættes ud fra udbud og efterspørgsel og bør i realiteten afspejle virksomhedens værdi. Dette er dog nødvendigvis ikke tilfældet i praksis, hvor det opleves, at aktiekursen påvirkes af spekulationer og forventninger til fremtiden.

Værdiansættelsen er, ligesom aktiekursen, baseret på forventninger til fremtiden, hvorfor den beregnede aktiekurs heller ikke nødvendigvis afspejler virksomhedens reelle værdi. Det kan være svært at vurdere fremtiden og dermed er der forbundet en vis usikkerhed hertil.

Den officielle aktiekurs per 28. februar 2019 udgjorde DKK 344,20, mens den beregnede aktiekurs udgør DKK 1.486,16. Det resulterer i en afvigelse på DKK 1.141,96.

Den beregnede aktiekurs tager udgangspunkt i budgetteringen og er baseret på forventninger til fremtiden. Afvigelsen kan derfor skyldes, at budgetteringen er udarbejdet med for

¹⁴¹ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 52

¹⁴² Pandora A/S, Årsrapport 2018, side 43

positive forventninger til Pandoras fremtid. Yderligere kan afvigelsen skyldes, at den officielle aktiekurs er påvirket af spekulationer og aktionærernes forventninger til fremtiden.

Den beregnede aktiekurs på DKK 1.486,16 er DKK 1.141,96 højere end den officielle aktiekurs for Pandora på DKK 344,20. Det kan dermed konkluderes, at den officielle aktiekurs er undervurderet i forhold til den beregnede aktiekurs.

8.2 Andre værdiansættelsesmetoder

Som tidligere nævnt findes der andre metoder til at værdiansætte en virksomhed udover DCF-modellen. Antallet af værdiansættelsesmetoder er stort, hvorfor der kun tages udgangspunkt i nogle enkelte.

Der skelnes overordnet set mellem to værdiansættelsesmodeller, hvoraf den ene er relativ og den anden er absolut. Kendetegnet ved de relative værdiansættelsesmodeller er, at de ikke inddrager budgettering og dermed er behovet for informationer begrænset. I modsætning til de relative værdiansættelsesmodeller er behovet for informationer i de absolutte værdiansættelsesmodeller nødvendige, hvori der oftest anvendes budgetter. De relative værdiansættelsesmodeller fremstår derfor mere simple i forhold til de absolutte værdiansættelsesmodeller.¹⁴³

8.2.1 Relative værdiansættelsesmodeller

8.2.1.1 Multipel analyse

Ved multipel analyse tages der udgangspunkt i prismultipler. Prismultipler er simple nøgletal, der angiver markedsprisen over en i årsregnskabet værdiindikatorer. P/E-multiplen er den mest kendte og beregnes ved at dividere aktiekursen med overskud per aktie. Der kan dog også tages udgangspunkt i andre værdiindikatorer end overskud per aktie, herunder blandt andet bogført værdi og salg. Dette resulterer i andre prismultipler, såsom pris-over-bogført værdi og pris-over-salg.¹⁴⁴

Ved hjælp af prismultipler kan en virksomhed værdiansættes. Det sker ved at tage gennemsnittet af multiplerne for sammenlignelige virksomheder. Det kan være dog svært at finde sammenlignelige virksomheder, eftersom alle virksomheder ikke er ens. Lykkes det at finde

¹⁴³ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 25

¹⁴⁴ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 29

en sammenlignelig virksomhed, kan prismultiplerne nemt anvendes til at sammenligne på tværs.¹⁴⁵

Behovet for informationer er begrænset ved multipel analyse, hvilket medfører, at den er simpel at anvende.¹⁴⁶

8.2.2 Absolutte værdiansættelsesmodeller

Under absolutte værdiansættelsesmodeller skelnes der mellem direkte og indirekte modeller. De direkte modeller er mindre omfattende end de indirekte modeller. De indirekte modeller beregner aktionærværdien ved at trække markedsværdien af gæld fra virksomhedsværdien, hvorimod de direkte modeller beregner aktionærværdien direkte.¹⁴⁷

I det kommende afsnit er der eksempler på enkelte absolutte værdiansættelsesmodeller.

8.2.2.1 Residualindkomstmodeller

Residualindkomstmodeller tager udgangspunkt i residualoverskud. Residualoverskud beregnes som differencen mellem nettooverskud og kapitalomkostninger af den bogførte værdi af ejernes egenkapital.¹⁴⁸

Under residualindkomstmodeller skelnes der mellem to versioner: Residualoverskud til ordinær egenkapital og residualoverskud til alle investorer.¹⁴⁹

Residualoverskud til den ordinære egenkapital tager udgangspunkt i ROE og såfremt ROE er større end egenkapitalomkostningerne, vil residualoverskuddet være positivt. Et positivt residualoverskud medfører, at værdien af egenkapitalen bliver mere værd end den bogførte værdi af egenkapitalen. Residualoverskud til alle investorerne tager derimod udgangspunkt i netto driftsaktiver tillagt fremtidige residualoverskud fra driften, hvorved virksomhedsværdien kan beregnes.¹⁵⁰

¹⁴⁵ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 29-31

¹⁴⁶ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 29-30

¹⁴⁷ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 25

¹⁴⁸ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 33

¹⁴⁹ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 34-35

¹⁵⁰ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 34-35

Fordelen ved residualindkomstmodeller er, at der tages udgangspunkt i værdier direkte ud fra årsregnskabet i stedet for at omdanne disse til pengestrømme.¹⁵¹

8.2.2.2 EVA-modellen

Et andet eksempel på en absolut værdiansættelsesmodel er EVA-modellen. Værdiansættelsen bygger på de samme forudsætninger som DCF-modellen, men tager udgangspunkt i EVA i stedet for FCF. I EVA-modellen er det de fremtidige EVA'er, der tilbagediskonteres fremfor FCF.¹⁵²

EVA beregnes ved følgende formel:¹⁵³

$$\text{Economic value added (EVA)} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} * \text{Invested capital})$$

NOPAT angiver resultat af primær drift efter skat, mens WACC og invested capital fastsættes efter samme fremgangsmåde som ved DCF-modellen.

EVA-modellen bygger på mange af de samme principper som DCF-modellen, hvorfor der også i EVA-modellen kræves et stort kendskab til virksomheden.

8.3 Følsomhedsanalyse

Som tidligere nævnt er der forbundet en vis usikkerhed til værdiansættelsen, hvorfor der udarbejdes en følsomhedsanalyse af enkelte faktorer. Følsomhedsanalysen udarbejdes med henblik på at vurdere, hvor følsom den beregnede aktiekurs er overfor ændringer.

Tabel 23: Beregning af aktiekurs ved ændring af WACC

	WACC = 2,5 %	WACC = 4 %	WACC = 5 %	WACC = 7 %	WACC = 8,5 %
Værdi pr. aktie	11.006,02	2.690,95	1.767,68	1.029,87	774,99

Kilde: Egen tilvirkning

I ovenstående tabel er der udarbejdet en følsomhedsanalyse af WACC. Det ses, at jo højere WACC er, desto lavere bliver værdien per aktie. I værdiansættelsen er der taget udgangspunkt i en WACC på 5,54 %, hvor værdien per aktie kan beregnes til DKK 1.486,16.

¹⁵¹ Sørensen, Ole, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, side 33

¹⁵² Hawawini, Gabriel og Viallet, Claude, "Finance For Executives", side 604-606

¹⁵³ Hawawini, Gabriel og Viallet, Claude, "Finance For Executives", side 619

Ved en WACC på 2,5 % kan værdien per aktie beregnes til DKK 11.006,02. Det giver en afvigelse på DKK 9.519,86 i forhold til den beregnede værdi per aktie i værdiansættelsen. Sættes WACC derimod til 8,5 %, kan værdien per aktie beregnes til DKK 774,99. Afvigelsen bliver her DKK -711,17.

Ved en WACC på 5 %, svarende til en ændring på 0,54 procentpoint, kan værdien per aktie beregnes til DKK 1.767,68. Det giver en afvigelse på DKK 281,52. Det kan dermed konkluderes, at størrelsen af WACC påvirker værdien per aktie, hvor en højere WACC medfører en lavere værdi per aktie og omvendt.

Som tidligere nævnt påvirkes WACC af flere faktorer. I nedenstående tabeller er der udarbejdet følsomhedsanalyser af enkelte faktorer, som påvirker WACC.

Tabel 24: Beregning af WACC ved ændring af forretningsmæssige risiko, β asset

	β asset = 0,22	β asset = 0,99
βasset	0,22	0,99
Debt	12.825	12.825
Equity	6.419	6.419
Skattesats	22%	22%
βequity	0,56	2,53
Risikofri rente i %	0,07	0,07
Afkastkrav i %	5,67	5,67
Fremmedkapitalomkostninger i %	5	5
CAPM i %	3,22	14,25
WACC i %	3,67	7,35

Kilde: Egen tilvirkning

I værdiansættelsen udgjorde beta 0,61, svarende til en gennemsnitlig værdi af den beregnede betaværdi på 0,22 og den offentliggjorte betaværdi på 0,99. I ovenstående tabel er der udarbejdet en følsomhedsanalyse af beta, såfremt vi havde anvendt den beregnede betaværdi eller den offentliggjorte betaværdi.

I tilfældet af at den beregnede betaværdi anvendes vil WACC udgøre 3,67 %. Anvendes derimod den offentliggjorte betaværdi vil WACC udgøre 7,35 %. Ud fra dette kan det konkluderes, at jo lavere den forretningsmæssige risiko er, desto lavere bliver WACC.

Tabel 25: Beregning af WACC ved ændring af risikofrie renter

	Risikofri rente = 0	Risikofri rente = 0,5	Risikofri rente = 1	Risikofri rente = 1,5	Risikofri rente = 2
βasset	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61
Debt	12.825	12.825	12.825	12.825	12.825
Equity	6.419	6.419	6.419	6.419	6.419
Skattesats	22%	22%	22%	22%	22%
βequity	1,56	1,56	1,56	1,56	1,56
Risikofri rente i %	0,00	0,50	1,00	1,50	2,00
Afkastkrav i %	5,60	6,10	6,60	7,10	7,60
Fremmedkapitalomkostninger i %	5	5	5	5	5
CAPM i %	8,74	9,24	9,74	10,24	10,74
WACC i %	5,51	5,68	5,85	6,01	6,18

Kilde: Egen tilvirkning

Den risikofrie rente blev fastsat til 0,07 % i værdiansættelsen, hvilket blev vurderet til at være lav. Det vurderes derfor relevant at udarbejde en følsomhedsanalyse af, hvordan ændringer i den risikofrie rente vil påvirke WACC. I ovenstående tabel ses det, at WACC stiger fra 5,51 % til 6,18 %, såfremt den risikofrie rente ændres fra 0 % til 2 %. Effekten af en ændret risikofrie rente vurderes derfor til at have en mindre betydning for udviklingen i WACC.

Tabel 26: Beregning af WACC ved ændring af fremmedkapitalomkostninger

Fremmedkapitalomkostninger i % =	-5	-1	3	7	10
Basset	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61
Debt	12.825	12.825	12.825	12.825	12.825
Equity	6.419	6.419	6.419	6.419	6.419
Skattesats	22%	22%	22%	22%	22%
βequity	1,56	1,56	1,56	1,56	1,56
Risikofri rente i %	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
Afkastkrav i %	5,67	5,67	5,67	5,67	5,67
Fremmedkapitalomkostninger i %	-5	-1	3	7	10
CAPM i %	8,81	8,81	8,81	8,81	8,81
WACC i %	0,34	2,42	4,50	6,58	8,14

Kilde: Egen tilvirkning

I værdiansættelsen blev fremmedkapitalomkostninger fastsat til 5 % på trods af den blev beregnet til at være negativ. Der er i ovenstående tabel udarbejdet en følsomhedsanalyse af, hvordan ændringer i fremmedkapitalomkostningerne påvirker WACC.

Ved en negativ fremmedkapitalomkostning på 5 %, udgør WACC 0,34 %. Sættes fremmedkapitalomkostningerne derimod til 3 %, vil WACC udgøre 4,5 %. Denne ændring vil betyde, at WACC ændres med 4,16 procentpoint. I det tilfælde hvor fremmedkapitalomkostningerne udgør 10 %, kan WACC beregnes 8,14 %. Det har derfor stor betydning for WACC, hvilken værdi fremmedkapitalomkostningerne har. Det ses, at jo lavere fremmedkapitalomkostningerne er, desto lavere er WACC.

Ved beregning af nutidsværdien af terminalværdi tages der udgangspunkt i WACC og salgsvæksten. Der udarbejdes derfor også en følsomhedsanalyse af salgsvæksten for at vurdere, hvor sensitiv den er og hvilken betydning værdien af salgsvæksten har på værdien per aktie. I nedenstående tabel er værdien per aktie beregnet ved forskellige salgsvækster.

Tabel 27: Beregning af værdi per aktie ved ændring i salgsvækst

	Salgsvækst = 0,5 %	Salgsvækst = 1 %	Salgsvækst = 3 %	Salgsvækst = 4 %	Salgsvækst = 5 %
Værdi per aktie	1.093,15	1.195,30	2.006,06	3.201,14	8.822,46

Kilde: Egen tilvirkning

Det ses af tabellen, at værdien per aktie påvirkes af salgsvæksten. Værdien per aktie går fra DKK 1.093,15 til DKK 8.822,46 med en ændret salgsvækst fra 0,5 % til 5 %. Det betyder, at en ændring i salgsvæksten på 4,5 procentpoint vil medføre en stigning i værdien per aktie på DKK 7.729,31.

I værdiansættelsen blev der taget udgangspunkt i en salgsvækst på 2 %, hvilket har medført en værdi per aktie på DKK 1.486,16. Var der derimod taget udgangspunkt i en halvering af salgsvæksten til 1 %, ville værdien per aktie udgøre DKK 1.195,30. Dette svarer til et fald på DKK 290,86 i værdien per aktie.

Ud fra ovenstående kan det konkluderes, at værdien per aktie er følsom overfor ændringer i salgsvæksten. Det gælder jo højere salgsvækst, desto højere værdi per aktie.

8.3.1 Opsamling

Følsomhedsanalysen blev udarbejdet med henblik på at vurdere følsomheden af ændringer i enkelte faktorer. Det kunne konkluderes, at værdien per aktie er følsom overfor ændringer i

WACC og salgsvækst. I WACC var det især ændringer i den forretningsmæssige risiko og fremmedkapitalomkostninger, som var følsomme.

WACC og salgsvækst er fastsat ud fra et budget, som er baseret på forventninger til fremtiden. Forventninger til fremtiden indeholder subjektive vurderinger og kan dermed være forskellige, hvilket kan medføre til forskellige budgetter. Ændringer i budgetteringen kan ændre hele værdiansættelsen og dermed kan der beregnes forskellige værdier per aktie.

9. Konklusion

For at kunne besvare problemformuleringen blev opgaven opdelt i en strategisk analyse, en regnskabsanalyse og et værdiansættelsesafsnit. Problemformuleringen fremgår nedenfor:

Er Pandoras aktiekurs på DKK 344,20 den 28. februar 2019 retvisende?

Den strategiske analyse blev yderligere opdelt i to analyser, en ekstern og en intern analyse, der skal belyse de eksterne og interne forhold, der påvirker Pandora.

I den eksterne analyse blev der udarbejdet en PESTEL-analyse og en analyse af branchen.

Ud fra PESTEL-analysen kunne det konkluderes, at Pandora påvirkes af flere faktorer i deres omverden. Politisk kan det kommende Brexit og de politiske uroligheder i Thailand få betydning for Pandora. Konsekvenserne af de politiske forhold kendes dog ikke endnu, hvorfor det ikke vides, hvordan det kommer til at påvirke Pandora. Set ud fra et økonomisk perspektiv befinder Danmark sig i øjeblikket i en højkonjunktur, hvilket påvirker Pandora positivt alt andet lige. Miljømæssigt påvirker omverdenen også Pandora, da der er stor fokus herpå. For at imødekomme dette har Pandora stor fokus på bæredygtighed og forsøger så vidt muligt at genanvende sølv og guld i deres produktion. Derudover påvirker de sociale og kulturelle, teknologiske samt lovgivningsmæssige forhold også Pandora.

I brancheanalysen blev konkurrencen i branchen vurderet til at være hård. Branchen består af få store virksomheder samt et stort antal af små og mellemstore virksomheder. Adgangsbarriererne blev vurderet til at være lave. På trods af lave adgangsbarrierer blev truslen fra nye udbydere også vurderet lav på grund af den hårde konkurrence i branchen. Købernes forhandlingsstyrke blev vurderet til at være stærk, mens leverandørernes forhandlingsstyrke blev vurderet til at være svag.

I den interne del blev der udarbejdet en analyse af Pandoras vækststrategi, konkurrencestrategi og værdikæde.

Ud fra analyse af vækststrategien kunne det konkluderes, at Pandora har benyttet sig af flere vækststrategier. Tidligere har Pandora fokuseret på markedsudvikling, men eftersom deres produktudvikling har været for sløv, har Pandora ændret fokus til produktudvikling. Pandora

benytter sig dog også af markedspenetrering, da de nye produkter skal markedsføres til deres nuværende markeder.

Pandoras konkurrencestrategi blev vurderet til at være en blanding af omkostningsleder og differentiering. Det skyldes, at Pandora besidder en stor andel af totalmarkedet, hvor der både er fokus på lave omkostninger og at skabe unikke produkter.

I værdikædeanalysen blev design samt indkøb og produkt vurderet til at være Pandoras kernekompetencer. I aktiviteten design får Pandora sine idéer til sine smykker, hvor der tages der hensyn til kundernes ønsker og behov. I aktiviteten indkøb og produkt fokuseres der på at holde omkostningerne nede, hvilket medfører, at Pandora kan tilbyde smykker af høj kvalitet til overkommelige priser. Det er i de to aktiviteter, hvori der skabes mest værdi for kunden.

I regnskabsanalysen blev Pandoras rentabilitet vurderet til at være tilfredsstillende på trods af fald i de seneste år. Pandora oplever både fald og stigninger i nøgletallene. I perioden 2014-2018 er ROE steget fra 51,51 % til 78,90 %. Det har medført et stigende afkast til ejerne af den kapital, som de har investeret i virksomheden. ROIC er faldet med 17,67 procentpoint i perioden 2014-2018, hvilket betyder, at Pandora er blevet dårligere til at skabe afkast af den investerede kapital. Overskudsgraden er ligeledes faldende. I perioden 2014-2018 er overskudsgraden faldet med 8,75 procentpoint. Det betyder, at en mindre del af Pandoras omsætning bliver til overskud. Faldet i overskudsgraden skyldes primært udviklingen i salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger.

I værdiansættelsesafsnittet blev der udarbejdet et budget for Pandora for perioden 2019 og frem. I 2019 blev der budgetteret med en negativ omsætningsvækst. Det skyldes primært Pandoras egne forventninger til 2019. Det forventes ikke, at økonomien for 2019 er på samme niveau som i 2018. Pandoras økonomi forventes at udvikle sig bedre i 2020 end i 2019, dog fortsat uden vækst, hvorfor der i 2020 er budgetteret med en nulvækst på omsætningen. I perioden 2021-2023 er der budgetteret med økonomisk vækst. Pandoras økonomi i perioden 2021-2023 forventes at udvikle sig positivt.

Med baggrund i budgettet blev der udarbejdet en værdiansættelse af Pandora. WACC blev beregnet til 5,54 %. Den beregnede WACC medførte, at aktiekursen kunne beregnes til DKK 1.486,16. Den officielle aktiekurs pr. 28. februar 2019 udgjorde DKK 344,20. Det giver en afvigelse på DKK 1.141,96.

Der blev efterfølgende udarbejdet en følsomhedsanalyse med henblik på at vurdere følsomheden af den beregnede aktiekurs ved ændring af enkelte faktorer. Ud fra følsomhedsanalysen kunne konkluderes, at den beregnede aktiekurs var følsom overfor ændringer i WACC og salgsvækst. I WACC var det især ændringer i den forretningsmæssige risiko og fremmedkapitalomkostninger, som var følsomme.

Ud fra ovenstående kan det konkluderes, at Pandoras aktiekurs på DKK 344,20 den 28. februar 2019 er undervurderet i forhold til den beregnede aktiekurs på DKK 1.486,16.

10. Litteraturliste

10.1 Bøger

Andersen, Finn Rolighed m.fl., *"International markedsføring"*, Trojka/Gads Forlag A/S, 4. udgave, 3. oplag 2012

Hawawini, Gabriel og Viallet, Claude, *"Finance For Executives – Managing for Value Creation"*, 5. udgave

Sørensen, Ole, *"Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang"*, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2. oplag

10.2 Internet

Abu-Khalil, Hani Adbildskov og Vestergaard, Charlotte K., *"Hvordan er kvindesynet i verdens fem store religioner?"*, den 16. februar 2019,

<https://www.religion.dk/tv%C3%A6rreligi%C3%B8st/kvindesynet-i-de-fem-verdensreligioner>

Andersen, Lasse Funder, DR, *"Pandora banker ind på børsen"*, den 10. marts 2019,

<https://www.dr.dk/nyheder/penge/pandora-banker-ind-paa-boersen>

Berlingske, *"Topchef om Pandoras genopretningsplan: Det kommer til at tage tid"*, den 19. marts 2019, [https://www.berlingske.dk/virksomheder/topchef-om-pandoras-](https://www.berlingske.dk/virksomheder/topchef-om-pandoras-genopretningsplan-det-kommer-til-at-tage-tid)

[genopretningsplan-det-kommer-til-at-tage-tid](https://www.berlingske.dk/virksomheder/topchef-om-pandoras-genopretningsplan-det-kommer-til-at-tage-tid)

Betabox.dk *"PEST analyse"*, den 15. februar 2019, <http://betabox.dk/2016/08/03/pest-analyse/>

Betabox.dk, *"PESTEL"*, den 15. februar 2019, <http://betabox.dk/2016/08/03/43/>

Børsen Investor, *"Pandora"*, den 10. marts 2019,

<https://borsen.dk/investor/aktie/S1043/PNDORA/Pandora>

Veile, Cecilie, NPInvestor, *"Pandora/Carnegie: Nedslående meldinger om salget i Storbritannien"*, den 24. februar 2019, [https://npinvestor.dk/nyheder/pandoracarnegie-](https://npinvestor.dk/nyheder/pandoracarnegie-neds/)

[nedsl%C3%A5ende-meldinger-om-salget-i-storbritannien?fbclid=IwAR1kDufWkJSOyM6jFaJX_hfaGenPDjShC-PI8U0BZCFFvIM0SYybqIHxocM](https://npinvestor.dk/nyheder/pandoracarnegie-neds/)

CSR.dk, *"Pandora vælger bæredygtighed og Cradle to Cradle"*, den 15. februar 2019,
<https://csr.dk/pandora-vaelger-baeredygtighed-og-cradle-to-cradle>

Friis, Lasse, Berlingske, *"Danske virksomheder gode til at klare sig i ustabil Thailand"*, den 15. februar 2019, <https://www.berlingske.dk/virksomheder/danske-virksomheder-gode-til-at-klare-sig-i-ustabil-thailand>

Hinrichs, Mia, Nyfortuna – Sæt pris på dine værdier, *"Guld og miljø – det grønne valg"*, den 15. februar 2019, <https://nyfortuna.dk/guld-og-miljo-det-groenne-valg/>

Ingemann, Susanne – Dansk Markedsføring, *"Pandora vælger nyt bureau"*, den 19. marts 2019, <https://markedsforing.dk/artikler/bureauer/pandora-vaelger-nyt-bureau-0>

Ingeniøren, *"Pandora får Industri 4.0 til at glimre i Thailand"*, den 15. februar 2019, <https://ing.dk/artikel/pandora-faar-industri-40-at-glimre-thailand-221564>

Karner, Lasse, Berlingske, *"Japan må hån og sexismen til livs for at få kvinder i arbejde"*, den 15. februar 2019, <https://www.berlingske.dk/internationalt/japan-maa-haan-og-sexisme-til-livs-for-at-faa-kvinder-i-arbejde>

Larsen, Line Kjærsgaard, Danmarks Radio, *"Ændringer i samfundet ligestillede mænd og kvinder mere"*, den 15. februar 2019, <https://www.dr.dk/ligetil/aendringer-i-samfundet-ligestillede-maend-og-kvinder-mere>

Lesikon.org, *"Thailand"*, den 15. februar 2019, <https://www.leksikon.org/art.php?n=3101>

Nasdaq Obligationer, *"Danske Stat 2029, Danske stat 2029, (DK0009923807)"*, den 16. april 2019,
http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite?Instrument=XCSEDANSKE_ST_AT_2029

Olesen, Jesper og Andersen, Kasper Brøndgaard – Finans, *"Pandora erkender sløv udvikling: Nu er der 550 nye smykker på vej"*, den 19. marts 2019,
<https://finans.dk/erhverv/ECE10207465/pandora-erkender-sloev-udvikling-nu-er-der-550-nye-smykker-paa-vej/?ctxref=ext>

Pandora, "Om Pandora", den 19. januar 2019, <https://dk.pandora.net/da/om-pandora/?srcName=PANDORA%20virksomheden&src=categorySearch&position=bottom>

Pandora A/S, "Pressemeddelelse 28. februar 2017: Genanvendelse og nye produktionsfaciliteter forbedrer Pandoras grønne profil", den 15. februar 2019, <https://investor.pandoragroup.com/static-files/a202bec5-f964-44dd-8d24-390da8fd3494>

PWC, "Værdiansættelse af virksomheder: Sådan fastlægges afkastkravet i praksis", den 16. april 2019, <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

Responsible Jewellery Council, "Home", den 15. februar 2019, <https://www.responsiblejewellery.com>

Reuters, "Pandora A/S (PNDORA.CO)", den 16. april 2019, <https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/PNDORA.CO>

Ritzau, avisen.dk, "Fakta: Det betyder højkonjunktur", den 15. februar 2019, https://www.avisen.dk/fakta-det-betyder-hoejkonjunktur_500290.aspx

SKAT, "Markedsrisikopræmie", den 16. april 2019, <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813219>

Systime A/S, "PESTEL-analysen", den 15. februar 2019, <https://virksomhedb.systime.dk/index.php?id=3416>

Valentin, Kim, Berlingske Business, "Konsekvenser af et hårdt Brexit", den 15. februar 2019, <https://kimvalentin.blogs.business.dk/konsekvenser-af-et-haardt-brexit/>

Økonomi og indenrigsministeriet, "Dansk økonomi står stærkt", den 16. februar 2019, <https://oim.dk/nyheder/nyhedsarkiv/2018/maj/dansk-oekonomi-staar-staerkt/>

Willemoes, Søren, "Europæisk E-handel buldrer frem: Danmark er med helt i top", den 15. februar 2019, <https://www.fdi.dk/nyheder/2018/juli-2018/europaeisk-e-handel-buldrer-frem-danmark-er-med-helt-i-top>

Ædelmetaller.dk, "Guldpriser", den 16. februar 2019,
<https://www.aedelmetaller.dk/guld/guldpriser/>

10.3 Årsrapporter

Pandora A/S, Årsrapport 2014

Pandora A/S, Årsrapport 2015

Pandora A/S, Årsrapport 2016

Pandora A/S, Årsrapport 2017

Pandora A/S, Årsrapport 2018

11. Bilag

11.1 Bilag 1: Månedsvise lukkekurser for OMX C25 og Pandora for de seneste fem år

Dato	Pandora	C25
28-02-2019	344,20	1.100,56
31-01-2019	282,40	1.035,61
28-12-2018	265,30	994,91
30-11-2018	356,10	1.040,54
31-10-2018	412,10	1.024,81
28-09-2018	401,10	1.120,05
31-08-2018	383,70	1.171,53
31-07-2018	453,00	1.157,02
29-06-2018	445,80	1.097,23
31-05-2018	501,20	1.113,59
30-04-2018	687,40	1.113,01
28-03-2018	649,80	1.114,81
28-02-2018	640,00	1.147,89
31-01-2018	568,40	1.136,51
29-12-2017	675,50	1.145,64
30-11-2017	626,50	1.129,58
31-10-2017	603,00	1.195,60
29-09-2017	621,50	1.173,98
31-08-2017	664,00	1.174,71
31-07-2017	723,00	1.168,65
30-06-2017	607,50	1.143,24
31-05-2017	627,50	1.150,02
28-04-2017	738,00	1.126,43
31-03-2017	772,00	1.075,06
28-02-2017	800,00	1.060,33
31-01-2017	901,50	1.049,56
30-12-2016	924,00	1.015,87
30-11-2016	835,50	836,06
31-10-2016	882,00	866,41
30-09-2016	801,00	897,07
31-08-2016	830,00	941,11
29-07-2016	866,00	994,55
30-06-2016	907,00	957,58
31-05-2016	993,50	999,86
29-04-2016	844,00	957,24
31-03-2016	857,50	948,20
29-02-2016	869,00	947,68
29-01-2016	917,00	972,66

Dato	Pandora	C25
31-12-2015	872,00	1.014,17
30-11-2015	824,50	1.015,05
31-10-2015	782,50	937,94
30-09-2015	779,00	922,31
31-08-2015	768,50	944,21
31-07-2015	764,00	1.010,58
30-06-2015	719,00	944,81
29-05-2015	683,00	981,80
30-04-2015	689,50	963,76
31-03-2015	633,50	954,34
27-02-2015	608,50	883,51
30-01-2015	472,70	810,93
30-12-2014	504,50	744,43
28-11-2014	531,00	760,71
31-10-2014	500,00	754,43
30-09-2014	462,10	762,64
29-08-2014	423,80	737,11
31-07-2014	382,40	737,23
30-06-2014	417,50	740,81
30-05-2014	404,20	720,59
30-04-2014	361,90	704,04
31-03-2014	358,50	702,40

11.2 Bilag 2: Beregning af beta

Regression statistik						
Multiple R	0,164016665					
R Square	0,026901466					
Adjusted R square	0,010123906					
Standard Error	192,2478441					
Observations	60					
ANOVA						
	df	SS	MS	F	Signifikance F	
Regression	1	59261,15165	59261,15165	1,603419389	0,210481487	
Residual	58	2143635,546	36959,23355			
Total	59	2202896,697				
	Coefficients	Standard Error	t-stat	p-value	Lower 95%	Upper 95%
Intercept	420,9271149	172,4286674	2,441166664	0,017712811	75,77363652	766,0805933
x1	0,219568482	0,173398938	1,266261975	0,210481487	-0,127527205	0,566664169