

Strategisk analyse og værdiansættelse af Pandora A/S



HD(R)

Aalborg Universitet

maj 2019

Udarbejdet af: Rasmus Vestergaard Andersen

Vejleder: Jens Riis Andersen

Antal anslag: 143.772

Executive summary

The object of this thesis is to establish if the company, Pandora A/S', share market price from the 1st of March 2019 is an attractive price for a potential investor.

The thesis commences with a thorough discussion about Pandora's history and thus describes the products within Pandoras collection. Once this has been discussed the thesis moves into an internal and external strategical analysis, a financial statement analysis of Pandora based on a historical perspective. With this starting point of a strategical analysis as well as a financial statement analysis, pro forma financial statements have been prepared that form the framework for a valuation of Pandora. Finally, a sensitivity analysis has been prepared.

The internal analysis shows that Pandora is a strong brand, which is a result of an effective marketing strategy, an efficient digital platform, many years' experience in the jewelry industry as well as a vertical integrated supply chain. However, the analysis shows, that the Charms concept accounts for 72% of Pandoras revenue despite Pandoras focus on other product types. In other words, they have not been able to reduce the dependence on the Charms concept.

The external analysis indicates that the jewelry industry has had a decent net profit and an expected high growth within the industry of 7% in 2019, which will particularly benefit the big jewelry brands. The external analysis also draws a picture of an industry in fierce competition, where Pandora's revenue growth in 2018 was low compared to its closest competitors.

The financial statement analysis illustrates that Pandora is a financially solid company, however the trend in 2017 and 2018 has shown a declining growth in all key figures. As a result, ROIC has dropped significantly from 67.8% in 2016 to 43.2% in 2018. Furthermore, the financial statement analysis shows that Pandora has solid revenue growth with 2-digit growth rates until 2018. Despite this descending trend Pandora will hold a possible cost of equity demand of 50% positive from 2014 until 2018.

Based on the strategical analysis as well as a financial statement analysis there is estimated a future cash flow during a budgeted period of 5 years as well as a steady-state level. Based on the DCF-model, this leads to an estimated value of Pandora's shares of 358,15 kr.

The following sensitivity analysis clearly highlights how small changes in the estimates of the DCF model can lead to very different price values, which is why one must always be skeptical over for the resulting value.

The conclusion for this thesis is that the theoretical value of Pandora is 358,15 kr. per stock, and that the actual value by 1 March 2019 is fair valued.

Indholdsfortegnelse

Executive summary	2
1. Indledning	7
1.1 Problemformulering	7
1.2 Afgrænsning	8
1.3 Metode	8
1.4 Dataindsamling	8
1.5 Struktur	9
2. Præsentation af Pandora	11
2.1 Historie	11
2.2 Produktmix	12
2.2.1 Charms armbånd	12
2.2.2 Charms	12
2.2.3 Ringe	12
2.2.4 Øvrige smykker	12
3. Strategisk analyse	13
3.1 Ekstern analyse	13
3.1.1 Analyse af branchens omverden	13
3.1.1.1 Politiske og lovgivningsmæssige forhold	14
3.1.1.2 Økonomiske forhold	16
3.1.1.3 Sociale forhold	19
3.1.1.4 Teknologiske forhold	19
3.1.1.5 Miljømæssige forhold	20
3.1.1.6 Opsamling på PEST-analysen	22
3.1.1.7 Kritik af PEST-analysen	23
3.1.2 Analyse af konkurrencesituationen	24
3.1.2.1 Kundernes forhandlingskraft	25
3.1.2.2 Truslen fra substituerende produkter	26
3.1.2.3 Leverandørernes forhandlingsstyrke	27
3.1.2.4 Truslen fra nye konkurrenter	27
3.1.2.5 Konkurrencesituationen i branchen	28
3.1.2.6 Opsamling på konkurrencesituationen	30
3.1.2.7 Kritik af Porters Five Forces	31

3.1.3 Produktporteføljens livscyklus	31
3.1.3.1 Øvrige smykker	32
3.1.3.2 Ringe	32
3.1.3.3 Charms armbånd.....	33
3.1.3.4 Charms.....	33
3.2 Intern analyse	33
3.2.1 Strategy.....	34
3.2.1.1 Kommercielt reset	34
3.2.1.2 “Reignite a passion for Pandora”	35
3.2.1.3 Omkostningsbesparelser.....	35
3.2.1.4 Implementering af nye arbejdsområder	35
3.2.2 Structure	36
3.2.3 Systems.....	37
3.2.4 Shared values.....	38
3.2.5 Style.....	39
3.2.6 Staff	40
3.2.7 Skills.....	41
3.2.7.1 Materielle og immaterielle ressourcer	41
3.2.7.2 Færdigheder.....	41
3.2.8 Opsamling på interne strategifaktorer	43
3.2.9 Kritik af 7-S modellen	44
3.3 Opsamling på den strategiske analyse.....	44
3.3.1 SO-tiltag	45
3.3.2 ST-tiltag.....	46
3.3.3 WO-tiltag.....	46
3.3.4 WT-tiltag	46
4. Regnskabsanalyse.....	47
4.1 Generelt	47
4.1.1 Validitet samt sammenlignelighed	47
4.1.2 Reformulering	48
4.2 Rentabilitetsanalyse.....	48
4.3.1 Niveau 1: Opdeling af driftsaktiver, finansieringsaktiviteter og finansiell gearing.....	49
4.3.2 Niveau 2: Dekomponering ROIC.....	50
4.3.3 Niveau 3: Analyse af overskudsgraden og omsætningshastigheden	51
4.3.4 Dekomponering af omsætningshastigheden (AOH).....	51
4.4 Vækstanalyse.....	52
4.4.1 Egenkapitalens forrentning og residualoverskud	53

4.5 Risikoanalyse	54
4.6 Delkonklusion på regnskabsanalyse	55
4.7 Budgettering	56
4.7.1 Budgettering af driftsaktiviteten	56
4.7.2 Budgettering af væksten for omsætningen	57
4.7.2.1 Vækst i smykkebranchen	57
4.7.2.2 Vækstraten i Pandoras regioner	57
4.7.2.3 Væksten i Pandoras 4 produktgrupper	58
4.7.2.4 Opsamling på væksten	58
4.7.3 Budgettering af AOH samt NDA	59
4.7.4 Budgettering af EBIT-margin	60
4.7.5 Budgettering af effektive skatteprocent	61
4.7.6 Budgettering af andet driftsoverskud samt netto finansielle poster	61
4.7.7 Delkonklusion på budgettering	62
5. Værdiansættelse	63
5.1 Beregning af kapitalomkostninger	64
5.2 Fastlæggelse af kapitalstruktur	64
5.3 Fastlæggelse af diskonteringsrenten	65
5.3.1 Risikofri rente	66
5.3.2 Estimering af Beta	66
5.3.3 Risikopræmie	66
5.3.4 Estimering af lånerenten	67
5.3.5 Risikofri rente	68
5.3.6 Selskabsspecifikt risikotillæg	68
5.3.7 Selskabsskatteprocent	69
5.4 Beregning af WACC	69
5.5 Værdiansættelsesmodeller	69
5.5.1 Værdiestimat	69
5.5.2 Multipel analyse	71
5.5.3 Sammenligning af værdiansættelsesmetoder	72
5.6 Følsomhedsanalyse	73
6. Konklusion	76
7. Perspektivering	78
Litteraturliste	79
Bilag	84

1. Indledning

I forbindelse med mit afgangsprøve på studieretningen HD-regnskab og økonomistyring på Aalborg Universitet har jeg valgt at skrive i emnet værdiansættelse. Baggrunden herfor er, at dybdegående analyser af virksomheder og aktiemarkedet generelt har min store interesse.

OMXC20, som består af de 20 mest handlede aktier i Danmark, har værdimæssigt ligget sidelæns de sidste 3 år, hvor der har været større udsving undervejs. Flere aktier som DSV, GN Store Nord og Chr. Hansen i OMXC20 har oplevet større værdistigninger gennem de sidste 3 år, hvorimod aktier som Danske Bank, Nordea samt Pandora har oplevet større aktiefald. Et interessant spørgsmål er i den forbindelse, hvorvidt disse aktiefald er et resultat af en reel nedgang hos selskaberne, og at selskaberne dermed tidligere været for højt prissat, eller hvorvidt værdien af selskaberne nu er kommet så langt ned, at de er attraktivt prissat.

Jeg har valgt at skrive om Pandora i mit afgangsprøve, netop fordi Pandora har gennemgået en meget turbulent tid gennem de sidste 3 år, hvor aktieværdien er faldet knap 62%, imens der er sket store forandringer, både internt og eksternt i virksomheden. Jeg finder det særligt interessant at undersøge, hvorvidt denne nedgang i Pandoras aktiekurs har ført til en korrekt værdisætning af Pandora. Projektet vil dermed belyse de overvejelser, man som investor skal gøre sig, når en aktieinvestering skal vurderes ud fra om det er en attraktiv eller uinteressant investering.

1.1 Problemformulering

Med udgangspunkt i ovenstående indledning ønsker jeg at besvare følgende problemformulering:

Er Pandora A/S' aktiekurs pr. 1. marts 2019 attraktivt prissat for en investor?

For at vurdere om en aktiekurs er attraktivt prissat for en investor er det nødvendigt at foretage en række underliggende analyser, hvor følgende underspørgsmål søges besvares:

- Hvilke værdidrivere har, på det strategiske niveau, indflydelse på værdisætningen af Pandora A/S?
- Hvilke vigtige værdidrivere kan identificeres ud fra en økonomisk analyse?
- Hvilken beregnet værdi fremkommer på Pandora A/S ud fra den foretagne analyse?

1.2 Afgrænsning

I opgaven er der fastsat en skæringsdato til d. 1. marts 2019, og ny viden, der tilkommer markedet omkring Pandora efter skæringsdatoen, vil ikke indgå i værdiansættelsen af Pandora. Såfremt der tilkommer markedet viden af væsentlig karakter efter den fastsatte skæringsdato, vil denne information blive fremlagt under det mundtlige forsvar af opgaven.

1.3 Metode

For at besvare problemformuleringen, samt underspørgsmål, skal der foretages en række overvejelser omkring, hvilke videnskabelige metoder, der skal benyttes. Jeg vil tage udgangspunkt i Ib Andersens oversigtsfigur¹.



Til løsning af problemformuleringen anvendes en eksplorativ undersøgelse, også kaldet sonderende undersøgelse. Formålet med den eksplorative undersøgelse er at udforske forhold samt frembringe spørgsmål og udvikle ideer til videre forarbejdning. Den eksplorative undersøgelse vil ligeledes føre til en diagnosticerende undersøgelse, hvor de nærmere forhold beskrives i både en strategisk analyse samt en regnskabsanalyse. Den eksplorative og den diagnosticerende undersøgelse danner rammen for at løfte undersøgelsen videre til det forklarende niveau. Ved det forklarende niveau vil årsags- og virkningssammenhænge, som er udledt i den eksplorative samt diagnosticerende undersøgelse, vurderes og forklares.²

1.4 Dataindsamling

Der vil i projektet blive benyttet både kvalitative data samt kvantitative data til at indsamle empiri til projektet. Både kvalitative samt kvantitative data vil være sekundære data.³ De kvalitative data vil stamme fra litteratur, analyser fra banker, der følger Pandora, artikler på

¹ Andersen, *Den skinbarlige sandhed*, side 24

² Andersen, *Den skinbarlige sandhed*, side 22-23

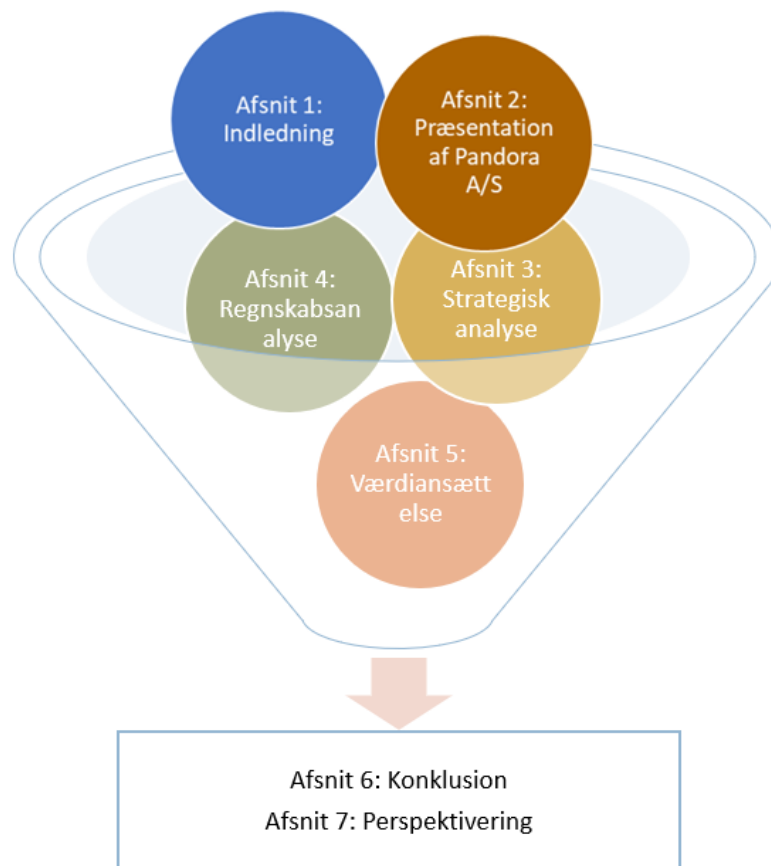
³ Andersen, *Den skinbarlige sandhed*, side 152

internettet, årsrapporter fra Pandora samt avisartikler. De kvantitative data i dataindsamlingen vil bestå af statistikker og registre. I forbindelse med indsamling af kvalitative data vil jeg rette henvendelse til Pandora og investeringsbanken Carnegie, der følger Pandora tæt. De indsamlede data herfra vil være sekundære data.

1.5 Struktur

For at besvare spørgsmålene i problemformuleringen vil projektet struktureres i 6 afsnit, som er vist i nedenstående figur:

Figur 1



Projektet indledes med en indledning, hvor problemformulering, metode og afgrænsning indgår. Herefter følger afsnit 2, som indeholder en beskrivelse af Pandora A/S, for at give læseren en overordnet forståelse for virksomheden. Herunder beskrives Pandoras historie, hvilke markeder Pandora opererer på, samt Pandoras produktmix.

Afsnit 3 indeholder en strategisk analyse af Pandora A/S, som skal bruges til at få en forståelse for Pandora A/S, og de forretningsaktiviteter Pandora A/S opererer indenfor. Den strategiske analyse skal ligeledes anvendes til at få en kvalificeret tilgang til budgettet og give input hertil.

Herefter vil jeg i afsnit 4 udarbejde en regnskabsanalyse af Pandora A/S, som skal bruges til at afdække de finansielle værdidrivere, der har haft betydning for Pandora A/S' historiske udvikling. Den viden, der er opnået i den strategiske analyse og i regnskabsanalysen, vil herefter blive benyttet til at udarbejde proforma-årsregnskaber. Proforma-årsregnskaberne skal være med til at udtrykke forventningerne til Pandora A/S fremtidige indtjening i en given budgetperiode. Budgetperioden vil blive fastlagt ud fra smykkebranchens vækstudsigter samt Pandora A/S vækstudsigter for at opnå en realistisk budgetperiode med mindst mulig usikkerhed.

I afsnit 5 vil jeg udarbejde en værdiansættelse af Pandora A/S. Værdiansættelsen sker ved at benytte forskellige værdiansættelsesmodeller, hvor jeg vil skitsere fordele og ulemper herved. Beregningerne vil ligeledes blive sammenholdt med aktiekursen på Pandora A/S pr. 1. marts 2019.

I afsnit 6 vil ovenstående kapitler munde ud i en konklusion, som vil sammenfatte de vigtigste punkter fra den strategiske analyse, regnskabsanalysen samt værdiansættelsen og ligeledes besvare den overordnede problemformulering. Udover konklusionen vil der ligeledes laves en perspektivering i afsnit 7, hvor analysen sættes ind i en større sammenhæng.

2. Præsentation af Pandora

For at give en kort introduktion til Pandora, vil jeg i dette afsnit beskrive Pandoras historie, hvilke markeder Pandora opererer på samt Pandoras produktmix.

2.1 Historie⁴

Historien om Pandora startede i 1982, hvor selskabet blev stiftet af guldsmed Per Enevoldsen og hans kone Winnie Enevoldsen. Sammen startede de en mindre juvelerbutik beliggende i København. Per og Winnie Enevoldsen rejste meget, hvor de var på jagt efter nye smykker til import. Rejserne gik ofte til Thailand, hvormed de udviklede et godt kendskab til smykkemarkedet i Thailand.

Som årene gik skiftede Pandora gradvist fokus fra engros til kunder i Danmark, hvilket medførte, at Pandora i 1987 afbrød detailaktiviteterne og flyttede virksomheden til større lokaler. Efterfølgende ansatte Pandora en designer, og Pandora begyndte at fokusere på at skabe sine egne smykker. I 1989 besluttede Pandora at udnytte Per og Winnie Enevoldsens store kendskab til det Thailandske smykkemarked, hvorfor Pandora åbnede en fabrik i Thailand til fremstilling af smykker.

Efter lancering af flere egne designs og egenproducerede smykker lancerede Pandora i 2000 Pandora Charms konceptet, hvilket først blev lanceret på det danske marked. Dette blev en stor succes i Danmark, og derefter ekspanderede Pandora til nye markeder herunder USA i 2003, samt Tyskland og Australien i 2004. I USA fik Pandora hurtigt succes og USA udviklede sig hurtigt til et vigtigt marked for Pandora. Løbende med ekspansionen til flere lande udvidede Pandora ligeledes sin marketing- og salgsplatform, der primært fortsat drives af tredjepartsdistributører, men er under ændring.

For at dække den store efterspørgsel øgede Pandora sin produktionskapacitet i Thailand betragteligt, da Pandora i 2005 åbnede et 6 etagers produktionsanlæg udover det allerede eksisterende produktionsanlæg. Derudover åbnede Pandora et produktionsanlæg i 2008 samt yderligere to produktionsanlæg i 2010.

Pandora fungerer i dag som en vertikal integreret forretningsmodel, hvor Pandora selv står for design og produktion af sine smykker samt efterfølgende global marketing og direkte

⁴ <https://dk.pandora.net/da/om-pandora/>

distribution på de fleste markeder. Pandoras produkter sælges i dag i mere end 100 lande gennem ca. 7.700 salgssteder, hvoraf de ca. 2.700 er Pandoras konceptbutikker.

2.2 Produktmix

Pandoras produktportefølje består i dag af 4 hovedkategorier inden for smykker nemlig Charms armbånd, Charms, Ringe samt kategorien Øvrige smykker, der består af øreringe, halskæder samt vedhæng.

2.2.1 Charms armbånd

Armbånd er fundamentet i Pandoras produktportefølje, da dette danner grundlag for, at der kan sælges Charms. Salget af armbånd udgør i dag den andenstørste post i omsætningen på 19% og har haft en omsætningsvækst på 11% fra 2017 til 2018.

2.2.2 Charms

Charms består af forskellige vedhæng, der kan sættes på et Charms armbånd fra Pandora. Med lanceringen af Charms i 2000 blev Charmskonceptet hurtigt en succes, og Charms blev hurtigt den største omsætningspost i Pandora trods en nedgang på 6% fra 2017 til 2018. Charms udgør i 2018 53% af omsætningen i Pandora og i kombination med Charms armbånd, udgør de samlet 72% af omsætningen i Pandora i 2018.

2.2.3 Ringe

Salget af ringe udgør den tredjestørste post i Pandoras omsætning, og salget har været stigende gennem de sidste år. Fra 2017 til 2018 oplevede salget af ringe dog en nulvækst. Det samlede salg af ringe udgjorde i 2018 14%.

2.2.4 Øvrige smykker

Pandoras fjerde produktkategori øvrige smykker udgør den fjerdestørste post omsætningsmæssigt. Pandora har et ønske om, at øvrige smykker og ringe tilsammen skal udgøre en stadig større del af omsætningen⁵. Kategorien øvrige smykker oplevede en omsætningsvækst på 14% fra 2017 til 2018. Trods denne vækst udgør produktkategorien øvrige smykker 14% af den samlede omsætning i Pandora og ligger dermed procentmæssigt på højde med produktkategorien ringe.

⁵ Pandora årsrapport 2018, side 24

3. Strategisk analyse

Dette kapitel indeholder en strategisk analyse af Pandora, som består af en ekstern og en intern analyse. Analyserne skal give en forståelse for den forretningsmodel Pandora, har valgt, samt de forretningsaktiviteter Pandora operer indenfor.

Den strategiske analyse afsluttes med en SWOT-model, som opsamler de væsentligste forhold, der er identificeret i den eksterne og interne del af den strategiske analyse. Efter opsamlingen i SWOT-modellen vil jeg udarbejde en TOWS-matrix, som benyttes til at kombinere de identificerede faktorer fra SWOT-modellen og udvikle strategier, der er med til at maksimere indflydelsen fra virksomhedens styrker og muligheder og minimere indflydelsen fra virksomhedens svagheder og trusler.

3.1 Ekstern analyse

Den eksterne analyse skal bidrage til at klarlægge de eksterne forhold, som påvirker Pandora. For at komme i dybden med den eksterne analyse vil jeg udarbejde en analyse af branchens omverden samt en analyse af konkurrencesituationen i det marked, Pandora befinder sig i.

3.1.1 Analyse af branchens omverden

For at beskrive og analysere den omverden, der omgiver Pandora, benyttes en PEST-analyse⁶. PEST-analysen er valgt, da den klarlægger de væsentlige politiske og lovmæssige, økonomiske, sociale, teknologiske samt miljømæssige forholds betydning for virksomhedens strategiudvikling⁷. Disse forhold er vigtige at kende for Pandora, da forholdene påvirker Pandora A/S i vid udstrækning og dermed skal tænkes ind i forretningsplanen. Man kunne ligeledes have valgt omverdensmodellen, men det vurderes, at der er for mange punkter i modellen, der ikke har relevans for dette projekt.

PEST-analysen er oprindeligt opdelt i fire kategorier af forhold, som kan påvirke virksomheden. Der er her tale om politiske forhold, økonomiske forhold, sociale forhold samt de teknologiske forhold. Da det miljømæssige forhold oprindeligt ikke er med som et selvstændigt forhold i en PEST-analyse, er dette tilføjet, da virksomheders miljømæssige ageren har fået en meget stor betydning, siden analysens oprindelse. Lovmæssige forhold er

⁶ Lægaard og Vest, *Strategi i vindervirksomheder*, side 87

⁷ Lægaard og Vest, *Strategi i vindervirksomheder*, side 86

ligeledes tilføjet PEST-analysen, da dette har stor indflydelse på Pandora på enkelte markeder. Lovmæssige forhold er lagt under politiske forhold idet disse er tæt forbundet.

3.1.1.1 Politiske og lovgivningsmæssige forhold

De politiske og lovgivningsmæssige forhold på det globale marked har stor betydning for Pandora. Dette ses højaktuelt i f.eks. handelskrigen mellem USA og Kina eller Brexit, hvor Pandora har en stor del af sit salg i Europa.

Produktion i Thailand⁸

Pandora har valgt at samle hele sin produktion i Thailand og har ligeledes øget produktionen i takt med den øgede omsætning. Dette er sket ved udvidelser af de nuværende produktionsfaciliteter i Thailand og ved at åbne yderligere en fabrik i juni 2018 i Gemopolis tæt ved Bangkok.

Thailand har oplevet flere politiske uroligheder igennem de seneste år, og påvirkningen fra dette har tidligere medført leveringsproblemer for Pandora fra Thailand i kortere perioder. Senest i 2014 skete der et militærkup i Thailand, og Thailand har siden været styret af en militærjunta ledet af Prayut Chan-o-cha, der for nyligt har fastsat valg i Thailand 24. marts 2019.⁹

Ved at samle og øge produktionen i Thailand, har Pandora ikke mindsket afhængigheden af Thailand og forsyningssikkerheden af sine produkter ud til de globale markeder. Pandora har dermed sat sig i en yderligere svær situation, hvis der skulle opstå politiske spændinger igen og især op til og efter det kommende valg. Dette kunne potentielt medføre større leveringsproblemer for Pandora, hvilket vil have stor indflydelse på Pandoras omsætning, alt efter hvor længe uroen vil vare.

At Pandora har samlet hele sin produktion i Thailand har også medført, at Pandora er meget afhængig af import og eksport i Thailand. Pandora skal have sine råvarer til produktionsfaciliteterne i Thailand og skal efterfølgende sende det færdige produkt ud af landet. Pandora vil dermed blive hårdt ramt, hvis Thailand bliver ramt af handelsbarrierer fra andre lande eller handelssammenslutninger.

Omvendt giver det Pandora nogle konkurrencefordele ved at samle alle sine produktionsfaciliteter i Thailand, som følge af et lavere omkostningsniveau. Dette,

⁸ Pandora årsrapport 2018, side 13

⁹

https://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/376682/lektor_thailands_opposition_vil_vinde_valg_trods_eksklusion.html

sammenholdt med stordriftsfordelene ved at have produktionen samlet ét sted, giver Pandora optimale forhold til at sikre sig de bedste priser og dermed forhøjede avancer.

I produktionen i Thailand er medarbejderne ikke organiseret i en fagforening, men er kun samlet i et lovpligtigt samarbejdsudvalg.¹⁰ Dette gør det lettere for Pandora at fastsætte vilkårene for medarbejderne. Fagforeninger i Thailand har tidligere forsøgt at organisere medarbejderne i Pandoras produktion, dog uden held indtil videre. Hvis dette sker, kan det medføre, at medarbejderne vil få ændrede arbejdstider, mere i løn eller mere frihed, hvilket vil få konsekvenser for Pandora.

Global politisk stabilitet

Pandora er afhængig af global politisk stabilitet udover Thailand, hvor produktionen er samlet. En global politisk stabilitet giver en global orienteret salgsvirksomhed som Pandora optimale forhold til at drive forretning. Omvendt vil en handelskrig, handelsbarrierer eller politisk uro i et land give vanskeligere forhold for Pandora i forhold til at sælge deres produkter. Et aktuelt emne for Pandora er Brexit, som er nært forestående. Storbritannien udgør omsætningsmæssigt et marked for Pandora på 2.746 milliarder kr. i 2018¹¹ og, hvis det bliver et såkaldt hårdt Brexit, vil dette have konsekvenser for Pandoras indtjening, ligesom det vil svække Pandoras fremtidsudsigter på det britiske marked. Handelskrigen mellem USA og Kina er ligeledes et potentielt problem, der kan eskalere for Pandora, hvis USA på samme måde starter en handelskrig med EU. USA udgør omsætningsmæssigt et marked på 4.880 milliarder kr. i 2018¹² og dette vil dermed ramme Pandora hårdt, hvis Pandoras omsætning skulle falde i USA.

Potentielt kan handelskrigene opstå på mange af de mere end 100 markeder Pandora opererer i¹³, hvorfor Pandora hele tiden må være forberedt på at kunne håndtere en sådan situation.

Patenter og varemærker

Pandora er verdens største smykkebrand¹⁴ og for at fastholde denne position er det afgørende, at Pandora sikrer sig, at der ikke sker kopiering af deres varemærke og patenter. Det er dermed vigtigt, at der er et velfungerende globalt retssystem, således at Pandora kan forsvare sine rettigheder og ikke miste værdi af deres brand. Pandora har patent på deres varemærke på globalt plan samt på kronen, som står ovenpå O'et i Pandoralogoet. Pandora har ligeledes

¹⁰ <https://www.berlingske.dk/virksomheder/pandora-fagforeninger-er-skidt-for-samarbejdet>

¹¹ Pandora årsrapport 2018, side 66

¹² Pandora årsrapport 2018, side 66

¹³ Pandora årsrapport 2018, side 3

¹⁴ Pandora årsrapport 2018, side 15

patenter på deres Pandora ESSENCE Collection Charms, og på nogle nye innovative clips, Pandora har udviklet. Ligeledes er Pandora i besiddelse af flere design- og kopirettigheder i USA, Kina samt Europa¹⁵.

Pandoras manglende rettigheder udenfor USA, Kina og Europa kan være problematisk i fremtiden, da netop Afrika, Mellemøsten og Asien, eksklusiv Kina, oplevede vækstprocenter indenfor det samlede smykkemarked på henholdsvis 9% og 15% fra 2017 til 2018.¹⁶ De udgør dermed store potentielle vækstmarkeder for Pandora. Det er derfor vigtigt for Pandora at have fokus på patentrettigheder og få øget deres rettigheder til flere lande, således at Pandora kan sikre deres brand imod kopiering.

Skattemæssige forhold

Pandoras hovedsæde er placeret i Danmark, og Pandora betaler dansk selskabsskab, som pt. udgør 22%.¹⁷ Pandora har dog opkøbt og stiftet flere selskaber rundt omkring i verden, og Pandora er derfor afhængig af skatteprocenten i de lande, hvor selskaberne er beliggende. Tendensen for størrelsen af selskabsskatten i et globalt perspektiv er dog faldende, idet flere lande anvender skatteniveauet som konkurrenceparameter overfor andre lande. Dette gøres for at tiltrække virksomheder til landet, hvilket medfører øgede indtægter og flere arbejdspladser i det pågældende land. Det er derfor mindre sandsynligt, at et land vil hæve selskabsskatten, og hvis dette sker, har det mindre betydning for Pandora, da Pandora er etableret i mange lande.

For at mindske en global skattetænkning, som f.eks. indbefatter en placering af overskud i et selskab i det land med laveste selskabsbeskatning, er der indført globale transfer pricing regler. Disse regler tilsikrer, at handel mellem koncernforbundne virksomheder sker på armslængdevilkår, dvs. på samme vilkår, som mellem uafhængige parter.¹⁸

3.1.1.2 Økonomiske forhold

De økonomiske forhold har betydning for hele aktiviteten i samfundet og dermed også for Pandora. Økonomiske forhold, som f.eks. prisudviklingen på råvarer, den økonomiske vækst samt valutaudviklingen, er alle forhold, der påvirker Pandora men også forhandlerne og kunderne til Pandoras produkter.

¹⁵ Pandora årsrapport 2018, side 36

¹⁶ Pandora årsrapport 2018, side 15

¹⁷ <https://skat.dk/skat.aspx?oid=2049049>

¹⁸ Michelsen m.fl., *Lærebog om indkomstskat*, side 886

Prisudvikling på råvarer

Prisudviklingen på de råvarer, Pandora benytter til fremstilling af deres smykker, har stor betydning. Hvis råvarerne stiger i pris, er Pandora enten nødsaget til at hæve priserne eller at tage noget af prisstigningen selv, hvilket medfører en lavere avance på produkterne. Ved en prisstigning risikerer Pandora, at salget falder, såfremt kunderne vælger mere prisvenlige alternativer.

Pandoras primære råvarer er guld og sølv. Hvis man ser på prisudviklingen over de sidste 5 år på guld og sølv, fremgår det, at sølv kostede 21,87\$ pr. ounce d. 6. marts 2014 og 15,12\$ pr. ounce d. 1. marts 2019. Guld kostede 1347,43\$ pr. ounce d. 6. marts 2014 og 1394,05\$ pr. ounce d. 1. marts 2019¹⁹. Heraf fremgår det, at prisudviklingen på sølv har været faldende, hvorimod prisen på guld har haft en mindre prisstigning.

For at afdække den kortsigtede risiko på 12 mdr. for ændringer i råvarepriserne benytter Pandora sig af terminskontrakter. Ved 1-3 mdr. afdækkes min. 90% og max. 100%, ved 4-6 mdr. afdækkes min. 70% og max. 90%, ved 7-9 mdr. afdækkes min. 50 % og max. 70% og ved 10-12 mdr. afdækkes min. 30% og max. 50%.²⁰ Ved udsving i priserne over de 12 mdr. er Pandora ikke dækket ind og må dermed overføre prisstigninger til produkterne for ikke at mindske indtjeningen på produkterne.

Økonomisk vækst

Udviklingen i den globale økonomi har stor betydning for Pandora, da Pandora sælger deres produkter i mere end 100 lande. Dette gør sig særligt gældende for de markeder, hvor Pandora skal hente fornyet vækst. Den globale økonomi voksede med 3% i 2018 og forventes at vokse med 2,9% i 2019, herunder forventes Emerging Markets at stige med 4,2%. I 2020 og 2021 forventes den globale økonomi at stige med 2,8%²¹. Selvom den globale økonomis vækstske er blevet sænket flere gange i 2018, befinder den globale økonomi sig fortsat i en højkonjunktur. Især på Emerging Markets, hvor Pandora forventer at hente meget af sin fornyede vækst, er der en god økonomisk udvikling. Dette er positivt for Pandora, da deres smykker ligger i en produktgruppe, der bliver tilvalgt, når økonomien går godt og, hvor kunderne har en bedre købekraft og tilvælger luksusprodukter. Ved nedgang i økonomien vil kunderne ofte fravælge køb af luksusprodukter fremfor mere basale fornødenheder. Pandoras nedgang i salget ved en

¹⁹ <https://www.moneymetals.com/precious-metals-charts/gold-price>

²⁰ Pandora årsrapport 2018 side 89

²¹ <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>

global afmatning vil formentlig ikke ramme Pandora lige så hårdt, som andre smykkeproducenter inden for kategorien fine jewellery, da Pandoras priser generelt er lavere end konkurrenternes i denne kategori.²²

Valutaudvikling

Pandora opererer i mere end 100 lande og er derfor udsat for svingninger i valutakurserne, hvilket påvirker Pandoras fortjeneste på produkterne i enten negativ eller positiv retning. Pandora er hjemmehørende i Danmark og afholder derfor en del af udgifterne i danske kroner. Pandora er som følge heraf udsat for udsving mellem den danske krone og valutakursen på Pandoras hovedmarkeder, som primært handles i valutaer som EUR, CAD, USD, GBY, CNY samt AUD²³. Den danske krone er bundet op til EUR, og udsving mellem den danske krone og EUR er begrænset.

Da Pandoras produktion er placeret i Thailand, er Pandora også udsat for svingningerne i Thailands møntfod BHT, som benyttes til dækning af lønudgifter samt drift af fabrikationsfaciliteterne. Køb af råvarer til fabrikation i Thailand, som primært består af guld og sølv, bliver handlet i USD, og Pandora er derfor også udsat for udsving i USD. Pandora vil som følge heraf miste avance på deres produkter ved omveksling af valutaer, f.eks. hvor valutaerne BHT og USD, som Pandora afholder udgifterne i, falder overfor valutaer som f.eks. CAD eller CNY, som Pandora sælger i. Et fald i den danske krone overfor udenlandske valutaer vil på samme måde kunne medføre mindsket avance for Pandora, idet den danske krone er Pandoras præsentrationsvaluta på grund af Pandoras børsnotering i Danmark.

For at afdække en del af risikoen ved førnævnte valutaudsving, benytter Pandora sig af valutaterminskontrakter. På baggrund af et rullende likviditetsbudget dækkende 12 måneder, er det Pandoras mål for 2019 at afdække 70% af risikoen på hovedvalutaerne.²⁴

Pandora har dermed ikke afdækket risikoen for valutaudsving for de resterende 30% samt for øvrige valutaer udover hovedvalutaerne. Pandora har ligeledes ikke afdækket risikoen udover de 12 måneder. Den thailandske økonomi forventes at vokse mere end den øvrige globale økonomi, særligt i forhold til de etablerede økonomier, hvor Pandora har deres hovedmarkeder.

²² Pandora årsrapport 2018, side 15

²³ Pandora årsrapport 2018, side 88

²⁴ Pandora årsrapport 2018, side 88

²⁵ Dette kan potentielt betyde, at BHT risikerer at stige mere end øvrige valutaer over tid, hvilket medfører øgede produktionsomkostninger for Pandora med dertil mindskede indtægter.

3.1.1.3 Sociale forhold

De sociale forhold har stor indflydelse på Pandora, fordi de omhandler forbrugsvaner, livsstilstendenser og større fokusering på individet. Disse forhold ændrer sig hele tiden og det er væsentligt at følge disse nøje.

Mode

Moden er altafgørende for Pandora, idet den afgør, om kunderne ønsker at købe Pandoras produkter. Moden er omskiftelig, og det er vigtigt, at Pandora følger modetendenser og er på forkant med konkurrenterne. 72% af Pandoras samlede omsætning stammer fra salget af Charms armbånd og Charms, som udgør hovedparten af omsætningen.²⁶ Hvis moden skifter, og det pludselig ikke er på mode at benytte armbånd, men i stedet øreringe eller halskæder, vil dette have negative konsekvenser for Pandoras indtjening. Pandora skal dermed være omstillingsparat og hurtigt kunne omstille sin produktion, hvis moden skifter.

3.1.1.4 Teknologiske forhold

Teknologien har stor indflydelse på Pandora, såvel som for andre virksomheder, og Pandora er nødt til at holde trit med den teknologiske udvikling på alle parametre for at fastholde sin markedsposition. Dette gælder både i forhold til kunder, f.eks. i form af udvikling af webshops, men også i forhold til selve produktionen.

Internethandel

I takt med den teknologiske udvikling og digitale muligheder er det globale online salg steget markant. I 2018 udgjorde det globale online salg 2,842 trillioner \$, og dette tal forventes at stige til 4,878 trillioner \$ i 2021²⁷. Online salg er i stærk vækst og virksomhederne bliver nødt til at anvende den online platform. Som følge af at en stor del af virksomhedernes salg sker på internettet, sker markedsføringen og kommunikationen med kunderne også på en anden måde end tidligere. Online salg stiller krav til at virksomhederne altid er til rådighed. Internettet har ligeledes åbnet op for informationssøgning omkring produkterne og undersøgelser viser, at 80%

²⁵ <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>

²⁶ Pandora årsrapport 2018, side 48

²⁷ <https://www.statista.com/statistics/379046/worldwide-retail-e-commerce-sales/>

af kunderne til smykker, søger på internettet omkring produkterne før, de foretager et køb i en fysisk butik²⁸.

10% af Pandoras samlede omsætning i 2018 kom fra online salg af smykker, og dette forventes at stige i de næste år.²⁹ For at markedsføre Pandora online benytter Pandora sig af de sociale medier såsom Facebook, Instagram samt Twitter. Da 40% af kunder til et smykkemærke mere sandsynligt køber mærket igen, hvis de har opnået en personlig service, har Pandora indført chatboot over Messenger i Storbritannien i 2018 som en forsøgsordning³⁰. Ordningen fungerer således, at en chatrobot kan guide dig i dit køb af smykker online 24 timer i døgnet.

Innovation

Pandoras produktion ligger i Thailand og Thailands økonomi forventes at have en stigningstakt årligt fra 2019-2021 på ca. 3,9%.³¹ Udgiften til lønninger i produktionen i Thailand vil dermed stige mere end den globale vækst, der forventes at have en stigningstakt årligt fra 2019-2021 på ca. 2,8%³². I forhold til de udviklede økonomier, hvor Pandora fortsat har det største salg, ses der en stigningstakt i væksten årligt fra 2019-2021 på ca. 1,7%.³³ Pandora er derfor afhængig af hele tiden at forbedre effektiviteten af produktionen for at fastholde sin kostpris og dermed fortjenesten på produkterne.

Inden for produktion er der ligeledes sket en stor udvikling og ifølge McKinsey Global Institute har 3D printere potentiale til, at revolutionere produktionen.³⁴ En 3D printer vil være i stand til at kunne printe et smykke ud fra kundens individuelle ønsker. Produktionen af et smykke på Pandoras produktionsfaciliteter i Thailand tager i gennemsnit 4 uger³⁵, hvorimod det må forventes, at produktionshastigheden på en 3D printer er hurtigere. Dette vil kunne udfordre Pandora, hvis Pandora ikke følger med i denne udvikling.

3.1.1.5 Miljømæssige forhold

Virksomheders påvirkning af miljøet har fået større betydning for forbrugerne end tidligere, og forbrugerne efterspørger oplysninger om miljøpåvirkningen af de produkter, de køber. Den miljømæssige påvirkning er blevet et konkurrenceparameter blandt virksomheder i langt højere

²⁸ Pandora årsrapport 2018, side 26

²⁹ Pandora årsrapport 2018, side 15

³⁰ Pandora årsrapport 2018, side 26

³¹ <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>

³² <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>

³³ <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>

³⁴ Lægaard og Vest, *Strategi i vindervirksomheder*, side 93

³⁵ Pandora årsrapport 2018, side 18

grad end tidligere. Virksomhederne skal derfor også indregne de miljømæssige konsekvenser, der er forbundet med deres produktion og løbende forbedre dette.

Miljømæssig påvirkning ved produktion

Pandoras vigtigste råstoffer til produktion af smykker er guld og sølv. Udvinding af guld og sølv kræver enorme ressourcer, og metalmineindustrien er ansvarlig for en større miljøbelastning end nogen anden industri. Blandt andet i USA er metalmineindustrien ansvarlig for udledning af 9 gange så meget affald, som samtlige amerikanske byer tilsammen, og metalmineindustrien står for 96% af arsenikudledningen og 76% af blyudledningen i USA³⁶. Som følge af denne store miljøbelastning og det stadigt større fokus på miljøet, er det ikke utænkeligt, at der fremadrettet vil komme indskærpelser på dette område. Dette kan f.eks. indebære afgifter på guld og sølv eller nedsættelse af kvoten for udvindingen, hvilket vil medføre stigende priser.

Pandora får 88% af det benyttede sølv i produktionen fra genbrugssølv, og de resterende 12% sølv er fra minedrift. 100% af det benyttede guld i produktionen er guld fra genbrug³⁷. Pandora har dermed et stort genbrug af ædelmetaller, som er med til at reducere miljøpåvirkningen. Genbruget af sølv har dog et forbedringspotentiale.

Forbruget af andre energikilder påvirker også miljøet. Ved smykkeproduktion er der især et stort forbrug af vand og elektricitet, og priserne herpå påvirker selvsagt produktionspriserne. Et mindsket forbrug af vand og elektricitet må derfor anses som økonomisk fordelagtigt. Til måling af den grønne profil for en produktionsvirksomhed er det muligt at få et LEED certifikat, der udtrykker, hvor energieffektiv produktionsvirksomheden er. LEED certifikatet er det mest brugte og anerkendte certifikat i verden til måling af den grønne profil ved en produktionsvirksomhed.³⁸ Pandoras produktionsfacilitet i Gemopolis, tæt ved Bangkok, har opnået et LEED guldcertifikat med en score på 10 ud af 10 i effektiv vandgenbrug. Pandoras anden produktionsfacilitet i Lamphun har opnået Pandoras opstillede mål for miljøpåvirkning, da denne har opnået 45% genbrug af vandet brugt til produktion. Derudover kommer 10% af strømmen fra solpaneler.³⁹ Produktionsfaciliteten i Lamphun har dog ikke opnået et LEED certifikat, hvormed energiforbruget er højt i forhold til nye produktionsanlæg i Gemopolis.

³⁶ <https://www.arleth.dk/Guld-soelv.html>

³⁷ Pandora årsrapport 2018, side 32

³⁸ <https://new.usgbc.org/leed>

³⁹ Pandora årsrapport 2018, side 32

For at mindske energiforbruget benytter Pandora sig af Man Made Stones, som refererer til sten, der er lavet i laboratorier. Disse sten skal ikke forarbejdes som naturlige sten, og er derfor mere pris- og miljøvenlige.⁴⁰

3.1.1.6 Opsamling på PEST-analysen

Som opsamling på PEST-analysen vil hvert punkt, som er identificeret ovenfor, blive vurderet på en skala fra 1-10 i forhold til punktets vigtighed og indflydelse på Pandora.

Tabel 1

Område	Ydre påvirkning	Betydning for virksomheden 1 = Ingen betydning 10 = Stor betydning
Politiske og lovmæssige forhold	Produktion i Thailand Politisk stabilitet globalt Patenter og varemærker Skattemæssige forhold	10 7 7 6
Økonomiske faktorer	Prisudvikling på råvarer Økonomisk vækst Valutaudvikling	8 8 7
Sociale forhold	Mode	10
Teknologiske forhold	Internethandel Innovation	10 9
Miljømæssige forhold	Miljømæssig påvirkning ved produktion	6

Under de politiske og lovmæssige forhold er produktionen vurderet til 10 i forhold til betydningen for Pandora. Denne er et af de vigtigste ben i Pandoras værdikæde, da Pandora udelukkende benytter egenproduktion. Politisk stabilitet i et globalt perspektiv, herunder patenter og varemærker, er begge vurderet til 7. Pandora operer på det globale marked i mere end 100 lande, hvorfor Pandora ikke er en lige så udsat virksomhed, som de virksomheder, der kun har salg i få lande. Enkelte markeder udgør dog en stor del af salget for Pandora, hvorfor Pandora fortsat er udsat i forhold til global politisk ustabilitet. Det er altafgørende for Pandora at have patent på deres brand samt design og funktioner, således at risiko for kopiering mindskes og kan retshåndhæves. Pandora har på nuværende tidspunkt kun patent på deres varemærke

⁴⁰ https://pandoragroup.com/-/media/Files/Corporate/PDF/Jewellery-Guide/Man-made-stones_high.ashx?la=en&hash=B667995D2356C7462DFF715393D0F624CE8A5B75

globalt, hvor patenter på design og funktioner kun er registreret i Europa, USA og Kina. Dette er problematisk da Afrika, Mellemøsten og Asien, eksklusiv Kina, oplevede høje vækstrater indenfor smykker, som dermed udgør mulige vækstmarkeder for Pandora. Skattemæssige forhold er vurderet til 6. Pandora opererer globalt igennem flere selskaber, hvormed Pandora har spredt sin skatterisiko. Pandora har dog hovedkontor i Danmark, hvor Pandoras største skatterisiko er. I og med at selskabsskatten bliver brugt som et globalt konkurrenceparameter i flere lande, anses skatterisikoen ikke som en lige så stor trussel for indtjeningen, som de øvrige forhold under politiske og lovmæssige forhold.

Ved de økonomiske faktorer er prisudviklingen på råvarer og den økonomiske vækst begge vurderet til 8. Prisudviklingen på råvarer vil have stor effekt på Pandoras produktionsomkostninger og dermed indtjening. Pandora kan ikke blot skubbe en eventuel stigning i råvarer over på deres produkter, da Pandora dermed risikerer et mindsket salg. Den økonomiske vækst er ligeledes vigtig for Pandora, da Pandora befinder sig på markedet for luksusprodukter, hvor salget af disse i høj grad hænger sammen med udviklingen i kundernes rådighedsbeløb. Da Pandora opererer i mere end 100 lande, har store udsving i valutaerne væsentlig påvirkning på Pandoras indtjening, og valutaudviklingen er derfor vurderet til 7.

Under de sociale forhold er mode vurderet til 10. Moden er af yderste vigtighed for Pandora, da denne afgør om Pandoras produkter er attraktive blandt forbrugerne. Hvis det pludselig bliver umoderne at gå med armbånd, vil dette ramme Pandora hårdt, da 72% af Pandoras samlede salg er knyttet op til salget af Charms konceptet.

De teknologiske forhold har i høj grad betydning for Pandora, og internethandel er vurderet til 10 i betydning for Pandora. Internethandel er i høj vækst verden over, og det er vigtigt, at Pandora følger den teknologiske udvikling for at beholde sine kunder. Innovation betyder meget for Pandora, f.eks. i form af effektivisering af produktionen. Der foreligger dog også trusler i form af f.eks. en 3D printer, som potentielt vil kunne revolutionere smykkemarkedet.

Den miljømæssige påvirkning ved produktionen er vurderet til 6. Virksomheders klimaprofil har fået større fokus blandt forbrugerne. Pandora er langt fremme på dette område med fokus på genbrug af råvarer og genanvendelse af ressourcer på deres produktionsfaciliteter i Thailand.

3.1.1.7 Kritik af PEST-analysen

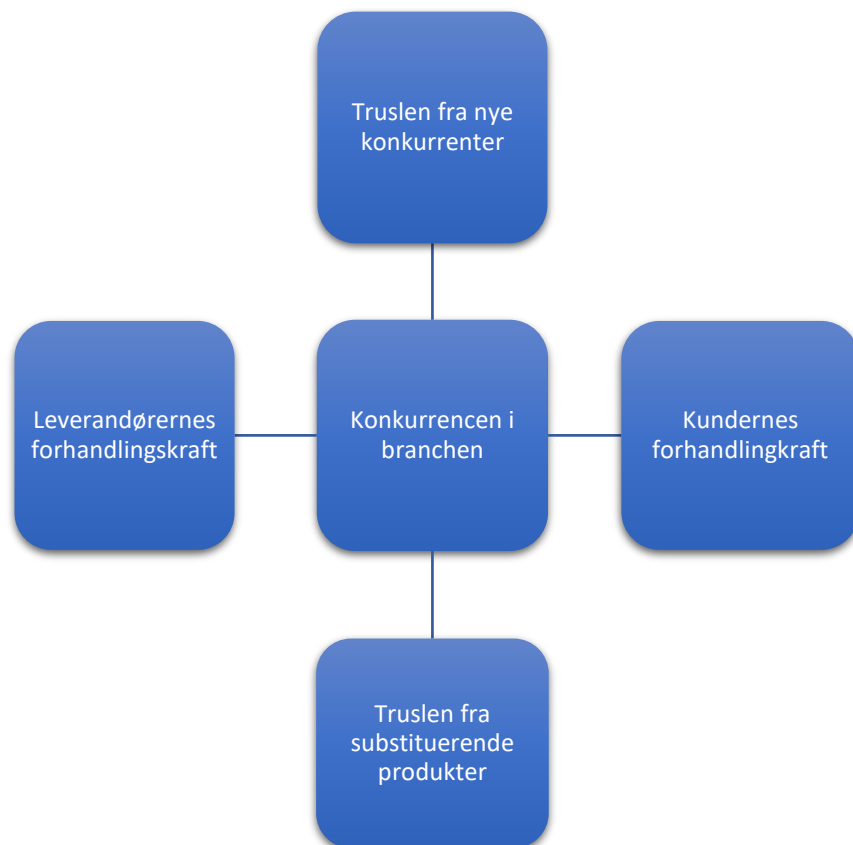
PEST-analysen er i høj grad baseret på fortid og for at kunne forudsige fremtiden ud fra analysen, kræver det et relativt stabilt miljø. Analysen giver heller ikke nogle løsningsforslag

til, hvordan man håndterer de forhold, der fremkommer i analysen. Den danner i stedet en god baggrund for en diskussion af, hvilke forhold, der bør tages højde for i virksomheden.

3.1.2 Analyse af konkurrencesituationen

Efter en gennemgang af PEST-analysen vil jeg i dette afsnit anvende Porters Five Forces til at fuldende den eksterne analyse af Pandora. Porters Five Forces anvendes til at analysere og vurdere konkurrencesituationen på det marked, som Pandora befinder sig på, samt til at vurdere, hvor stærk en position Pandora har på smykkemarkedet. Vurderingen af konkurrencesituationen i branchen sker ud fra den påvirkning, der kommer fra leverandører, kunder, mulige nye konkurrenter og substituerende produkter.⁴¹ Trods Porters Five Forces svagheder, som uddybes nærmere under punkt 3.1.2.7, vurderes det ikke, at der er en alternativ model til bedre at belyse konkurrencesituationen.

Figur 2⁴²



⁴¹ Lægaard og Vest, *Strategi i vindervirksomheder*, side 109

⁴² *Strategi i vindervirksomheder* 5 udgave, side 109, Jørgen Lægaard & Mikael Vest

3.1.2.1 *Kundernes forhandlingskraft*

Pandoras kunder kan opdeles op i 1) forhandlerne af Pandoras produkter og 2) forbrugerne af Pandoras produkter.

Pandora har et stort globalt netværk af smykkeforhandlere, som forhandler Pandoras produkter. Pandora havde i 2018 7.700 smykkeforhandlere, der havde Pandoras smykesortiment i deres udvalg.⁴³ Af de 7.700 smykkeforhandlere udgjorde Pandoras konceptbutikker 2.705 butikker, hvoraf 1.340 butikker var ejet af Pandora, 849 butikker var franchiseejet, og de resterende 516 butikker var ejet af en tredjepart.⁴⁴ Pandoras konceptbutikker har kun Pandoras produkter i sortimentet, og de butikker, som er ejet af Pandora (1.340 butikker), har ingen forhandlingsstyrke. De resterende 1.365 konceptbutikker, som enten er franchiseejet eller er butikker ejet af tredjepart vurderes til at have en minimal forhandlingsstyrke overfor Pandora, da Pandora blot kan opsige franchisekontrakten med forhandleren eller fravælge tredjeparts ejer. Hermed vil en stor investering for franchisetager samt tredjeparts ejer være tabt. Smykkebutikkerne, som ikke er Pandoras konceptbutikker (4.995 butikker) har en lille forhandlingsstyrke overfor Pandora. Dette skyldes, at butikkerne har andre konkurrerende smykkemærker i deres sortiment og dermed ikke kun er afhængig af Pandora. Disse butikkers forhandlingsstyrke overfor Pandora vil svinge i takt med, hvor populært Pandora er blandt slutkunderne. For at styrke Pandoras position, ønsker Pandora i større grad at satse på Pandoras konceptbutikker. Dette ses på det stigende antal af Pandoras konceptbutikker fra 2017 til 2018⁴⁵.

Den enkelte forbruger til Pandoras produkter har en begrænset forhandlingsstyrke overfor smykkeforhandleren. Dette skyldes, at Pandora opererer i fine jewellery kategorien, dog med generelt lavere priser end konkurrenternes i denne kategori. Hermed er Pandora både konkurrencedygtig overfor kunderne til costume jewellery samt fine jewellery. Ved en større prisstigning har forbrugerne dog samlet set en stor forhandlingsstyrke overfor Pandora. Dette fremgik i 2011, hvor forbrugerne fravalgte Pandora grundet en større stigning i priserne⁴⁶. Dette uddybes nærmere under leverandørernes forhandlingsstyrke, jf. afsnit 3.1.2.3. Ved en

⁴³ <https://pandoragroup.gcs-web.com/news-releases/news-release-details/pandora-delivers-guidance-and-enters-two-year-transformation>

⁴⁴ Pandora årsrapport 2018, side 7

⁴⁵ Pandora årsrapport 2018, side 21

⁴⁶ https://penge.borsen.dk/artikel/1/220041/derfor_gik_det_galt_i_pandora.html

modeændring eller ved dårlig omtale af Pandora vil kunderne ligeledes have mange alternativer til Pandora.

3.1.2.2 Truslen fra substituerende produkter

Truslen fra substituerende produkter, findes både internt og eksternt i smykkebranchen. Kunderne kan internt i smykkebranchen finde smykker, der til dels substituerer hinanden. Såfremt kunderne, der i øjeblikket foretrækker armbånd, skifter præference og i stedet foretrækker halskæder eller ringe, kan dette udgøre en trussel for Pandora. Dette skyldes, at 72% af Pandoras omsætning stammer fra Charms konceptet, og selvom Pandora løbende har udvidet sin kollektion med kategorier som ringe, øreringe samt halskæder, udgør disse kun 14%, 7% og 7% af den samlede omsætning i 2018.⁴⁷

Et eksternt substituerende produkt til smykker og især armbånd er armbåndsure. Ure er ikke længere blot et praktisk produkt, men udgør i stedet en modegenstand, som findes i alle prisklasser. Urmarkedet udgjorde i 2018 et marked på 61.528 millioner \$, og det forventes, at vækste med 1% årligt frem til 2023.⁴⁸ Ure er dermed også en trussel til smykkemarkedet og især Pandora, da Charms konceptet udgør størstedelen af Pandoras omsætning.

Som substituerende branchekategori skriver Pandora selv, at fritids- og underholdningsprodukter udgør en substitut til smykkebranchen, idet fritids- og underholdningsprodukter er luksusprodukter, ligesom smykker⁴⁹. Et køb af en festivalbillet eller et weekendophold kan dermed medføre, at kunden fravælger et køb af et smykke på grund af manglende midler til begge dele. Pandora er dermed nødt til at holde øje med denne branche og gøre sig attraktiv i valget mellem smykker og fritids- og underholdningsprodukter. Pandora kan i den forbindelse fremhæve, at smykker skaber glæde i mange år, hvorimod fritids- og underholdningsprodukter ofte er kortvarige glæder.

Den totale værdi af smykkemarkedet steg 7% i 2018 og forventes at stige med 7% i 2019.⁴⁹ På baggrund heraf vurderes det mindre sandsynligt, at flere smykke kategorier erstattes af et eksternt substituerende produkt på den korte bane.

⁴⁷ Pandora årsrapport 2018, side 48

⁴⁸ <https://www.statista.com/outlook/13010100/100/watches/worldwide>

⁴⁹ Årsrapport 2014 Pandora, side 36

3.1.2.3 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Pandora står selv for produktionen af deres produkter og udviklingen af disse. De leverandører, Pandora forhandler med, er råvareleverandører af guld og sølv, som er Pandoras primære råvarer. Derudover forhandler Pandora med øvrige leverandører af råmateriale til produktionen. Leverandørerne til Pandora udgør stort set den samme kategori af leverandører, som leverer til de øvrige smykkeproducenter.

Pandora er, ligesom resten af smykkebranchen, meget afhængig af udviklingen i råvarepriser. Hvis råvarerne stiger meget i værdi, skal Pandora hæve prisen på deres produkter for at forsvare deres nuværende avance. Dette forsøgte Pandora i 2011, og prisstigningerne resulterede i, at Pandora mistede en stor del af omsætningen, da kunderne fravalgte Pandoras produkter, hvormed børsværdien af Pandora faldt drastisk⁵⁰. Mindre prisstigninger, for at udligne stigningen i råvarepriser, vil dog som hovedregel også ramme andre smykkeproducenter, hvormed det ikke særskilt vil ramme Pandora.

Pandoras primære råvarer, som er guld og sølv, følger priserne per ounce på verdensmarkedet, og disse priser kan ikke forhandles. Pandora, samt øvrige smykkeproducenter, er dermed afhængige af prisudviklingen her. Som anført i punkt 3.1.1.2 er guldprisen over de sidste 5 år steget marginalt, mens sølvprisen er faldet markant. Dette har skabt gunstige vilkår for Pandora og de øvrige smykkeproducenter. Priserne kan dog hurtigt ændre sig og til afdækning heraf, handler Pandora terminskontrakter på det globale investeringsmarked, hvor Pandora afdækker en stor del af sin risiko på 12 måneders sigt, jf. punkt 3.1.1.2. Pandora har dog ikke risikodækning udover 12 mdr.

3.1.2.4 Truslen fra nye konkurrenter

Smykkemarkedet er præget af oligopol med få store producenter og mange små. Dette hænger sammen med, at der er relative lave indgangsbarrierer til markedet både lokalt samt globalt. Grunden til dette er, at det ikke kræver en stor investering for en mindre virksomhed at skaffe sig råvarerne til smykkefremstilling og efterfølgende producere et smykke enten ved egen produktion eller ved tredjemand. Hermed er den mindre virksomhed ikke afhængig af at foretage investeringer i et stort produktionsapparat. Den efterfølgende markedsføring af produktet er også muligt at gøre relativt billigt som følge af globaliseringen og adgangen til de sociale medier som Facebook, Instagram og Snapchat. Den mindre producent er dermed ikke

⁵⁰ https://penge.borsen.dk/artikel/1/220041/derfor_gik_det_galt_i_pandora.html

afhængig af at skulle have en fysisk butik, som vil fordyre opstartsprocessen betragteligt. For at adskille sig fra de store producenter og dermed ikke skulle konkurrere på prisen, kan den mindre producent forsøge sig med et unikt design, der adskiller producenten væsentligt fra andre.

Udfordringen for nye producenter opstår ved at opnå stordriftsfordele og dermed øgede avancer på produkterne. Hvis en ny producent ønsker at konkurrere på det globale smykkemarked, kræver det store investeringer i produktionen for at kunne opnå stordriftsfordele og dermed konkurrere mod de største producenter på smykkemarkedet. Det er nødvendigt at have en produktion, som ligger i et land med lave produktionsomkostninger, da meget af smykkeproduktionen, trods den teknologiske udvikling, fortsat foregår ved håndkraft. Arbejdslønnen skal dermed være lav, da det udgør en stor udgift i produktionen. For at kunne håndtere den forskelligartede efterspørgsel på det globale marked og for at kunne håndtere trendvendinger i markedet, er det nødvendigt med en udviklingsafdeling, der kan designe og udvikle smykker, der tilfredsstiller de mange forskelligartede kunder og deres skiftende behov. Det vil ligeledes kræve en meget forskelligartet markedsføring på forskellige medier på de markeder, man opererer på. Opbygning af et forhandlernetværk vil også være nødvendigt, da online salg af smykker fortsat kun udgør 10% på de fleste markeder.⁵¹ Kunderne har derfor brug for en fysisk butik, hvor de kan se og føle på smykket, inden de foretager købet. At kunne konkurrere mod de allerede store etablerede brands kræver derfor store investeringer.

3.1.2.5 Konkurrencesituationen i branchen

De 10 største producenter af smykker står for 12% af det samlede smykkemarked, og kun 20% af smykkemarkedet er smykker, der har et varemærke. Pandora er den største producent og har en markedsandel på 1,5% af det samlede smykkemarked.⁵² Pandora er det smykkemærke, som har den største brand awareness på knap 85% i Pandoras vigtigste markeder.⁵³ Pandora står dermed stærkt på markedet for smykker blandt de brandede smykkemærker.

Markedet for smykker udgjorde i 2018 292 billioner EUR, og forventes at vokse med 7% i 2019.⁵⁴ Ifølge den seneste analyse af luksusvarer, lavet af Deloitte i 2018, hvor smykkebranchen slås sammen med urbranchen, havde denne branche som helhed en nettofortjeneste i 2016 på

⁵¹ Pandora årsrapport 2018, side 15

⁵² Pandora årsrapport 2018, side 15

⁵³ Pandora årsrapport 2018, side 3

⁵⁴ Pandora årsrapport 2018, side 15

7,8%.⁵⁵ Pandoras største konkurrenter i branchen målt på omsætning er Tiffany & Co., Richemont, Michael Kors samt Swarovski. Ud fra de seneste offentliggjorte årsregnskaber havde Tiffany & Co. en omsætningsvækst på 6,5% i 2018.⁵⁶ Cartier, som er en del af Richemont, havde en omsætningsvækst på 3,1% i 2018⁵⁷, Michael Kors, som er en del af Capri Holdings, havde en omsætningsvækst på 5% i 2018⁵⁸ og Swarovski havde en omsætningsvækst på 0% i 2018.⁵⁹ Pandora havde til sammenligning en omsætningsvækst på 0,1% i 2018. Pandora har dermed ikke klaret sig godt i forhold til konkurrenterne, som har oplevet en gennemsnitlig omsætningsstigning på 3,65%. Dette indikerer, at der er nogenlunde vækst i branchen generelt, men at Pandora har haft det svært i forhold til sine konkurrenter. Dette giver også en indikation af, hvorfor Pandora har indført program NOW⁶⁰. En nettofortjeneste på 7,8% for kategorien smykker samt ure og en generel omsætningsvækst for markedet indikerer dog, at det er et attraktivt marked at befinde sig i.

Smykkemarkedet er præget af differentiering, hvor producenterne hver i sær forsøger at skabe deres særkende og unikke designs. Dette gøres for at opnå en præference hos kunderne og dermed opnå en loyal kunde, der køber igen. Smykkemarkedet er dog også præget af smykker uden brands, som ligeledes konkurrerer med de etablerede brands på design, men især også på prisen. Disse smykker sælges i f.eks. store tøjkedler som H&M samt Pull & Bear. Trods konkurrencen fra de ubrandede smykker, og den store markedsandel de besidder, forventes brandede smykker at gå frem i markedsandel. De brandede smykker forventes at gå fra en markedsandel af smykkemarkedet på 20% til at have en markedsandel på 30-40% i 2020. Dette forventes at ske ved, at de 10 største smykkebrands opkøber mindre producenter⁶¹.

Smykkemarkedet opdeles i to kategorier 1) fine jewellery og 2) costume jewellery. Fine jewellery kategorien udgør 85% af det samlede marked, mens costume jewellery udgør de resterende 15%. Pandora opererer i fine jewellery kategorien men med generelt lavere priser

⁵⁵ <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/consumer-business/articles/gx-cb-global-powers-of-luxury-goods.html>

⁵⁶ <https://investor.tiffany.com/static-files/09e06d06-4bdc-409b-9952-3a233728a1af>

⁵⁷

https://www.richemont.com/images/investor_relations/reports/annual_report/2018/ar_fy2018_jds93c783aw6e.pdf

⁵⁸ http://s22.q4cdn.com/557169922/files/doc_financials/annual_report/Final-Annual-Report-on-Form-10-K-with-Wrap.pdf

⁵⁹ Beregnet ud fra tilgængelige omsætningstal. Offentliggør ikke årsregnskaber da firmaet er privatejet.

⁶⁰ <https://investor.pandoragroup.com/news-releases/news-release-details/pandora-delivers-guidance-and-enters-two-year-transformation>

⁶¹ <https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/a-multifaceted-future-the-jewelry-industry-in-2020>

end konkurrenterne.⁶² Ud fra prissætning, samt kvaliteten af Pandoras produkter, kan det argumenteres for, at Pandora opererer midt imellem kategorierne.

Udgangsbarriererne i smykkebranchen er små, hvis man er en lille producent på et mindre marked, der har haft små omkostninger til markedsføring, lokaler og lønudgifter. Hvis man er en stor producent, som f.eks. Pandora, er der høje udgangsbarrierer. Dette skyldes, at der er brugt betydelige omkostninger på etablering af forhandlernetværk, markedsføring og udvikling. Disse omkostninger vil være tabt på de enkelte markeder, hvis Pandora trak sig ud af et enkelt marked. F.eks. udgjorde Pandoras immaterielle aktiver i 2018 7.778 millioner kr. ud af totale aktiver på 19.244 millioner kr.⁶³. Værdien af de immaterielle aktiver vil blive reduceret, hvis Pandora trak sig helt eller delvist ud af et marked.

3.1.2.6 Opsamling på konkurrencesituationen

Som opsamling på Porters Five Forces vil de væsentligste forhold fra hver hovedkategori blive vurderet i forhold til høj, middel eller lav attraktivitet i markedet, se tabel nedenfor.

Tabel 2

Hovedkategorier	Forhold	Attraktivitet i markedet
Kundernes forhandlingskraft	- Kunder samt forhandlere har lav forhandlingsstyrke - Ændring i modetendenser eller dårlig omtale	Middel
Truslen fra substituerende produkter	- Skift til f.eks. ure - Køb af andre luksusprodukter i stedet for smykker - Høj vækst i smykkebranchen	Middel
Leverandørernes forhandlingsstyrke	- Priserne handles på verdensmarkedet – mulighed for risikoafdækning	Høj
Truslen fra nye konkurrenter	- Høje indgangsbarrierer for ny global spiller med forhandlernet - Stordriftsfordele - Brand	Høj
Konkurrencesituationen i branchen	- Hård konkurrence - Marked i vækst - God nettofortjeneste generelt i branchen	Høj
Samlet vurdering		Høj

⁶² Pandora årsrapport 2018, side 15

⁶³ Pandora årsrapport 2018, side 55

Som det fremgår af ovenstående tabel, er den generelle smykkebranche vurderet til at være høj i attraktivitet. Dette begrundes med, at der forventes en generel høj vækst i branchen, særligt blandt mærkevarebrandsene, og at nettofortjenesten i branchen er god. Der er høje indgangsbarrierer for nye konkurrenter, som ønsker at konkurrere mod de allerede store etablerede brands. Der er dog trusler i form af nye modetendenser på markedet eller for substituerende produkter til smykker. Disse trusler vurderes dog ikke at kunne rykke væsentligt ved attraktiviteten af markedet på den korte bane.

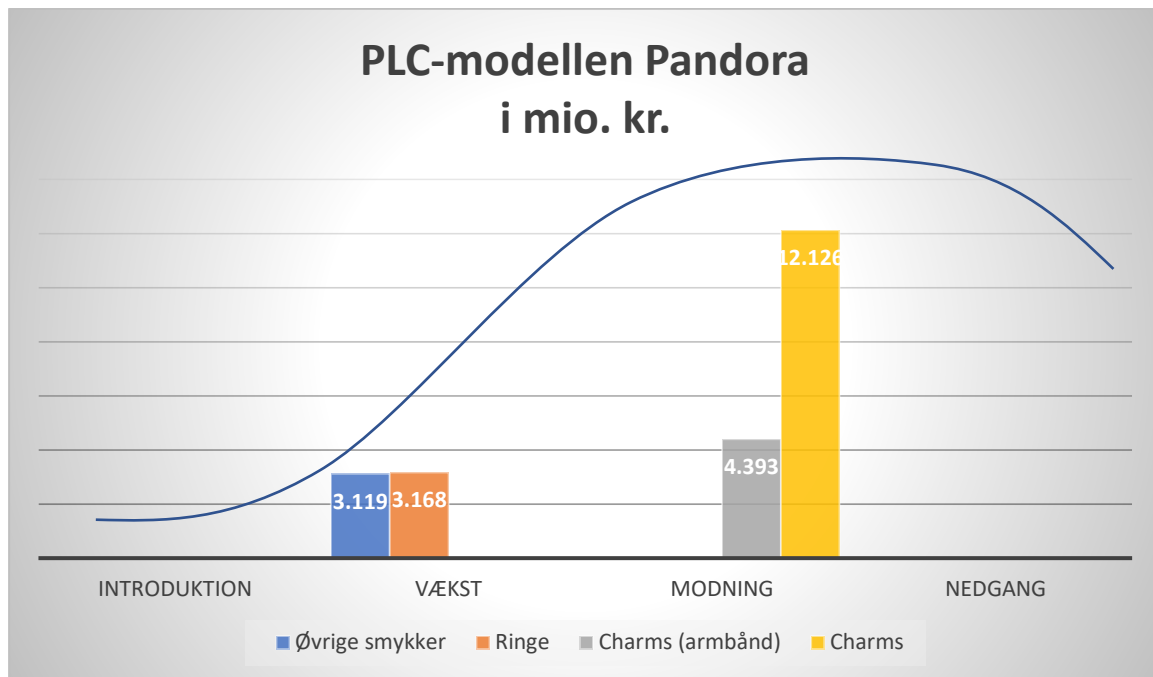
3.1.2.7 Kritik af Porters Five Forces

Porters Five Forces passer bedst på simple markeder, hvor det er ligetil at analysere markedet. Når markedet bliver komplekst, bliver det svært at analysere alle fem kræfter i modellen. Porters Five Forces er overvejende statisk i dens opbygning, hvormed et konkurrenceelement, vurderet som en fordel, hurtigt kan ændre sig til en trussel. Endeligt inddrager Porters Five Forces ikke de interne faktorer i virksomheden, som også er medvirkende til at skabe konkurrencemæssige fordele for virksomheden. De interne forhold bliver dog undersøgt i en anden model i dette projekt.

3.1.3 Produktporteføljens livscyklus

Efter at have fortaget en analyse af branchens omverden samt en analyse af konkurrencesituationen, vil jeg i dette afsnit se på Pandoras produktportefølje. For at få et overblik over Pandoras produktportefølje vil hver produktgruppe blive placeret i dens livscyklus. Til dette formål vil PLC-modellen benyttes. I den forbindelse kunne man også have valgt at udarbejde en Boston matrice, men det vurderes, at der er for mange ubekendte faktorer i forhold til de 4 kvadrater og Pandoras selvstændige produktområder til at kunne udarbejde en fyldestgørende Boston matrice.

Hver enkelt produktgruppe i Pandora, som består af henholdsvis Øvrige smykker, Ringe, Charms armbånd samt Charms, er blevet placeret i nedenstående figur under det livstidsforløb, som de er vurderet til at høre under med tilhørende omsætningstal for regnskabsåret 2018.

Figur 3⁶⁴

3.1.3.1 Øvrige smykker

Kategorien Øvrige smykker med en omsætning på 3.119 mio. kr. i 2018 er blevet placeret under ”vækst” i livstidsforløbet. Kategorien, som består af øreringe, halskæder og vedhæng, har oplevet en høj vækst fra 2014 til 2018 på knap 124%. Trods den store omsætningsvækst udgør kategorien kun 14% af Pandoras samlede omsætning. Væksten fra 2017 til 2018 fortsatte ikke i samme tempo, som de foregående år, og faldt til 14% vækst. Dette er fortsat en høj vækst, og det tyder dermed på, at denne kategori fortsat vil have en høj vækst i 2019.

3.1.3.2 Ringe

Kategorien Ringe, med en omsætning på 3.168 mio. kr. i 2018, er også placeret under ”vækst” i livstidsforløbet. Dette skyldes, at kategorien har oplevet en vækst på knap 166% fra 2014 til 2018. Fra 2017 til 2018 ses kategorien, at flade ud i salget med en omsætningsvækst på 0%, hvorfor omsætningen i 2019 er afgørende for, om kategorien Ringe fortsat skal ligge under vækst, eller om kategorien bevæger sig over i modning.

⁶⁴ Lægaard og Vest, *Strategi i vindervirksomheder*, side 54

3.1.3.3 Charms armbånd

Med en omsætning på 4.292 mio. kr. i 2018 er kategorien Charms armbånd placeret i starten af ”modning” i livstidsforløbet. Placeringen i modning skyldes, at væksten i salget er fladet mere ud mellem 2016 til 2018, hvor væksten har ligget på knap 10% i forhold til mellem 2014 til 2016, hvor der var en vækststigning på ca. 157%. Charms armbånd er grundlaget for Pandoras populære Charms, som sammen med Charms armbånd udgør 72% af Pandoras samlede omsætning. Salget af Charms armbånd er derfor meget vigtigt for Pandora og udgør grundfundamentet for Pandoras succes.

3.1.3.4 Charms

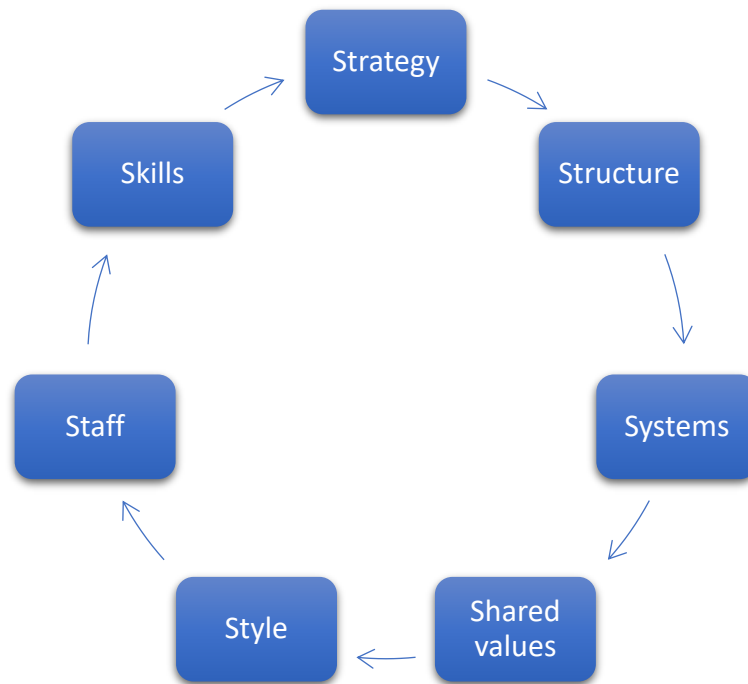
Omsætningen for Charms udgjorde i 2018 12.126 mio. kr. og er dermed klart den produktkategori, som indbringer den største procentvise omsætning i Pandora. Charms er placeret i ”modning”, da omsætningsvæksten er fladet ud mellem 2015-2017 med en vækst på knap 8% år til år. Mellem 2017 til 2018 oplevedes et fald i omsætningen på knap 6%. Kategorien Charms er dermed tæt på at gå ind i ”nedgang” i livstidsforløbet alt efter udviklingen i 2019. Da Charms udgør 53% af Pandoras omsætning, er en fortsat nedgang i denne kategori kritisk for Pandora, og Pandora er dermed afhængig af produktudvikling eller penetrering af nye markeder for at bibeholde væksten i denne kategori.

3.2 Intern analyse

Efter færdiggørelsen af den eksterne analyse vil jeg i dette afsnit se på de interne forhold, der gør sig gældende i Pandora. Her vil jeg analysere på de interne strategifaktorer, som påvirker Pandora og skaber værdi i virksomheden.

Til at analysere de interne strategifaktorer i Pandora anvendes 7-S modellen. Modellen er udviklet af konsulentfirmaet McKinsey og har fokus på at komme hele vejen rundt om de interne strategifaktorer ved brug af 7 faktorer.⁶⁵ Modellen er valgt på baggrund af, at den er mere fremtidsorienteret og knap så statisk som f.eks. Porters værdikæde, der ligeledes kunne være anvendt til intern analyse. 7-S modellen har ligeledes fokus på sammenkoblingen mellem alle interne forhold i virksomheden, hvor Porters værdikæde mangler tænkning på tværs af organisationen.

⁶⁵ Lægaard og Vest, *Strategi i vindervirksomheder*, side 168

Figur 4⁶⁶

3.2.1 Strategy

I dette afsnit vil jeg redegøre for, hvilken strategi Pandora har valgt til at skabe konkurrenceevne. Efter et skuffende 3. kvartal i 2018 lancerede Pandora program NOW d. 6. november 2018. Program NOW skal, via en ny strategi, tilføre ny energi til brandet og inspirere kunder til at fortsætte med at samle på Charms.⁶⁷ Pandoras overordnede mål med program NOW er at genoprette en langsigtet bæredygtig vækst og opfylde Pandoras langsigtede vision, som er at være det brandede smykkemærke, som leverer den bedste personlige service.⁶⁸ De strategiske mål, der er sat i værk for at opnå dette på kort og mellemlang sigt gennemgås i afsnittene nedenfor.

3.2.1.1 Kommercielt reset

Pandora ønsker at mindske kampagneaktiviteten, der har medført en udvanding af Pandoras brand og som samtidig har medført, at forbrugerne venter på næste tilbudskampagne, fremfor at købe Pandoras produkter til fuld pris. Da dette vil medføre en midlertidig lagerophobning i grossistnetværket, vil Pandora afhjælpe dette ved at påbegynde tilbagekøb af lagre på udvalgte markeder.

⁶⁶ Lægaard og Vest, *Strategi i vindervirksomheder*, side 168

⁶⁷ <https://investor.pandoragroup.com/news-releases/news-release-details/pandora-delivers-guidance-and-enters-two-year-transformation>

⁶⁸ <https://pandoragroup.com/about-pandora/mission-and-vision>

Pandora vil derudover mindske antallet af nye smykkelanceringer for at reducere risikoen for lagerophobning på lang sigt. Dette giver Pandora mulighed for at reagere hurtigere og for at genopfylde varelagrene baseret på faktisk kundeefterspørgsel.

3.2.1.2 *“Reignite a passion for Pandora”*

For at tilføre ny energi til Pandora brandet og for at øge efterspørgslen på charms har Pandora i forbindelse med program NOW lanceret følgende tiltag, som skal lanceres i løbet af 2019. Tiltagene indeholder en ny og moderniseret kampagneplatform, som skal appellere til forbrugerne i alle aldre, lancering af nyt armbåndskoncept, øgning af markedsføringsomkostninger, indførsel af nyt butikskoncept samt forbedring af Pandoras eSTORE.

3.2.1.3 *Omkostningsbesparelser*

For at finansiere Pandoras væksttiltag er der fundet besparelser på tværs af Pandora, primært indenfor vareforbrug, IT, Pandora-ejede konceptbutikker samt administrative omkostninger.

3.2.1.4 *Implementering af nye arbejdsområder*

For at styrke virksomheden har Pandora indført en global merchandising funktion, der skal sikre et optimeret udvalg og varelagre i butikkerne. Dette skal være med til at mindske varelagrene i sammenspil med det kommercielle reset og dermed understøtte øget salg af varer til fuld pris, forbedre lagerstyringen samt øge trafikken til butikkerne. Pandora vil ligeledes oprette en ny stilling som Chief Creative & Brand officer, samt indføre en ændring til performance management systemet, jf. pkt. 3.2.3.

De nye strategiske mål viser, at Pandora har skiftet fokus fra primært vækst til nu at ville fastholde den nuværende position og omsætning. Dette ses ved, at de strategiske tiltag primært går på at øge brandværdien fremfor øgning af forhandlernetværk, som har været fokus ved de tidligere årsrapporter fra Pandora. Finansieringen af de nye strategiske tiltag er blandt andet fundet ved reduktion af nye butiksåbninger i forhold til det tidligere annoncerede.⁶⁹ Antallet af smykkelanceringer vil ligeledes blive reduceret og for at kompensere for denne forventede omsætningsnedgang af dette tiltag, vil Pandora lancere et nyt armbåndskoncept, øge markedsføringsomkostninger, indføre et nyt butikskoncept samt forbedre Pandoras eSTORE. Fokus på lancering af nyt armbåndskoncept vil øge Pandoras afhængighed af armbånd, som på

⁶⁹ <https://investor.pandoragroup.com/news-releases/news-release-details/pandora-delivers-guidance-and-enters-two-year-transformation>

nuværende tidspunkt udgør 72 % af Pandoras omsætning. Dette hænger ikke sammen med Pandoras beskrevne fokus i årsrapporten for 2018, hvor Pandora ønsker at mindske afhængigheden af armbånd ved at fokusere på de øvrige produktkategorier.⁷⁰

Pandoras oprindelige vision var at blive verdens mest anerkendte smykkemærke.⁷¹ Dette blev ændret med lanceringen af Pandoras nye strategiske mål om at være det brandede smykkemærke, som leverer den bedste personlige service. Pandoras skifte i vision samt strategiske mål tegner et billede af en virksomhed, der er gået fra primært kun at have fokus på hurtig vækst, til nu at have primær fokus på genoprettelse og fastholdelse af Pandoras brand og vækst.

3.2.2 Structure

Structure dækker over organisationens struktur i Pandora. Den centrale rolle i en organisation er direktøren i virksomheden. Tidligere direktør i Pandora, Anders Colding Friis, blev fyret i august 2018, hvorefter Alexander Lacik blev udnævnt til ny direktør den 14. februar 2019. Alexander Lacik er dog ikke indsat i funktionen endnu ved projektets skæringsdato. Den administrerende direktørs rolle, sammen med den øvrige øverste ledelse og direktionen, er at udarbejde og implementere Pandoras strategi- og handlingsplaner, herunder især eksekvering af program NOW.

Pandora er en global virksomhed, der opererer i over 100 lande og dermed arbejder på tværs af mange forskellige kulturer, religioner og sprog. Det er derfor vigtigt at have en ensartet ledelsesstil, der skinner igennem i hele organisationen, så Pandoras brand fremstår med de samme værdier globalt. Netop dette fik fokus under Pandoras lancering af program NOW, hvor Pandora oplyste, at en decentral organisationsstruktur havde udfordret sammenhængen mellem den overordnede globale retning og den lokale eksekvering. Dette havde medført langsom eksekvering, blandt andet i forhold til butiksdesign, opgradering af merchandise samt loyalitetsprogrammer.⁷²

Det ses her, at Pandora har rettet fokus mod at få bundet organisationen bedre sammen efter den store vækst, som Pandora tidligere oplevede gennem flere år. Organisationen i Pandora skal operere som en fælles enhed på tværs af alle landegrænser og dermed styrke Pandoras

⁷⁰ Pandora årsrapport 2018, side 24

⁷¹ <https://investor.pandoragroup.com/static-files/1dd4b1b7-70bb-4c4a-ae0f-4100a52ef6fe>

⁷² <https://investor.pandoragroup.com/news-releases/news-release-details/pandora-delivers-guidance-and-enters-two-year-transformation>

brand. Pandoras styring af organisationen ses dermed at være gået mod en hierarkisk struktur i forhold til tidligere netværksstruktur netop for at ensarte hele organisationen og strømline denne. Denne struktur skal gøre det muligt for Pandora at udøve en centraliseret styring, hvormed man sikrer sig, at det er de samme værdier, der bliver ført ud i hele organisationen.

3.2.3 Systems

Punktet systems dækker over de procedurer, der får Pandora til at arbejde og fungere.⁷³

I 2016 vedtog Pandora en global IT-strategi under navnet ”Speed and Value”. Målet med strategien var at få etableret en fælles infrastruktur og central styring i en IT-organisation.⁷⁴ Denne blev indført, da Pandoras daværende IT var mangelfuld efter den hastige ekspansion, Pandora oplevede i starten.

Den nye IT-infrastruktur er i stand til at indsamle data fra alle Pandoras butikker og eSTORE og analysere på denne data. Dataene kan efterfølgende benyttes til at finjusterede og optimere produktion og distribution, marketing samt kundeoplevelse. Pandora har ligeledes indrettet en datasky til transaktionsdata og har implementeret et merchandice planning system baseret på TXT i EMEA og APAC til formålet⁷⁵.

I forbindelse med implementering af program NOW i november 2018 lancerede Pandora en ændring af deres performance management systemer, hvormed Pandoras interne rapportering og data blev globaliseret. Derudover blev Pandoras incitamentsprogrammer tilpasset for at skabe bedre sammenhæng mellem incitamentsprogrammerne og værdiskabelsen for aktionærerne⁷⁶.

Siden salget af Pandoras produkter tog fart, har Pandoras IT også udviklet sig. De sidste år, og især siden lanceringen af strategien ”Speed and Value”, har Pandora fået målrettet sine systemer og globaliseret disse. Pandora kan nu bruge sin IT som en konkurrencefordel i hele værdikæden med den data, der bliver indsamlet fra salgsstederne.

For at motivere den øverste ledelse i Pandora blev der, i forbindelse med årsrapporten i 2017, lanceret et incitamentsprogram gældende for 2018-2020, hvor målene for tildeling af

⁷³ Lægaard og Vest, *Strategi i vindervirksomheder*, side 168

⁷⁴ <https://www.computerworld.dk/art/243282/cio-peter-cabello-spiller-en-noeglerolle-i-pandoras-globale-vaekstplaner-saadan-har-han-gjort-it-til-en-afgoerende-faktor>

⁷⁵ <https://www.computerworld.dk/art/243282/cio-peter-cabello-spiller-en-noeglerolle-i-pandoras-globale-vaekstplaner-saadan-har-han-gjort-it-til-en-afgoerende-faktor>

⁷⁶ <https://investor.pandoragroup.com/news-releases/news-release-details/pandora-delivers-guidance-and-enters-two-year-transformation>

aktieoptioner op til 1 årsløn var en årlig vækst i omsætningen på 10% og en årlig EBITDA på minimum 34%. Hvis omsætningsstigningen var under 7% og EBITDA under 34% optjenes ingen aktieoptioner.⁷⁷ I årsrapporten for 2018 blev der varslet en ændring i KPI'erne for den øverste ledelse, som først endeligt bliver fastlagt i marts 2019. Det blev dog annonceret, at det kortsigtede mål var fokus på rentabiliteten frem for fokus på omsætningsvækst, og at vækstmålet fremover ville fokusere på EBIT fremfor EBITDA.⁷⁸ Trods alle KPI'er ikke er fastlagt ved dette projektets skæringsdato, er de nye mål i tråd med de mål, som er beskrevet under punkt 3.2.1.

3.2.4 Shared values

Shared values dækker over de fælles værdier der kendetegner Pandora. En virksomheds værdigrundlag kan defineres som et samlet sæt af værdier, som virksomhedens medarbejdere er enige om og som både udtrykker, hvad organisationen står for, og hvad der skal være ledende for dens aktiviteter.⁷⁹

For at definere et fælles værdigrundlag introducerede Pandora i 2011 et fælles værdigrundlag for medarbejderne, kaldet Pandora Life.⁸⁰ Pandora Life skulle kombinere de 3 kerneværdier, Pandora arbejder med, som er Pride, Passion og Performance.

For at definere et etisk værdisæt har Pandora indført "Pandora Ethics" som er en del af deres Corporate Social Responsibility (CSR) initiativ.⁸¹ Her har Pandora lavet en guideline, hvor de 10 principper fra United Nations Global Compact er implementeret i.⁸² Dette medfører, at Pandora har forpligtet sig til at efterleve de internationale menneskerettigheder uanset, hvilket land Pandora opererer i samt at efterleve standarderne sat af International Labour Organisation. Pandora arbejder ligeledes tæt sammen med deres leverandører af råvarer gennem programmet Responsible Supplier Programme⁸³, der skal sikre, at leverandørerne lever op til Pandoras etiske værdisæt "Pandora Ethics".

Med de fælles værdigrundlag har Pandora dermed defineret nogle fælles værdier, der skal efterleves gennem hele Pandoras værdikæde. I Pandoras årsrapport for 2018 anføres det dog, at den ugentlige arbejdstid på maksimum 60 timer på Pandoras faciliteter i Thailand, som er fastsat

⁷⁷ Pandora årsrapport 2018, side 9

⁷⁸ Pandora årsrapport 2018, side 7

⁷⁹ Lægaard og Vest, *Strategi i vindervirksomheder*, side 200

⁸⁰ <https://pandoragroup.com/Careers/Culture-and-values>

⁸¹ <https://pandoragroup.com/en/CSR/Policies/PANDORA-Ethics>

⁸² <https://pandoragroup.com/CSR/Policies/PANDORA-Ethics>

⁸³ Pandora årsrapport 2018, side 33

af International Labour Organisation og dermed også af “Pandora Ethics”, er overskredet, hvilket omfatter knap 14.000 medarbejdere.⁸⁴ Pandoras værdisæt bliver dermed ikke efterlevet fuldt ud, hvilket kan have negative konsekvenser for Pandoras brand.

3.2.5 Style

Punktet style omhandler, hvilken ledelsesstil, der benyttes i Pandora.

Pandora har et tostrengt ledelsessystem, hvor bestyrelsen og direktionen leder virksomheden. Pandoras bestyrelse har det overordnede ansvar for ledelsen af Pandora og for tilsynet med direktionen. Bestyrelsen fastlægger ligeledes Pandoras politik omkring forretningsstrategi, organisation, regnskab, økonomi samt udpeger Pandoras direktion.⁸⁵ Den daglige drift varetages af Pandoras direktion.

Pandoras direktion består af kommende administrerende direktør Alexander Lacik, samt den øvrige direktion, der befinder sig på Pandoras hovedkontor i Danmark. Pandora har derudover placeret en lokal ledelse på flere af de markeder, hvor Pandora er etableret. Denne ledelsesstruktur skal gøre Pandora i stand til at udøve en centraliseret kontrol⁸⁶, og Pandoras ledelsesstil skal tage højde for de store kulturelle forskelle, der ses i de lande, hvor Pandora driver virksomhed. Denne kulturelle forskel ses tydeligt på Geert Hofstedes kulturkompass, som illustrerer forskellen på lande ud fra 6 dimensioner.⁸⁷

Pandoras mål for en god selskabsledelse er at sikre gennemsigtighed og ansvarlighed, og at Pandora opfylder sine forpligtelser over for aktionærerne, kunder, forbrugere, medarbejdere, myndigheder og andre vigtige interessenter for at maksimere den langsigtede værdiskabelse⁸⁸.

Medarbejderne i Pandora har et fælles værdisæt i Pandora Life, hvor de kan få lov til at planlægge deres hverdag inden for de fastsatte rammer og mål. Hermed sikrer ledelsen, at medarbejderne arbejder med de rigtige ting i forhold til Pandoras mål og vision.

Pandora har dog oplevet en del uro på de øverste poster, hvor der er sket flere ændringer gennem de sidste år. Fyringen af den administrerende direktør, Anders Friis i august 2018, og bestyrelsesformanden, Peter Tuborghs, udmelding om at forlade bestyrelsen i løbet af 2019, har bidraget til usikkerhed omkring styringen af Pandora.

⁸⁴ Pandora årsrapport 2018, side 33

⁸⁵ Pandora børsprospekt side 102

⁸⁶ <https://investor.pandoragroup.com/static-files/1dd4b1b7-70bb-4c4a-ae0f-4100a52ef6fe>

⁸⁷ <https://www.hofstede-insights.com/product/compare-countries/>

⁸⁸ Pandora årsrapport 2017 side 27

3.2.6 Staff

Staff dækker over, hvilken HR-strategi Pandora har.⁸⁹

Pandora beskæftiger over 32.000 medarbejdere på globalt plan, hvoraf de ca. 14.000 medarbejdere er ansat i produktionen i Thailand.⁹⁰ Med så stor en medarbejderstab er det vigtigt at have en HR-strategi for organisationen.

Pandoras overordnede HR-strategi er at skabe en direkte forbindelse mellem det at have kompetente, engagerede og tilfredse medarbejdere og en effektiv produktionsproces af høj kvalitet. Pandora søger derfor at opretholde et sikkert arbejdsmiljø og hensigtsmæssige arbejdsbetingelser for sine medarbejdere. Pandora opmuntrer til og belønner de initiativer, som medarbejderne udviser for at bidrage til og fastholde et godt og sikkert arbejdsmiljø. Pandora bestræber sig på at tilbyde konkurrencedygtige ansættelsesvilkår, tilsvarende medarbejdergoder og uddannelsesprogrammer.⁹¹ Denne strategi støttes af værdigrundlaget Pandora Life, der definerer de 3 kerneværdier Pride, Passion og Performance, som er med til at sørge for en stærk og ensartet virksomhedskultur.

En af de vigtigste HR-strategier i Pandora er medarbejderudvikling. Medarbejderudvikling defineres som en betydelig faktor for at sikre fremtidig vækst for Pandora, og derfor har Pandora flere uddannelsesprogrammer tilpasset både nye og nuværende medarbejdere.⁹²

Pandora har udviklet programmet "Passion in leadership" til brug for uddannelse af ledere. Uddannelsen er tilpasset ud fra den region, lederen er ansat i.⁹³ Dette er med til at sikre at lederen i hver region, er tilpasset den arbejdskultur, der hersker i den specifikke region.

For at tiltrække nye medarbejdere arbejder Pandora med employer branding, hvor Pandora markedsfører sig som ejer af hele forsyningskæden, hvormed medarbejderen har mulighed for at prøve kræfter med alt fra arbejde i produktion til salg i butikkerne.

Generelt vurderes det, at Pandora har stor fokus på deres medarbejdere og værdsætter disse højt. Pandora gør meget for at udvikle medarbejderne og fastholde disse, bl.a. gennem deres e-learning platform, så medarbejderne hele tiden er opdateret med den nyeste viden, intern lederuddannelse, og et overordnet værdigrundlag gennem Pandora Life. Samlet set er det med

⁸⁹ Lægaard og Vest, *Strategi i vindervirksomheder*, side 214

⁹⁰ Pandora årsrapport 2018, side 33

⁹¹ Pandora børsprospekt side 68

⁹² Pandora årsrapport 2017 side 24

⁹³ <https://pandoragroup.com/Careers/Working-at-Pandora/Development-and-training/Passion-in-Leadership>

til at udfylde behovene efter den instrumentelle-, følelsesmæssige-, samt moralske del⁹⁴, hvormed det mest optimale opnås ved den enkelte medarbejder.

3.2.7 Skills

I dette afsnit undersøges Pandoras ressourcer, færdigheder samt kapabiliteter.⁹⁵

3.2.7.1 Materielle og immaterielle ressourcer

Pandora er i besiddelse af større materielle aktiver, herunder deres produktionsanlæg i Thailand, der udgør i alt 19.386 kvadratmeter, hvilket er den største produktionskapacitet i smykkebranchen.⁹⁶ Pandora har også et stort globalt netværk af Pandoras konceptbutikker, der udgør 2.705 butikker. Disse er ofte placeret på attraktive placeringer.

De immaterielle ressourcer udgør en stor del af den samlede værdi af Pandora, da Pandora har brugt mange ressourcer på at blive verdens største smykkebrand. Immaterielle ressourcer udgjorde i 2018 7.778 millioner kroner, hvoraf goodwill samt Pandoras brand udgjorde henholdsvis 4.278 og 1.057 millioner kroner. Pandoras patenter indgår ligeledes i de immaterielle ressourcer. Pandoras manglende patentrettigheder uden for Europa, Kina samt USA kan blive problematisk i fremtiden, da Afrika, Mellemøsten og Asien kan blive der, hvor Pandora skal hente meget af omsætningen i fremtiden.

3.2.7.2 Færdigheder

Færdigheder vedrører typer af kompetencer, der har betydning for Pandoras fremtidige udvikling. Kompetencer deles op i de 4 underkategorier, som er læringskompetence, forandringskompetence, relationskompetence samt meningskompetence.⁹⁷

Læringskompetence – lære fagligt stof og efterfølgende anvende det.⁹⁸

Pandora har 37 års erfaring inden for smykkebranchen og råder derfor over en stor know how inden for smykker. Pandora har ligeledes 31 års erfaring i at drive en vertikalt integreret forsyningskæde, som er blevet justeret gennem tiden via den viden, Pandora har opbygget. Dette giver Pandora en konkurrencefordel i forhold til nye konkurrenter på smykkemarkedet. Som nævnt under punkt 3.2.6 har Pandora ligeledes opbygget en stor uddannelsesbase for deres medarbejdere, der er vigtig for Pandoras fremtidige konkurrenceevne.

⁹⁴ Lægaard og Vest, *Strategi i vindervirksomheder*, side 218

⁹⁵ Lægaard og Vest, *Strategi i vindervirksomheder*, side 221

⁹⁶ Pandora årsrapport 2018, side 18

⁹⁷ Lægaard og Vest, *Strategi i vindervirksomheder*, side 223

⁹⁸ Lægaard og Vest, *Strategi i vindervirksomheder*, side 222

Forandringskompetence – tilpasning og innovation⁹⁹

I forbindelse med lanceringen af Charms konceptet i år 2000 var Pandora innovative og udviklede et koncept, som ikke var udbudt på det globale marked for smykker tidligere. Sidenhen har Pandora tilføjet yderligere produktkategorier til deres portefølje, hvor der senest er foretaget to nye lanceringer i 2018.¹⁰⁰ Pandora er i besiddelse af et stort innovationscenter i Thailand, som skal være på forkant med udviklingen og design af smykker. Trods Pandoras forsøg på innovation og lancering af nye smykkekoncepter, er Pandora fortsat meget afhængig af deres Charms koncept.

Pandoras målgruppe har, lige siden starten af Pandora, været kvinder mellem 25-50 år.¹⁰¹ Denne målgruppe har Pandora holdt fast i og har kun udviklet smykker, der er tilpasset denne målgruppe. Her har Pandora ikke været innovative ved at forsøge at ramme en bredere gruppe af kvinder eller eventuelt mænd. I forbindelse med lanceringen af program NOW blev der heller ikke fokuseret anderledes med hensyn til Pandoras målgruppe. Der kunne her være store muligheder for Pandora.

Relationskompetence – evnen til at skabe netværk og tage ansvar sammen med andre.¹⁰²

Pandora har et samarbejde med deres leverandører ved brug af Pandoras Responsible Supplier Policy.¹⁰³ Ved Pandoras Responsible Supplier har Pandora nedfældet et dokument, hvori de giver udtryk for, hvordan deres samarbejde med deres leverandører skal foregå, herunder hvilke etiske standarder, Pandora forventer, at leverandørerne lever op til. For at Pandora kan følge op på om leverandørerne lever op til Responsible Supplier Policy, har Pandora et program, kaldet ”Four Step CSR Supplier Program”, hvor Pandora kategoriserer, træner og udfører kontrolbesøg hos sine leverandører.¹⁰⁴

Meningskompetence – holde fast i det væsentlige, danne egen mening og samt evnen til at kommunikerer dette ud.¹⁰⁵

Pandora bruger mange ressourcer på at markedsføre sig, hvilket ligeledes har været en medvirkende faktor til Pandoras nuværende position på smykkemarkedet med en brand

⁹⁹ Lægaard og Vest, *Strategi i vindervirksomheder*, side 222

¹⁰⁰ Pandora årsrapport 2018, side 10

¹⁰¹ Pandora børsprospekt, side 1

¹⁰² Lægaard og Vest, *Strategi i vindervirksomheder*, side 221-222

¹⁰³ <https://pandoragroup.com/CSR/Product/Suppliers-Code-of-Conduct>

¹⁰⁴ <https://pandoragroup.com/CSR/Product/Responsible-Supplier-Programme>

¹⁰⁵ Lægaard og Vest, *Strategi i vindervirksomheder*, side 221-222

awareness på 85% på hovedmarkederne.¹⁰⁶ I forbindelse med lanceringen af program NOW fastholdt Pandora, at de fortsat ville øge markedsføringsomkostningerne trods store besparelser. Dette indikerer, at Pandora ser markedsføring som essentielt for virksomheden.

Pandora markedsfører sig ligeledes på internettet og har i 2018 14,8 million følgere på Facebook, samt 5,6 millioner følgere på instagram.¹⁰⁷ På internettet har Pandora ligeledes Pandora Club, som er et online community, hvor kunder får eksklusiv adgang til viden om Pandoras produkter.¹⁰⁸

Kapabiliteter - Dette punkt dækker over færdigheder og forretningsprocesser Pandora mestre.¹⁰⁹

Pandoras smykkefremstilling sker gennem en vertikalt integreret forsyningskæde, hvormed Pandora selv styrer alle leddene i forsyningskæden undtagen køb af råvarer. Dette giver nogle fordele ved, at Pandora har fleksibilitet i alle leddene og hurtigt kan tilrette sig efter efterspørgslen. Dette giver ligeledes nogle omkostningsbesparelser, hvis alle led i værdikæden drives effektivt. Pandora har fra børsintroduktionen i 2010 formået at skære produktionstiden ned fra 6-8 uger til i 2018 at udgøre 4 uger, hvilket Pandora selv angiver som den mest effektive produktion i branchen.¹¹⁰

3.2.8 Opsamling på interne strategifaktorer

Pandoras strategi blev ændret med indførslen af program NOW, hvor Pandora, via 4 grundpæle, bestående af kommercielt reset, "Reignite a passion for Pandora", omkostningsbesparelser samt implementering af nye arbejdsområder, skal genoprette en langsigtet bæredygtig vækst. De 4 grundpæle skal ligeledes være med til at opfylde Pandoras vision om at være det smykkemærke, som leverer den bedste personlige service.

Til at opfylde visionen har Pandora stor fokus på medarbejdernes trivsel og udvikling, som er defineret i Pandoras overordnede HR-strategi og i det fælles værdigrundlag Pandora Life. Dette skal sikre opfyldelse af medarbejdernes instrumentelle-, følelsesmæssige-, og moralske del, hvilket skal bidrage til effektive medarbejdere.

¹⁰⁶ Pandora årsrapport 2018, side 3

¹⁰⁷ Pandora årsrapport 2018, side 26

¹⁰⁸ Pandora årsrapport 2018, side 10

¹⁰⁹ Lægaard og Vest, *Strategi i vindervirksomheder* side 221-222

¹¹⁰ Pandora årsrapport 2018, side 18

Pandora har et tostrengt ledelsessystem bestående af en bestyrelse og direktion, der via lokal ledelse på flere af Pandoras markeder, skal udøve centraliseret kontrol. Pandora har dog haft nogle udfordringer på topchefposten samt i bestyrelsen.

Procedurerne, der skal lede Pandora i mål, er Pandoras globale IT-strategi ”Speed and Value”, der har målrettet Pandoras systemer og globaliseret disse, hvormed Pandora har opnået en konkurrencefordel med den data, der bliver indsamlet fra salgsstederne. For at motivere den øverste ledelse til at opnå visionen er incitamentsprogrammet ændret, så ledelsen nu primært måles på rentabiliteten i Pandora fremfor omsætningsvækst.

Til at bringe Pandora i mål er Pandora ligeledes i besiddelse af en vertikal integreret forsyningskæde, der dækker over den mest effektive produktion i branchen, stor brandværdi samt stor erfaring i design samt markedsføring på flere platforme. Pandora mangler dog nytænkning indenfor sin målgruppe, der fortsat er kvinder mellem 25-50 år.

3.2.9 Kritik af 7-S modellen

7-S modellen er en god model til at analysere de interne forhold i en virksomhed. Modellen har dog væsentlige mangler, såsom virksomhedernes innovationsevne, kundefokus, kvalitet samt kernekompetencer.¹¹¹ Nogle af disse punkter har stor betydning for en virksomhed som Pandora, der netop lever af at levere en god kvalitet og service til kunderne for at leve op til deres vision.

3.3 Opsamling på den strategiske analyse

For at samle trådene i den strategiske analyse vil hovedpunkter fra den eksterne og interne analyse blive sammenholdt i en SWOT-analyse. Dette skal være med til at danne et samlet overblik over Pandoras stærke og svage sider, herunder at identificere de muligheder og trusler, Pandora står overfor.

¹¹¹ Lægaard og Vest, *Strategi i vindervirksomheder* side 224

Tabel 3¹¹²

Interne forhold	
Stærke sider	Svage sider
1. Stærkt brand 2. Ejer hele værdikæden (Stor grad af kontrol) 3. Klart defineret målgruppe 4. Mange års erfaring i smykkeproduktion 5. Digitalt førende	1. Produktion samlet i Thailand 2. Charms koncept udgør 72% af salget 3. Målgruppe kun kvinder 25-50 år 4. Usikkerhed om strategier og rokering i ledelse 5. Manglende patentrettigheder
Eksterne forhold	
Muligheder	Trusler
1. Online salg 2. Åbning af nye butikker på nye vækstmarkeder 3. Voksende marked for smykker 4. Lancerer smykker til mænd eller udvide målgruppen ved kvinder 5. Udvikle nye kollektioner	1. Kopiprodukter 2. Uforudset skift i modetrends 3. Global lavkonjunktur 4. Politisk samt lovgivningsmæssig uro i Thailand 5. Fortsat stagnerende/faldende salg (PLC kurven)

For at bygge videre på SWOT-modellen og udfinde nogle strategiske udviklingsmuligheder vil jeg benytte TOWS-matrix. De strategiske udviklingsmuligheder udfindes ved at kombinere de identificerede faktorer fra SWOT-modellen. Heraf udvikles strategier, der er med til at maksimere indflydelsen fra virksomhedens styrker og muligheder og minimere indflydelsen fra virksomhedens svagheder og trusler.

3.3.1 SO-tiltag

Pandora kunne udnytte sit stærke brand og sin mange års erfaring i smykkeproduktion ved at designe og lancere en smykkeserie til mænd. Dette vil medvirke til at udvide målgruppen for Pandora og dermed give øgede indtægtsmuligheder.

For at udnytte det voksende marked for smykker fuldt ud, kan Pandora lancere en mere prisvenlig kollektion af smykker til deres definerede målgruppe. Pandora har i forvejen stor

¹¹² Lægaard og Vest, *Strategi i vindervirksomheder* side 290

erfaring i denne målgruppe mht. markedsføring og salg. Smykkerne kunne få et andet navn, men fortsat kunne genkendes som Pandora, så Pandora kan udnytte sit stærke brand. Dette er en lignende strategi B&O har benyttet med deres Beoplay serie. Risikoen er dog, at det kan skade brandet.

3.3.2 ST-tiltag

Da Pandora ejer hele værdikæden, kan Pandora flytte noget af produktionen til andre lande, hvormed Pandora ville minimere risikoen ved ustabilitet i Thailand og ligeledes minimere valutarisikoen.

Pandora kan udnytte den digitale platform via Pandoras online Club til at forhøre kunderne om, hvilke ønsker de har til nye smykketiltag fra Pandora. Dermed kan Pandora være på forkant med udviklingen og ligeledes øge salget for at undgå et fortsat stagnerende/faldende salg.

3.3.3 WO-tiltag

For at mindske usikkerheden om Pandoras strategi og afhængigheden af Charms konceptet kan Pandora satse mere på de øvrige produktgrupper og udvikle nye kollektioner.

3.3.4 WT-tiltag

For at mindske truslen fra kopiprodukter kan Pandora have mere fokus på at udvide deres patentrettigheder til flere lande. Dette kan være med til at beskytte Pandora, således at risikoen for kopiering reduceres.

4. Regnskabsanalyse

4.1 Generelt

Efter at have foretaget den strategiske analyse vil jeg nu undersøge den finansielle del af Pandora i form af en regnskabsanalyse, som tager udgangspunkt i Pandoras 5 seneste årsrapporter. Regnskabsanalysen indledes med en validering af de 5 årsrapporter samt en vurdering af sammenligneligheden mellem dem. Herefter vil jeg foretage en nøgletalsanalyse af Pandoras historiske rentabilitet samt vækst. Disse forhold skal være medvirkende til at fastlægge de finansielle værdidrivere, der har haft en historisk betydning for værdiskabelsen i Pandora.

Endeligt benyttes regnskabsanalysen sammen med den strategiske analyse til at opstille finansielle opgørelser i budgetform.

4.1.1 Validitet samt sammenlignelighed

For at sikre at de sidste 5 årsrapporter fra Pandora er anvendelige i regnskabsanalysen, er det vigtigt at få vurderet deres validitet og sammenlignelighed.

For at sikre validiteten af årsrapporterne i dette projekt gennemgås årsrapporternes revisionspåtegning, hvor den uafhængige revisor erklærer om årsrapporten er retvisende uden forbehold. Ved gennemgang af Pandoras årsrapporter 2013-2018 er der ingen påtegninger fra den uafhængige revisor ej heller nogle forbehold, hvorfor det vurderes, at årsrapporterne er tilstrækkeligt valide til projektets regnskabsanalyse.

Til at vurdere sammenligneligheden mellem årsrapporterne er den anvendte regnskabspraksis blevet gennemgået for at konstatere, om der er sket ændringer i anvendt regnskabspraksis. Ved gennemgang af årsrapporternes ses det, at Pandora har implementeret IFRS 9 samt IFRS 15 i årsrapporten for 2018. Dette vurderes ikke at have indflydelse på årsrapporternes sammenligneligheden, hvilket Pandora ligeledes anfører i årsrapporten 2018.

Ud fra ovenstående vurderes det, at årsrapporternes validitet og sammenlignelighed giver et realistisk billede af Pandoras aktiver, passiver og finansielle stilling, og kan dermed danne grundlag for den fortsatte regnskabsanalyse.

4.1.2 Reformulering

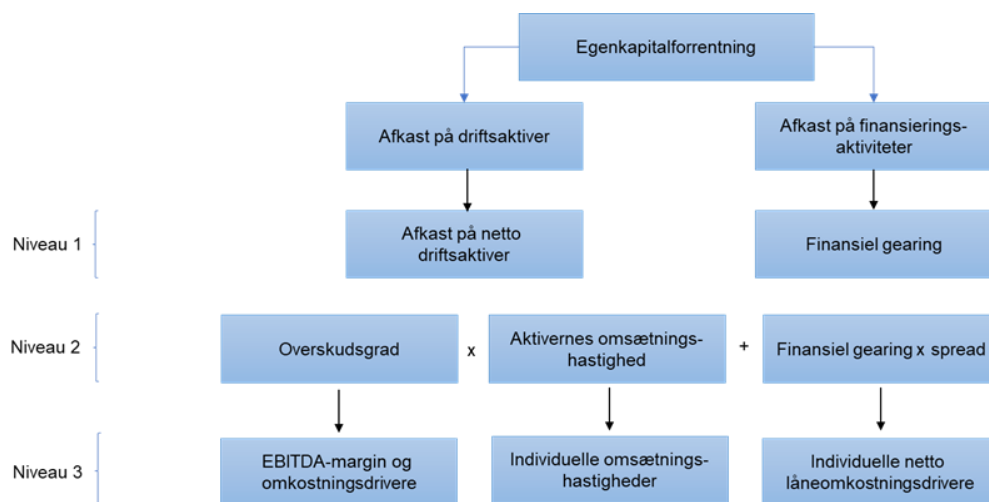
For at årsrapporterne skal kunne danne grundlag for regnskabsanalysen, skal disse reformuleres. Dette sker ved at opdele regnskabsposterne i finansiering og drift. Ved reformuleringen opnås de nøgletal, der skal danne grundlag for analysen. Der er foretaget reformulering af henholdsvis egenkapitalopgørelsen, balancen samt resultatopgørelsen, se bilag 1,2 og 3.

4.2 Rentabilitetsanalyse

I rentabilitetsanalysen dannes et helhedsindtryk af Pandoras økonomiske situation. Dette gøres ved at beregne flere nøgletal ud fra de reformulerede opgørelser. De beregnede nøgletal skal være med til at belyse, hvad der driver den nuværende rentabilitet i Pandora. Ved at skitsere den nuværende økonomiske situation i Pandora, ud fra de beregnede nøgletal, kan der opnås en bedre forståelse for den fremtidige rentabilitet. Dette danner grundlag for den senere budgettering.

Udgangspunktet for rentabilitetsanalysen er nøgletallet ROE eller egenkapitalforrentningen. Dette nøgletal skal dekomponeres for at kortlægge de underliggende finansielle værdidrivere. Hertil benyttes DuPont-modellen¹¹³, som opdeler dekomponeringen af ROE i 3 niveauer. Indhold af hvert niveau vil blive beskrevet nedenfor.

Figur 5¹¹⁴



¹¹³ Sørensen, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang*, side 280

¹¹⁴ Sørensen, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang*, side 280

Som det første i Dupont-modellen udregnes ROE, der danner grundlag for rentabilitetsanalysen. Dette nøgletal udtrykker, hvor meget investorerne får tilbage af deres investering.

Udvikling i ROE				2014	2015	2016	2017	2018
		Totalindkomst til ordinære aktionærer						
ROE	=	Gns. Ordinær egenkapital	=	-	60,3%	93,7%	80,9%	80,1%

Som det ses ligger ROE på et højt niveau i alle årene startende på 60,3% i 2015, hvorefter der sker en voldsom stigning til 93,7% i 2016, grundet stigning i årets resultat på 64% fra 2015 til 2016. Herefter falder ROE til et mere stabilt niveau på henholdsvis 80,9% i 2017 og 80,1% i 2018. Trods faldet de sidste 2 år har Pandora umiddelbart været god til at forrente de ordinære aktionærers investering. For at forklare udviklingen i ROE foretages en dekomponering af ROE til niveau 1.

4.3.1 Niveau 1: Opdeling af driftsaktiver, finansieringsaktiviteter og finansiell gearing

Dekomponering: Niveau 1				2014	2015	2016	2017	2018
ROE	=	ROIC + (FGEAR * (ROIC - r))	=	-	60,3%	93,7%	80,9%	80,1%
Niveau 1								
ROIC	=	DO(efter skat)x100 / Gns. NDA	=	-	60,80%	67,80%	58,10%	43,20%
FGEAR	=	Gns. NFF / Gns. EK	=	-	0,33	0,52	0,76	0,82
r	=	NFO/Gns. NFF	=	-	67,80%	9,00%	2,60%	-2,40%
SPREAD	=	ROIC - r	=	-	-7,00%	58,80%	55,50%	45,60%

I niveau 1 er ROE først dekomponeret til 3 nye nøgletal. Disse nøgletal er henholdsvis ROIC, FGEAR samt SPREAD, se nærmere nedenfor.

ROIC måler, hvor profitabelt Pandora er i stand til at udnytte de ressourcer, der er til rådighed. Jo mere profitabelt Pandora udnytter sine ressourcer, des større bliver ROIC og dermed ejernes afkast.¹¹⁵ ROIC har haft en stigende tendens fra 2015 til 2016 på 7%, hvilket kan henledes til et stort spring i driftsoverskuddet. Fra 2016 er ROIC faldet markant fra 67,8% til 43,2% i 2018, hvilket skyldes en kombination af faldende driftsoverskud, stagnerende salg, stigende driftsomkostninger samt stigende nettodriftsaktiver.

Nøgletallet FGEAR udgør den finansielle gearing, som viser, hvor stor en del af kapitalen, der er fremmed kapital. FGEAR har haft en stigende tendens fra 0,33 i 2015 til 0,82 i 2018, hvormed ROE stiger i denne periode til et niveau over ROIC. Grunden til stigningen i FGEAR er låntagningen i Pandora, som er steget fra -892 mio. kr. i 2014 til 5.317 mio. kr. i 2018, hvilket

¹¹⁵ Sørensen, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang*, side 281

primært skyldtes optagning af lån til åbning af flere Pandora-ejede konceptbutikker samt til store IT-investeringer.

Nøgletallet SPREAD viser, om Pandora genererer overskud ved arbejde med fremmedkapital. Fra 2015 frem til 2018 ses det, at SPREAD har haft en faldende tendens fra 58,80% til 45,60%. Dette viser, at Pandora har haft en faldende tendens på fortjenesten på den finansielle gearing, hvilken dog fortsat er på et højt positivt niveau. Denne udvikling kan ligeledes henledes til r, som er de gennemsnitlige finansieringsomkostninger i forhold til de gennemsnitlige NFF, som er blevet formindsket meget fra 2015 til 2018.

4.3.2 Niveau 2: Dekomponering ROIC

Dekomponering: Niveau 2				2014	2015	2016	2017	2018
ROIC	=	DO(efter skat) x 100 / Gns. NDA	=	-	60,80%	67,80%	58,10%	43,20%
Niveau 2								
OG	=	DO(efter skat) x 100 / Nettooms.	=	31,59%	25,85%	29,54%	24,57%	21,85%
AOH	=	Nettoomsætning / Gns. NDA	=	-	2,35	2,36	2,26	2,00

I niveau 2 dekomponeres ROIC til 2 nye nøgletal, som er henholdsvis OG (overskudsgrad) og AOH (omsætningshastighed).

Indledningsvist gennemgås OG, som måler overskuddet for en krones salg fra Pandoras driftsaktiver. Der ses her, at OG gik fra et meget højt niveau i 2014 på 31,56% til 25,85% i 2015. En del af grunden til denne nedgang skyldes, at Pandora fik en ekstra skatteomkostning på 364 mio. kr. til betaling i 2015. I 2016 steg OG til 29,54% for herefter at falde til 21,85% i 2018. Dette viser samlet, at lønsomheden i Pandora er gået fra, at Pandora tjente knap 31,59 øre pr. 1 krones salg i 2014 til 21,85 øre pr. 1 krones salg i 2018. Denne negative udvikling skyldes til dels, at Pandora har lavet større investeringer i Pandora-ejede konceptbutikker samt IT. En overskudsgrad på 21,85% er dog fortsat et højt niveau.

Nøgletallet AOH måler salget pr. krone investeret i nettodriftsaktiver.¹¹⁶ Det fremgår, at AOH i 2015 lå på 2,35 og 2,36 i 2016. Herefter faldt AOH til 2,26 i 2017 og til 2,00 i 2018, hvilket viser, at Pandora skulle bruge 50 øre for at skabe 1 krones salg i 2018. Faldet har været stort, og det forklarer til dels, hvorfor ROIC også er faldet meget i Pandora gennem 2017 og 2018.

¹¹⁶ Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang, side 286

4.3.3 Niveau 3: Analyse af overskudsgraden og omsætningshastigheden

Dekomponering: Niveau 3 Overskudsgrad				2014	2015	2016	2017	2018
Niveau 3								
Core nettoomsætning				100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Driftsomkostninger				-62,28%	-61,63%	-60,94%	-62,67%	-67,46%
EBITDA-margin				37,72%	38,37%	39,06%	37,33%	32,54%
Afskrivninger				-1,86%	-2,39%	-2,55%	-3,16%	-4,34%
EBIT-margin				35,86%	35,98%	36,51%	34,17%	28,20%
Skat på EBIT				-6,89%	-8,47%	-7,75%	-8,45%	-6,59%
NOPAT-margin				28,97%	27,51%	28,76%	25,72%	21,61%
Core andet DO, efter skat				4,39%	1,76%	0,78%	-1,15%	0,25%
Usædvanlige driftsposter, efter skat				0%	-2,17%	0%	0%	0%
Samlet OG				33,36%	27,10%	29,54%	24,57%	21,86%

I dekomponeringen af overskudsgraden ses det, at EBITDA-margin har haft en stigende tendens fra 2014 frem mod 2016, hvilket skyldes et fald i driftsomkostningerne. Fra 2016 frem mod 2018 er EBITDA-margin faldet fra 39,06% til 32,54% på grund af tilsvarende stigende driftsomkostninger. De kraftigt stigende driftsomkostninger fra 2016 til 2018 har primært været forbundet med stigende salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger. De stigende omkostninger har været forbundet med stigning i antallet af Pandora-ejede konceptbutikker, der er steget fra 598 butikker i 2016 til 1340 i 2018, samt stigning i udgifterne til digitale medier i forbindelse med Pandoras tiltag på forbedringen af e-STORE. Afskrivningerne stiger fra -1,86% i 2014 til -4,34% i 2018, hvilket primært skyldes stigende afskrivninger på Pandoras distributionsrettigheder samt distributionsnetværk i forbindelse med, at Pandora har øget deres antal af Pandora-ejede konceptbutikker fremfor tredjepartsejede butikker.

Samlet resulterer dette i, at NOPAT-margin har haft et større fald fra 28,76% i 2016 til 21,61% i 2018 fra at have ligget nogenlunde stabilt fra 2014 til 2016. Overskudsgraden er på baggrund heraf faldet relativt kraftigt fra 29,54% i 2016 til 21,86% i 2018.

4.3.4 Dekomponering af omsætningshastigheden (AOH)

Dekomponering: Niveau 3 AOH drivere (Inverse)				2014	2015	2016	2017	2018
Niveau 3								
Varebeholdninger OH	=	-		-	0,12	0,13	0,12	0,13
Debitorer OH	=	-		-	0,07	0,07	0,08	0,08
Andre kortfristede DA OH	=	-		-	0,04	0,04	0,03	0,04
Kreditorer OH	=	-		-	-0,06	-0,07	-0,07	-0,09
Andre kortfristede DF OH	=	-		-	-0,12	-0,11	-0,10	-0,11
Arbejdskapital OH	=	-		-	0,05	0,05	0,06	0,05
Immatrielle aktiver OH	=	-		-	0,31	0,28	0,28	0,32
Matrielle aktiver OH	=	-		-	0,06	0,07	0,09	0,11
Netto andre DA OH	=	-		-	0,01	0,01	0,01	0,01
Anlægskapital OH	=	-		-	0,38	0,37	0,38	0,44
Inverse værdi af AOH	=	-		-	0,43	0,42	0,44	0,49

Ved dekomponering af omsætningshastigheden ses det, at Pandoras kapitalbinding i varebeholdninger, debitorer, andre kortfristede DA, kreditorer samt andre kortfristede DF har ligget på et relativt stabilt niveau fra 2015 indtil 2018. Dette har resulteret i, at arbejdskapitalen ligeledes har ligget på et stabilt niveau mellem 0,05 samt 0,06 fra 2015 indtil 2018. Bindingen i arbejdskapitalen er generelt på et meget lavt niveau, hvilket skyldes lav pengebinding i debitorer og varebeholdninger og samtidig forøgelse af kreditter hos leverandører. Dette medfører øget likviditet og omkostningsbesparelser for Pandora.

Materielle aktiver ses svagt stigende fra 0,06 i 2015 til 0,11 i 2018. Dette kan primært henledes til forøgelse af Pandora-ejede konceptbutikker. Dette medfører, at anlægskapitalen og inverse værdi af omsætningshastigheden begge stiger 0,6 fra 2015 til 2018.

4.4 Vækstanalyse

Efter rentabilitetsanalysen vil jeg i dette afsnit beskæftige mig med vækstanalysen, som tager udgangspunkt i de væsentligste nøgletal, som er illustreret i nedenstående skema. Vækstanalysen skal, i kombination med rentabilitetsanalysen, bruges til at fremkomme med en prognose for udviklingen i Pandora.

Vækstanalyse		2014	2015	2016	2017	2018
mio. kr.						
Charms armbånd i guld og sølv		1.427	1.923	3.672	3.965	4.393
Ifht. sidste år		-	34,76%	90,95%	7,98%	10,79%
Charms		7.933	10.833	11.991	12.920	12.126
Ifht. sidste år		-	36,56%	10,69%	7,75%	-6,15%
Ringe		1.192	2.066	2.643	3.161	3.168
Ifht. sidste år		-	73,32%	27,93%	19,60%	0,22%
Øvrige smykker		1.390	1.915	1.975	2.735	3.119
Ifht. sidste år		-	37,77%	3,13%	38,48%	14,04%
Nettoomsætning		11942	16737	20281	22781	22806
Ifht. sidste år			40,15%	21,17%	12,33%	0,11%
Core DO		3249	4397	5833	5859	4927
Ifht. sidste år		-	35,33%	32,66%	0,45%	-15,91%
Samlet DO		3773	4327	5991	5598	4984
Ifht. sidste år		-	14,68%	38,46%	-6,56%	-10,97%
Core overskudsgrad (Core OG)		27,21%	26,27%	28,76%	25,72%	21,60%
Overskudsgrad (OG)		31,59%	25,85%	29,54%	24,57%	21,85%
Gennemsnitlig NDA		-	7115	8597	10088	11404
Ifht. sidste år		-	-	20,83%	17,34%	13,05%
ROIC (Afkast af den investerede kapital)		-	60,82%	69,69%	55,49%	43,70%

Ovenstående skema viser, at omsætningen for alle 4 produktkategorier er steget fra 2014 til 2018 med ca. 91%. Omsætningsvæksten skyldes primært en stigning i salget af Charms armbånd i perioden 2014 til 2016 på 157% samt salget af Ringe og Øvrige smykker. Den samlede omsætningen ses dog at stagnere i 2017 til 2018, hvor omsætningen kun steg med

0,11%. Begrundelsen for den stagnerende udvikling er primært, at Pandoras største produktgruppe, Charms, har oplevet et fald i omsætningen på -6,15% fra 2017 til 2018. Produktgruppen, Ringe, har dog også oplevet en flad udvikling fra 2017 til 2018, hvor stigningen i omsætningen var på beskedne 0,22%.

Ved core overskudsgraden ses en stigning på 51,64% fra 2014 til 2018. Core overskudsgraden har dermed ikke fulgt den samlede omsætningsstigning, som har været på ca. 91% fra 2014 til 2018. Dette skyldes primært udviklingen i core driftsoverskuddet mellem 2016 til 2018, hvor det udviklede sig fladt i 2017, men faldt med -15,91% i 2018. Denne udvikling kan hovedsageligt tilskrives Pandoras store investeringer i Pandora-ejede konceptbutikker samt Pandoras eSTORE, der har medført mærkbart øgede omkostninger.

Ved den samlede overskudsgrad ses det, at den var 4,38% højere end core overskudsgraden i 2014. Dette skyldes, at Pandora blev begunstiget af nogle positive valutakursreguleringer. Trods en stor stigning i omsætningen fra 2014-2015 faldt overskudsgraden i denne periode med 5,75%. Dette skyldtes primært et forlig, som Pandora indgik med SKAT i 2015. Herefter steg overskudsgraden fra 26,27% i 2015 til 29,54% i 2016 for efterfølgende at være nedadgående i 2017 og 2018, hvor overskudsgraden faldt fra 24,57% i 2017 til 21,85% i 2018. Dette indikerer en faldende konkurrencemæssig fordel.

ROIC er steget fra 60,82% i 2015 til 69,69% i 2016. Den efterfølgende udvikling i ROIC har været kraftigt nedadgående fra 55,49% i 2017 til 43,70% i 2018. Denne udvikling skyldes bl.a. en faldende overskudsgrad, men kan ligeledes været begrundet i en faldende AOH fra 2,35 i 2015 til 2,00 i 2018, som er beskrevet i niveau 2.

4.4.1 Egenkapitalens forrentning og residualoverskud

Vækstanalyse ROE og RI				2014	2015	2016	2017	2018
<i>mio. kr.</i>								
Egenkapitalens forrentning (ROE)				-	60,25%	93,71%	80,87%	80,09%
Gennemsnitlig EK				-	6586	6467	6654	6467
Ifht. sidste år				-	-	-1,81%	2,90%	-2,82%
Residualoverskud (RI)								
RI ved ejerafkastkrav på 10%				-	3309	5413	4716	4532
				-	-	63,57%	-12,89%	-3,89%
RI ved ejerafkastkrav på 25%				-	2322	4443	3718	3562
				-	-	91,40%	-16,34%	-4,17%
RI ved ejerafkastkrav på 50%				-	675	2827	2054	1946
				-	-	318,78%	-27,34%	-5,27%

For at vurdere egenkapitalens forrentning vil jeg se nærmere på nøgletallet ROE, der viser, hvor stor en nettoprofit Pandora har genereret i forhold til egenkapitalen i Pandora. ROE ligger på et

højt niveau i 2015 på 60,25% for herefter at stige kraftigt til 93,71%. ROE er herefter faldet og er kommet til at ligge på et stabilt niveau med 80,87% i 2017 samt 80,09% i 2018. ROE har ligget markant højere end ROIC fra 2016-2018, hvilket primært skyldes øget låntagning til brug for åbning af flere Pandora-ejede konceptbutikker samt store IT-investeringer i denne periode. Samtidig har Pandora haft faldende finansieringsomkostninger i forhold til de gennemsnitlige NFF, som er blevet formindsket fra 2016 til 2018.

For at vurdere om Pandora er en vækstvirksomhed, er residualoverskud (RI) beregnet i ovenstående skema. Residualoverskuddet er det, som nettooverskuddet overstiger kapitalomkostningerne. I beregningen er der indsat foruddefinerede afkastkrav, på henholdsvis 10%, 25% og 50%, da WACC'en først fastsættes i afsnit 5. Fra 2015-2018 generer Pandora et positivt afkast ved et ejerafkastkrav på 10% samt 25%. Ved et ejerafkastkrav på 50% falder afkastet betragteligt, men det forbliver fortsat positivt fra 2015 til 2018. Disse udregninger bevidner, at Pandora er en vækstvirksomhed, der generer et solidt afkast.

4.5 Risikoanalyse

For at identificere de risici, der er forbundet med en investering i Pandora, har jeg udarbejdet en skematisk risikoanalyse. I nedenstående tabel vurderes de driftsmæssige og finansielle risici ud fra en vurdering af om risikoen er høj eller lav.

Tabel 4

	Risiko	Konsekvens	Vurdering af risiko (1-10)	Handlinger
Driftsmæssig risiko	Faldende omsætning	Faldende OG	10	Reducerer AOH, udvide målgruppen/satse på ny målgruppe, nye markeder
Finansiell risiko	Stigende rente	Rente på variable lån for 7,5 milliard stiger	7	Pandora har ingen rentesikring. Indfri lån eller tage lån med fast rente
	Stigende valutakurs	Stigende omkostninger	7	Valutasikrer 70% op til 1 år
	Stigende råvarepriser	Stigende produktionsomkostninger	7	Sikrer op til 1 år 70% af prisstigninger via terminskontrakter

Den driftsmæssige risiko vurderes som høj, idet PLC-modellen, jf. punkt 3.1.3 samt vækstanalysen, jf. punkt 4.4 indikerer høj sandsynlighed for faldende omsætning for Pandora. Konsekvenserne heraf kan mindskes ved f.eks. reducere driftsomkostninger eller forsøge at finde nye muligheder for at øge omsætningen ved, at benytte nogle af de fremkomne strategiske forslag jf. punkt 3.3.

Den finansielle risiko vurderes lav da Pandora har sikret sig mod udsving i valutakurser på hovedvalutaerne samt råvarepriser. Pandora har dog valgt lån med variabel rente på de langfristede lån, hvilket udsætter Pandora for renteudsving. Vurderingen bygger ligeledes på, at gearingen i Pandora igennem analyseperioden fortsat er på et fornuftigt niveau trods større stigning i lånoptagningen gennem de sidste 2 år.

Afslutningsvis for, at få et overblik over, hvor meget egenkapitalen udgør af den samlede aktivmasse i Pandora er soliditetsgraden udregnet

Soliditetsgrad	2014	2015	2016	2017	2018
	67%	46%	45%	37%	33%

Som det ses i skemaet har Pandoras soliditetsgrad været nedadgående fra et højt niveau i 2014 på 67% til et tilfredsstillende niveau i 2018 på 33%. Dette viser, at Pandoras evne til at bære tab er blevet forringet men dog fortsat ligger på et fornuftigt niveau.

4.6 Delkonklusion på regnskabsanalyse

Rentabilitetsanalysen viser, at Pandora er en finansiell solid virksomhed, men den viser også, at udviklingen i 2017 og 2018 indeholder faldende vækst i alle nøgletallene. Her fremgår det, at overskudsgraden er gået fra 31,56% i 2014 til 21,85% i 2018, og at omkostningsniveauet er steget i 2017 samt 2018. Derudover er AOH faldet fra 2,36 i 2016 til 2,00 i 2018. Dette har resulteret i, at ROIC er faldet markant fra 67,8% i 2016 til 43,2% i 2018.

Vækstanalysen viser, at Pandora har haft solid omsætningsvækst med 2 cifrede vækstrater indtil 2018, hvor væksten endte på 0,11% med -6,15% vækstfald i Pandoras største produktkategori Charms. Vækstanalysen bekræfter dermed nøgletallenes udvikling i rentabilitetsanalysen. Trods den nedadgående tendens viser vækstanalysen, at såfremt ejernes afkastkrav lyder på 50%, vil Pandora have holdt afkastkravet positivt fra 2014 til 2018. Dette bevidner, at Pandora generer et solidt afkast fortsat.

Samlet set vurderes Pandoras finansielle situation at være god, men nøgletallenes udvikling i 2017 og 2018, kombineret med den stagnerende omsætning i 2018, vidner om, at Pandoras situation er under forværring.

4.7 Budgettering

Den viden, som er opnået ved den strategiske analyse og regnskabsanalysen, vil jeg anvende i forbindelse med klarlæggelsen af den fremtidige værdiskabelse. For at kunne udlede den fremtidige værdiskabelse vil jeg udarbejde et budget for Pandora.

Budgetteringsfasen indledes med at fastlægge budgethorisonten. I budgetteringsfasen er det vigtigt, at der fastsættes en budgetperiode, hvor der med rimelighed kan forudsiges variationer i de underliggende variabler, før de når steady-state.¹¹⁷ Da Pandora befinder sig i en transformationsfase i forbindelse med indførslen af program NOW, og fordi Pandora er gået ind i en lav-vækst periode fra 2017 til 2018, vurderes det, at en budgethorisont på 5 år er mest hensigtsmæssig. En længere budgetperiode vil medføre for mange usikkerheder i forhold til den situation, Pandora står i på nuværende tidspunkt.

4.7.1 Budgettering af driftsaktiviteten

Efter at have fastlagt budgetperioden vil jeg i dette afsnit udarbejde budgetteringen af driftsaktiviteten. Budgetteringen af driftsaktiviteten vil blive opdelt i 5 afsnit startende med 1) vækstraten for salget, 2) arbejdskapital og anlægskapital I % af salget, 3) overskudsgraden fra salg før skat (EBIT-margin), 4) effektiv skatteprocent samt 5) andet driftsoverskud¹¹⁸.

For at budgettere den fremtidige værdiskabelse skal der defineres nogle vækstrater. Vækstraterne vil blive defineret på baggrund af den opnåede viden fra den strategiske analyse og regnskabsanalysen, sammenholdt med Pandoras egne forventninger til 2019,¹¹⁹ samt investeringsbanken Carnegies analyse af Pandora fra den 12. december 2018¹²⁰.

Pandoras forventninger til 2019 er følgende¹²¹:

- Organisk omsætningsvækst på mellem –3% til –7%

¹¹⁷ Sørensen, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang*, side 319

¹¹⁸ Sørensen, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang*, side 322

¹¹⁹ Pandora årsrapport 2018 side 7

¹²⁰ <http://nordic.carnegie.se/research.carnegie?file=Jkh%2bg%2fjRp3BfdOCUyrEsIhpVVfvRnwxxSDH9vNdhTgk%3d>

¹²¹ <https://investor.pandoragroup.com/news-releases/news-release-details/pandora-delivers-guidance-and-enters-two-year-transformation>

- EBIT margin på mellem 20-22% inklusiv omstrukturingsomkostninger
- Effektiv skatteprocent i intervallet 22%-23%
- Anlægsaktiverne forventes at blive mellem 1,2-1,5 mia. kr.

4.7.2 Budgettering af væksten for omsætningen

For at kunne fastlægge Pandoras fremtidige vækstrate for omsætningen vil jeg se på, 1) hvordan væksten i smykkebranchen vil udvikle sig fremadrettet, 2) hvordan vækstraten i Pandoras regioner har udviklet sig, samt 3) hvordan Pandoras 4 produktgrupper har udviklet sig i omsætningen.

4.7.2.1 Vækst i smykkebranchen

I 2019 forventes det, at smykkebranchen vil have en omsætningsstigning på 7% ligesom i 2018¹²². Det har umiddelbart ikke været muligt at finde pålidelige prognoser for, hvordan omsætningen på det globale smykkemarked vil udvikle sig fra 2020 og fremefter. Da smykker, som tidligere omtalt, er et luksusprodukt, må det forventes, at udviklingen inden for smykkebranchen vil være tæt forbundet med udviklingen i verdensøkonomien. Som beskrevet i afsnit 3.1.1.2 forventes det, at den globale økonomi stiger med 2,9% i 2019 og 2,8% i henholdsvis 2020 og 2021. I Emerging Markets, hvor Pandora forventer meget af den kommende vækst, forventes økonomien at stige med 4,2% i 2019, 4,5% i 2020 samt 4,6% i 2021. Specifikt i Kina forventes økonomien at stige med 6,2% i henholdsvis 2019 og 2020 og med 6,0% i 2021.¹²³

4.7.2.2 Vækstraten i Pandoras regioner

Hvis man ser på vækstraten på det globale marked, inddeler Pandora det globale marked i 3 regioner, 1) EMEA som består af Europa, Mellemøsten og Afrika, 2) Americas, som består af Nordamerika og Sydamerika og 3) Asia Pacific, som består af hele Asien inkl. Australien og New Zealand. EMEA oplevede en vækst på 4% i 2018. Væksten var primært drevet af åbningen af 213 nye Pandora-ejede konceptbutikker i nye markeder i EMEA. Pandora oplevede en tilbagegang på Pandoras store markeder i EMEA, f.eks. Storbritannien, Italien samt Tyskland.

Regionen Americas oplevede 0% i vækst, selvom Pandora åbnede 67 Pandora-ejede konceptbutikker, og Pandoras eSTORE oplevede en stor vækst i denne region.

¹²² Pandora årsrapport 2018 side 15

¹²³ <http://pubdocs.worldbank.org/en/393601515520396575/Global-Economic-Prospects-Jan-2018-statistical-appendix.pdf>

Omsætningsudviklingen i Americas var drevet af en 25% stigning i salget i Latinamerika, hvor Pandora åbnede 49 af de 67 Pandora-ejede konceptbutikker. På Pandoras store marked, USA, oplevede Pandora et omsætningsfald på 5%, som var med til at trække væksten i 0%.

I regionen Asia Pacific oplevede Pandora en omsætningsvækst på 4%, som primært var drevet af Kina, hvor Pandora oplevede en vækst på 26%. Pandora oplevede et fald i omsætningen på det etablerede marked i Australien på 12%.

4.7.2.3 Væksten i Pandoras 4 produktgrupper

Pandoras 4 produktgrupper er henholdsvis Charms armbånd, Charms, Ringe samt Øvrige smykker. I PLC modellen, jf. punkt 3.1.3, blev de to største produktgrupper Charms armbånd og Charms placeret i modningsfasen. Ud fra vækstanalysen fremgår det, at salget af Charms armbånd er fladet mere ud, men fortsat ligger på en stigningsvækst på 10,79% fra 2017 til 2018. Pandoras største produktgruppe, Charms, har ligefrem oplevet et fald i omsætningen på 6,15% fra 2017 til 2018. Kategorierne Ringe og Øvrige smykker, er placeret i vækstfasen, hvilket skyldes pæne vækststigninger for begge produktgrupper igennem flere regnskabsår. Dog oplevede Ringe en flad udvikling i omsætningen i 2018 med en stigning på 0,22%.

4.7.2.4 Opsamling på væksten

Den generelle vækst på verdensmarkedet for smykker forventes fortsat at stige frem mod 2021, da den globale økonomi forventes at befinde sig i en højkonjunktur frem til 2021. Især i Pandoras vækstmarkeder, som befinder sig i Emerging Markets, forventes der en højere vækst i økonomien end i den samlede globale økonomi. I Emerging Markets vil flere dermed få større disponibel indkomst, som kan tænkes at skulle bruges på luksusvarer som smykker.

Vækstudviklingen er faldende på de markeder, hvor Pandora er veletableret, f.eks. Storbritannien, Tyskland og Italien. I forhold til nye markeder, f.eks. Latinamerika og Kina er væksten stigende. Dette tyder på, at det er Emerging Markets, der driver og skal drive Pandoras vækst fremadrettet. Pandora er dermed meget afhængig af en fortsat høj vækst i disse lande. Det fremgår, at det var salget af produktgrupperne Charms armbånd, Ringe og Øvrige smykker, der steg i omsætning i 2018, hvorimod omsætningen på Charms faldt.

Pandora virker ikke længere til at have en klar konkurrencefordel overfor konkurrenterne som tidligere. Dette ses ved, at Pandoras to store produktgrupper, som udgør 72% af salget, er gået ind i modningsfasen, ligesom at Pandoras har en lav omsætningsstigning i forhold til

konkurrenterne, jf. punkt 3.1.2.5. Pandoras omsætning er ligeledes faldet flere procent på flere af de etablerede hovedmarkeder. En stigning i væksten skal dermed komme fra yderligere penetrering af Emerging Markets, stigning i salget via eSTORE, lancering af nye kollektioner samt øget salg fra Pandoras produktgrupper, Ringe og Øvrige smykker. Sandsynligt er det dog, at Pandora kan opnå en mindre vækst ved den forventede overgang fra smykker uden brands til brandene smykker, jf. punkt 3.1.2.5. Produktgruppen, Ringe, har vækstmæssigt udviklet sig fladt fra 2017 til 2018, hvorfor der er tvivl om, hvorvidt denne produktgruppe kan bidrage til yderligere vækst. Vækstudsigterne på den korte bane vil ligeledes være lavere grundet besparelserne indført ved program NOW. Pandoras egne forventninger til den organiske vækst for 2019 er mellem -3% til -7%. Pandora oplyser, at omsætningen dog vil blive opvejet af nye butiksåbninger planeret på Pandoras vækstmarkeder i 2019 samt en forventet valutagevinst, hvilket samlet vil bidrage positivt med mellem 2-3% i forhold til den organiske vækst. Det forventes, at Pandora vil lande i den lavere ende af deres estimer, hvilket sammen med et positivt bidrag på 3% estimeres til at ende med en negativ vækst i 2019 på -3% for Pandora. Når program NOW er fuldt implementeret, forventes det dog at have en positiv afsmitning på omsætningen, hvorfor omsætningen sættes til at vokse i takt med, at der ligeledes er momentum i det globale opsving samt brandede smykker. Efter 2023 spås der tvivl om yderligere positiv vækst som følge af program NOW. Her forventes det ligeledes, at verdensøkonomien går ned i væksttempo, hvorfor Pandora forventes at have en marginal vækst på 1%.

Væksten i det fremadrettede salg i Pandora sættes derfor til -3% i 2019, 1% i 2020, 3% i 2021, 2% i 2022 og derefter sættes væksten til 1%, hvilket ligeledes gælder terminalperioden. Investeringsbanken Carnegie sætter deres estimat for Pandoras fremtidige omsætningsvækst til -1% i 2019, 3% i 2020 samt 3% i 2021¹²⁴ og herefter 0% i terminalperioden, hvilket dermed ikke ligger langt fra mine estimer.

4.7.3 Budgettering af AOH samt NDA

For at beregne størrelsen på de fremtidige NDA skal der ske en budgettering af den fremtidige udvikling i AOH. Til beregning af dette benyttes formlen $NDA = \text{salg} \times 1/AOH$.¹²⁵ Formlen viser forholdet mellem nettodriftsaktiverne, omsætningshastigheden og omsætningen.

Ved dekomponeringen af AOH, jf. afsnit 4.3.4, fremgår det, at den inverse AOH var svagt stigende fra 2015 til 2018. Dette var primært et resultat af stigningen i OH for materielle aktiver,

¹²⁴ Carnegie analyse 12. december 2018

¹²⁵ Sørensen, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang*, side 326

der bl.a. skyldes en betragtelig øgning af Pandora-ejede konceptbutikker. Ved lanceringen af program NOW varslede Pandora færre butiksåbninger, hvorfor OH for materielle aktiver må forventes at stabilisere sig eller være let faldende i budgetperioden. I forbindelse med program NOW, som beskrevet under punkt 3.2.1.1, blev det ligeledes varslet, at Pandora ville mindske antallet af nye smykkelanceringer for at mindske lagerophobningen. Dette vil ligeledes have en lille effekt på OH i varebeholdninger. Den øvrige OH i de øvrige drivere lå på et nogenlunde stabilt niveau fra 2015 til 2018, hvorfor de ikke forventes at ændre sig markant i budgetperioden. Pandora har ligeledes for 2019 budgetteret et investeringsniveau på mellem 1,2-1,5 mia. kr., hvilket var inden for samme niveau i 2018 og 2017.

Ud fra ovenstående vurderes det, at den fremtidige AOH vil være tæt på 2018 niveau med budgetperioden samt terminalperioden. Hele budgetperioden for AOH sættes derfor til 2,05, hvilket også gælder for terminalperioden.

4.7.4 Budgettering af EBIT-margin

For at beregne driftsoverskuddet, før skat, i budgetperioden ud fra formelen $EBIT = \text{omsætning} \times \text{EBIT-margin}$, skal der budgetteres en EBIT-margin. Pandoras egne forventninger for EBIT-margin i 2019 lyder på mellem 20%-22% inklusiv indregning af program NOW, hvor EBIT-margin lå på 28,2% i 2018. Pandora forventer dermed selv et betydeligt fald i EBIT-margin i budgettet for 2019.

I forbindelse med implementeringen af program NOW varslede Pandora, at implementeringsudgifterne af strategien i program NOW i 2019 løber op i 1,5 mia. kr. og for 2020 1 mia. kr.¹²⁶. Disse udgifter skal dermed indregnes i den budgetterede EBIT-margin for 2019 og 2020. Udgifterne vil blive sat ind som en selvstændig udgiftspost i henholdsvis 2019 og 2020. Når program NOW er fuldt implementeret i 2020, forventes det, at omkostningsniveauet, som udgjorde 67,5% af nettoomsætningen i 2018, fremover vil falde svagt i forhold til nettoomsætningen for derefter at udgøre 65,5% af nettoomsætningen. Dette fald skyldes flere omkostningstiltag i program NOW med blandt andet lancering af færre kollektioner samt færre kampagneaktiviteter.

Med hensyn til afskrivninger har de ligget med en stigningsprocent på gennemsnitlig 13% de sidste 4 år. Grundet implementeringen af program NOW forventes stigningen i afskrivningerne

¹²⁶

<https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/376341/pandora-kommer-i-maal-med-forventningerne-og-varsler-stor-spareplan-til-12-milliarder.html>

at aftage, og afskrivningerne fastsættes til en stigningstakt på 10% i budgetperioden samt i terminalperioden.

Ud fra ovenstående budgetteres EBIT til at falde fra 28,2% i 2018 til 20,8% i 2019. Dette skyldes primært implementeringsomkostninger til program NOW. I 2020 vil program NOW fortsat have indflydelse på EBIT, der budgetteres til 22,7% trods det faktum, at der er budgetteret med stigende omsætning på 1%. I 2021 er EBIT budgetteret til at stige til 28,8% drevet af en forventet stigning i omsætningen på 3% og et faldende omkostningsniveau. EBIT er herefter budgetteret til at falde til 28,3% i 2022 og til 27,8% i år 2023 primært grundet budgetteret stagnerende omsætning samt stigende afskrivningsudgifter. Terminalåret er budgetteret med EBIT på 27,8%.

4.7.5 Budgettering af effektive skatteprocent

Ved budgetteringen af den effektive skatteprocent tages der normalt udgangspunkt i selskabsskatteprocenten i landet, hvor selskabet er børsnoteret. I Danmark, hvor Pandora er børsnoteret, ligger selskabsskatten på 22%. Da Pandora er en global virksomhed, opleves der forskellige skattesatser på indkomst, hvorfor Pandoras effektive skatteprocent altid vil variere i forhold til den danske selskabsskat. Pandora havde i 2018 en effektiv skatteprocent på 23,4%, som var højere end den danske selskabsskat grundet en gennemsnitlig skattebetaling i udlandet, der var højere end den danske selskabsskatteprocent. Dette påvirkede den effektive skatteprocent negativt med 0,6%¹²⁷. I 2018 var der ligeledes en engangsudgift til en udskudt skattebetaling, der påvirkede den effektive skatteprocent negativt med 1,8%¹²⁸. Denne udgift vil dermed ikke påvirke den fremtidige effektive skatteprocent.

Ud fra ovenstående vurderes det, at den effektive skatteprocent vil ligge på 22,5% i budgetperioden samt terminalåret. Dette ligger dermed også tæt op af Pandoras budgetterede effektive skatteprocent for 2019 på 22-23%.

4.7.6 Budgettering af andet driftsoverskud samt netto finansielle poster

Andet driftsoverskud består hovedsageligt af valutakursreguleringer samt regulering af sikringsinstrumenter. Disse poster er svære at budgettere fremadrettet, og der vil derfor tages udgangspunkt i, hvor stor en procentdel denne post har udgjort i forhold til omsætningen de

¹²⁷ Pandora årsrapport 2018 side 70

¹²⁸ Pandora årsrapport 2018 side 70

sidste 5 år. Heraf ses det, at andet driftsoverskud har udgjort gennemsnitligt 1,21% af omsætningen, hvorfor budgetperioden samt terminalår budgetteres med dette.

Netto finansielle poster er, lige som andet driftsoverskud, svære at budgettere fremadrettet, hvorfor der vil tages udgangspunkt i de sidste 5 år. I denne periode har netto finansielle poster udgjort gennemsnitligt -0,47%, hvorfor budgetperioden samt terminalår budgetteres med dette.

4.7.7 Delkonklusion på budgettering

Budgetteringen viser, at Pandora forventes at gå et svært 2019 i møde grundet faldende vækst i omsætningen samt indregning af øgede udgifter på baggrund af implementering af program NOW. Indregningen af øgede udgifter vil fortsat ramme Pandora i 2020, trods en budgetteret omsætningsstigning. Herefter forventes udviklingen at vende med stigende EBIT i 2021 primært grundet omsætningsstigning på 3%. Fra 2022 og frem til terminalåret forventes en lav omsætningsvækst med dertil faldende EBIT, for derefter at ramme steady-state niveauet med en EBIT-margin på 27,8%. Budgetteringen er vedlagt som bilag nr. 4 og 5.

5. Værdiansættelse

På baggrund af de foregående analyser samt budgettet skal der foretages en værdiansættelse af Pandora. Indledningsvist skal det besluttes, hvilken værdiansættelsesmodel der skal anvendes, da dette er afgørende for, hvilke beregninger, der skal foretages efterfølgende.

Der findes fire hovedgrupper af værdiansættelsesmodeller:

- *Substansværdimodeller* benyttes primært til værdiansættelse af virksomheder i krise eller som et supplement til andre værdiansættelsesmodeller.
- *Optionsbaserede værdiansættelsesmodeller* anvendes primært til virksomheder, hvor mange fremtidige forhold er uforudsigelige og afhænger af strategiske valg som f.eks. medicinalvirksomheder.
- *De relative værdiansættelsesmodeller* fastsætter en værdisætning på en virksomhed ud fra en anden virksomhed eller en gruppe af virksomheder ud fra forholdsvis simple prismultiplikation.
- *De kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller* specificerer den fundamentale værdi af virksomheden og anses af mange som den grundlæggende tilgang til aktievurdering¹²⁹.

På baggrund af ovenstående vil projektets fokus være på de kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller, da disse betragtes som de mest teoretisk korrekte modeller i forhold til værdiansættelse af virksomheden baseret på forventningerne til værdiskabelsen fra driftsaktiviteten.

Inden for kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller er de mest benyttede DCF-modellen samt EVA-modellen. Jeg har valgt at benytte DCF-modellen, da modellen bygger på cash flows estimeret ud fra den strategiske og regnskabsmæssige analyse, og som er upåvirket af de valgte indregningskriterier og regnskabsprincipper, EVA-modellen bygger på. En ulempe ved DCF-modellen er, at den kræver et højt informationsniveau og dybdegående kendskab til virksomheden. Den dybdegående viden omkring Pandora er dog forsøgt opnået gennem den strategiske samt regnskabsmæssige analyse, hvorfor denne ulempe vurderes mindre relevant i dette projekt.

¹²⁹ <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813206>

Trods valget af DCF-modellen, som primær værdiansættelsesmodel, vil udregningen fra DCF-modellen blive sammenlignet med estimatet på en værdiansættelse ud fra valget af en relativ værdiansættelsesmodel.

5.1 Beregning af kapitalomkostninger

Efter valget af DCF-modellen, som den primært benyttede værdiansættelsesmodel, er det nødvendigt at beregne WACC, der er de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, da WACC skal benyttes til at tilbagediskontere de fremtidige pengestrømme. Formlen til at beregne WACC'en er følgende:

$$wacc = \frac{V_{0E}}{V_{0EV}} \times r_e + \frac{V_{0NFF}}{V_{0EV}} \times r_g$$

Hvor:

Wacc = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

V_{0E} = markedsværdi af egenkapitalen

V_{0NFF} = markedsværdi af netto finansielle forpligtelser

V_{0EV} = markedsværdi af virksomheden ($V_{0EV} = V_{0E} + V_{0NFF}$)

r_e = ejernes afkastkrav

r_g = lånerente efter skat¹³⁰

Relationen viser, at afkastkravet for at investere i virksomhedens driftsaktiviteter er et vægtet gennemsnit af ejernes og långivernes afkastkrav, hvor vægtene udgøres af den relative værdi af egenkapitalen og nettogælden i forhold til den samlede værdi af virksomheden¹³¹.

De nødvendige værdier for at estimere WACC'en for Pandora vil herefter blive gennemgået, og dernæst udarbejdes estimat for WACC'en ud fra ovenstående formel.

5.2 Fastlæggelse af kapitalstruktur

Kapitalstrukturen er forholdet mellem Pandoras gæld og egenkapital. For at fastlægge WACC'en for Pandora, skal kapitalstrukturen bestemmes. Denne bestemmes på baggrund af et

¹³⁰ Sørensen, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang*, side 42

¹³¹ Sørensen, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang*, side 42

gennemsnit af fordelingen mellem markedsværdien af egenkapitalen (MVE) og nettogælden (NFF/NFA) foretaget for perioden 2014-2018 set i forhold til markedsværdien for virksomheden (EV).

Kapitalvægtningen er vedlagt som bilag 6, hvoraf det fremgår, at den gennemsnitlige kapitalstruktur for de sidste 5 regnskabsår er på 96,67% egenkapital (MVE/EV) og 3,33% fremmedkapital (NFF/EV). Gennemsnittet af kapitalstrukturen vil blive sat som den langsigtede forventede kapitalstruktur.

5.3 Fastlæggelse af diskonteringsrenten

Efter at kapitalstrukturen er fastlagt, skal ejernes afkastkrav bestemmes for at kunne fastsætte WACC'en. Ejernes afkastkrav skal fastlægge det afkastkrav, som aktiemarkedets investorer kræver, for at ville investere i Pandora. For at udregne dette vil Capital Asset Pricing Model (CAPM) benyttes. CAPM modellen tager udgangspunkt i sammenhængen mellem afkastet på den enkelte virksomheds aktier og afkastet på hele aktiemarkedet, ud fra den antagelse at investorerne kræver et merafkast som kompensation for risiko. Forskelle i afkast afspejler dermed forskelle i kravene til risikopræmie.¹³² Ligningen til CAPM modellen er indsat nedenfor, og hvert punkt i modellen vil blive gennemgået efterfølgende.

$$r_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

Hvor:

r_e = ejernes afkastkrav

r_f = risikofri rente

β = beta (systematisk risiko)

$E(r_m)$ = forventet afkast ved investering i markedsporteføljen

$[E(r_m) - r_f]$ = markedets risikopræmie¹³³

¹³² Sørensen, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang*, side 38

¹³³ Sørensen, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang*, side 39

5.3.1 Risikofri rente

Den risikofrie rente vil i teorien svare til renten på nulkuponobligationer, hvor der ikke er nogen konkurs- eller reinvesteringsrisiko med samme løbetid som hvert tilbagediskonteret cash flow. Teoretisk set vil dette medføre, at der skal gøres brug af flere forskellige risikofrie renter. Den praktiske løsning på dette, i forhold til projektets kvantitative omfang, er at anvende den effektive rente for den toneangivende 10-årige danske statsobligation som estimat. Den risikofrie rente på den toneangivende 10-årig danske statsobligation lå ultimo februar måned 2019 på 0,22%.

5.3.2 Estimering af Beta

Beta er et relativt risikomål, hvilket beskriver den systematiske risiko ved investering i aktien. Den systematiske risiko beskrives som den generelle risiko, som hele aktiemarkedet er underlagt. Ved at lave en regressionsberegning på lukkekursen for OMX C20 samt Pandora fra d. 28. februar 2014 til d. 28. februar 2019, fremkommer en betaværdi på 1,63.¹³⁴ Betaværdien skal vurderes ud fra, at en betaværdi på 0 er den risikofrie investering. En betaværdi på 1 er en investering med samme risiko som OMX C20 indekset. En investering i Pandora har dermed 63% større systematisk risiko end en investering i OMX C20 indekset, da Pandora forventes at svinge med 63% mere end OMX C20. En investering i Pandora repræsenterer dermed en betydeligt højere risiko end en investering i OMX C20 indekset.

5.3.3 Risikopræmie

Ved risikopræmie forstås det tillæg, som investorerne kræver for at investere i aktier relativt til at investere i risikofri aktiver, såsom den toneangivende 10-årig danske statsobligation. Til at vurdere risikopræmien findes der tre metoder, som er følgende, 1) Et antal investorer spørges om deres skøn over risikopræmie og gennemsnittet heraf udarbejdes efterfølgende, 2) Et estimat af risikopræmien ud fra historisk data samt 3) Implicitte risikopræmie beregnes ud fra nuværende aktiekurser. Alle tre metoder vurderes valide, men metode nummer 1 vurderes til den mest korrekte, da den man opnår investorerne skøn over den ønskede risikopræmie¹³⁵.

Ifølge en undersøgelse, udarbejdet af PwC i 2016, hvor 17 aktører på aktiemarkedet medvirkede, blev den gennemsnitlige risikopræmie sat til 5,6% på det danske aktiemarked¹³⁶. Risikopræmien er dog i konstant ændring alt efter, hvordan markedsforholdene ændrer sig. I en

¹³⁴ <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/historiskepriser>

¹³⁵ Sørensen, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang*, side 39

¹³⁶ <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

undersøgelse, foretaget i marts 2018 af CXO Advisory Group, blev risikopræmien inkl. den risikofrie rente for det danske aktiemarked opgjort til 7,6%.¹³⁷ I en analyse af Pandora, udarbejdet af investeringsbanken Carnegie den 12. december 2018, blev risikopræmien for aktiemarkedet fastsat til 8,32% eksklusiv den risikofrie rente, der blev fastsat til 0,20%. Både PwC, CXO Advisory Group og Carnegies validitet og reliabilitet vurderes høj, men da risikopræmien ændrer sig hele tiden, vil de to nyeste fastsatte risikopræmier benyttes. Risikopræmien fastsættes til 8% med vægt på, at Carnegies fastsatte risikopræmie er den nyeste dog fratrullet 0,32%, da den vurderes høj i forhold til undersøgelsen foretaget af CXO Advisory Group.

På baggrund af ovenstående estimer kan disse nu sættes ind i formlen, hvormed ejernes afkastkrav kan beregnes.

$$r_e = 0,22\% + 1,63 * (8,0\% - 0,22\%) = 12,90\%$$

Ejernes afkastkrav kan dermed fastlægges til, at udgøre 12,90%.

5.3.4 Estimering af lånerenten

Den sidste del, der skal fastsættes for at kunne beregne WACC'en på Pandora, er långivernes afkastkrav. Långivernes afkastkrav består af den risikofrie rente samt et selskabsspecifikt risikotillæg. Det selskabsspecifikke risikotillæg er det tillæg, långiverne tager for at kompensere for långivernes risiko, for at selskabet ikke kan betale lånet tilbage. En virksomhed, der vurderes mere risikofyldt end andre, må dermed betale et højere risikotillæg. Der tages normalt udgangspunkt i kreditrating af virksomheden ved beregning af risikotillægget. Hvis virksomheden ikke er kreditratet, tages der udgangspunkt i sammenlignelige virksomheder, der er kreditratet.

Långivernes afkastkrav kan dermed opgøres ud fra følgende ligning¹³⁸

$$r_g = (r_f + r_s)(1 - t_s)$$

Hvor:

r_g = lånerenten

¹³⁷ <https://www.cxoadvisory.com/equity-premium/expert-estimates-of-2018-country-equity-risk-premiums-and-risk-free-rates/>

¹³⁸ Sørensen, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang*, side 43

r_f = risikofri rente

r_s = selskabsspecifikt risikotillæg

t_s = selskabsskatteprocent

5.3.5 Risikofri rente

Den risikofri rente er allerede fastsat til en effektiv rente på 0,22% ud fra den toneangivende 10-årig danske statsobligation.

5.3.6 Selskabsspecifikt risikotillæg

Der findes ikke nogen kreditrating af Pandora fra nogle af de anerkendte ratingselskaber som S&P Global, Moody's eller Fitch. For at få en ide om kreditrating af Pandora, vil jeg sammenligne Pandora med kreditratingen på deres konkurrenter. De største konkurrenter, som er beskrevet i afsnit 3.1.2.5, er henholdsvis Tiffany & Co., Richemont, Capri Holdings samt Swarovski. Det er kun muligt at finde en kreditrating af Tiffany & Co., lavet af Moodys den 29. august 2017, hvor Tiffany & Co. vurderes til BBB. Ud fra nedenstående figur med oversigt over procentvise risikotillæg ved de forskellige ratings, ses ratingen BBB at give et risikotillæg på 1,44%.

Figur 6¹³⁹

Kreditrating	AAA	AA	A	BBB	BB	B
Risikotillæg	0,45	0,54	0,63	1,44	2,55	3,67

Tiffany & Co vurderes til at være sammenlignelig med Pandora på mange punkter, hvorfor ratingen også vurderes at ville ligge tæt op af, hvad Pandora ville blive kreditratet til. Ved investeringsbanken Carnegies analyse af Pandora fra december 2018 fastsættes risikotillægget for Pandora til 1,45%, hvilket ligger meget tæt op af den fundne kreditrating på Tiffany & Co. Risikotillægget fastsættes derfor til 1,44%.

¹³⁹ Plenborg og Petersen, *Regnskabsanalyse for beslutningstagere*, side 246

5.3.7 Selskabsskatteprocent

Selskabsskatteprocenten blev ved budgetteringen under 4.7.5 sat til 22,5%, hvorfor denne procentsats anvendes. På baggrund af ovenstående estimater kan disse nu sættes ind i formlen, hvormed långivernes afkastkrav kan beregnes.

$$r_g = (0,22\% + 1,44\%)(1 - 22,5\%) = 1,29\%$$

5.4 Beregning af WACC

Med ovenstående beregninger kan WACC'en for Pandora nu beregnes. Beregningen fremgår ud fra følgende ligning:

$$r_{wacc} = 96,67\% * 12,9\% + 3,33\% * 1,29\% = 12,51\%$$

Ud fra beregningen er der estimeret en WACC på 12,51%.

5.5 Værdiansættelsesmodeller

Efter at have estimeret WACC'en for Pandora vil jeg i dette afsnit foretage værdiansættelsen af Pandora. Efter den fundamentale værdi er estimeret i DCF-modellen vil denne værdi sættes op mod en værdiansættelse ud fra valget af en relativ værdiansættelsesmodel, der ikke kræver et dybdegående kendskab til virksomheden.

Efter værdiansættelsen af Pandora udarbejdes en følsomhedsanalyse, som skal synliggøre, hvor stor indflydelse en ændring i WACC'en eller ejernes afkastkrav vil have på værdiansættelsen af Pandora efter DCF-modellen.

5.5.1 Værdiestimat

Værdiansættelsen ud fra DCF-modellen tager udgangspunkt i de frie pengestrømme, som er estimeret i budgettet. Disse tilbagediskonteres til nutidsværdi ved brug af WACC'en estimeret i afsnit 5.4. Formlen for DCF-modellen er følgende:

$$V_{0E} = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + wacc)^t} + \frac{FCF_{T+1}}{(wacc - g)(1 + wacc)^T} - NNF_0$$

Hvor:

V_{0E} = den estimerede aktionærværdi

FCF_t = de frie pengestrømme i budgetperioden

$wacc$ = de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

g = den konstante vækst

NNF_0 = netto finansielle forpligtelser¹⁴⁰

Ud fra ovenstående formel fremgår det, at den er delt op i 2 led, der tilsammen udgør virksomhedens værdi. Første led i formelen udgør budgetperioden, mens det sidste led udgør terminalperioden. Diskonteringsfaktoren, der anvendes, er den beregnede WACC i afsnit 5.4 Terminalåret, hvor Pandora når steady-state niveauet og vækstraten sættes til at forblive den samme, er bestemt ud fra budgetteringen i afsnit 4.7. Nedenfor er udregningen af DCF-modellen indsat.

Værdiansættelse af Pandora DCF-modellen						
mio. kr.	Budgetperiode					Terminalår
Regnskabsår	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024T
Samlet driftsoverskud efter skat	3834	4196	5411	5438	5391	5458
- ændring i NDA	0	108	327	225	115	116
= Det frie cash flow	3834	4088	5085	5214	5277	5342
Diskonteringsfaktor	112,51%	126,59%	142,43%	160,24%	180,29%	
Nutidsværdi af det frie cash flow	3408	3229	3570	3254	2927	
Terminalværdien						46286
Samlet nutidsværdi af FCF	16387					
Nutidsværdi af terminalværdien	25669					
= Virksomhedens værdi/EV	42056					
- Netto finansielle forpligtelser	2649					
= Værdi af egenkapitalen	39407					
Antal aktier	110.029.003					
Værdi af egenkapital i kr.	39.407.000.000					
Antal aktier	110.029.003					
Værdi pr. aktie pr. 1/3-2019	358,15 kr.					
Børskurs jf. OMX C20 pr. d. 1/3-2019	346,20 kr.					
Forskel	11,95 kr.					

Ud fra ovenstående beregning i DCF-modellen fremgår det, at Pandora estimeres til at have en værdi på 39.407.000.000 kr., hvilket, omregnet til et kursmål, giver en børskurs på 358,15 kr. Børskursen for Pandora var d. 1. marts 2019 på 346,20 kr., hvilket giver en kursforskel på 11,95 kr. eller 3,45%. Børskursen på Pandora d. 1 marts 2019 er dermed fair prissat i forhold til den estimerede værdi ud fra DCF-modellen.

¹⁴⁰ Sørensen, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang*, side 34

Ved beregningen af værdien efter DCF-modellen er der dog mange faktorer, der spiller ind i forhold til estimatet af Pandoras værdi, hvorfor man altid skal stille sig kritisk overfor resultatet. Her har især estimeringen af WACC'en og de bagvedliggende faktorer, der bestemmer WACC'en, stor betydning for den endelige værdiansættelse. Dette vil tydeliggøres under den senere følsomhedsanalyse.

5.5.2 Multipel analyse

Efter værdiansættelse af Pandora ud fra en kapitalbaseret værdiansættelsesmodel vil resultatet fra DCF-modellen sammenholdes med en værdiansættelse ud fra en relativ værdiansættelsesmodel. Som relativ værdiansættelsesmodel er valgt den sammenlignende metode¹⁴¹.

For at kunne anvende den sammenlignende metode skal følgende overvejelser gøres:

1. Identificer sammenlignelige virksomheder inden for samme branche (peer group)

Til brug for sammenligningen er der brugt de konkurrenter til Pandora, der vurderes som tilstrækkelige sammenlignelige, jf. punkt 3.1.2.5.

2. Identificer en værdiindikator for de sammenlignelige virksomheder

Der vil benyttes P/E-multiple, der er den handlede aktiekurs over overskud per aktie.

3. Anvend et gennemsnit på værdiindikatoren til at måle Pandoras værdi

¹⁴¹ Sørensen, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang*, side 25

4. I nedenstående skema er værdiansættelsen på Pandora udregnet ud fra den sammenlignende metode. Da den fælles værdiansættelse af virksomhederne sker ud fra P/E-multiple, har de forskellige valutaer ikke relevans for resultatet.

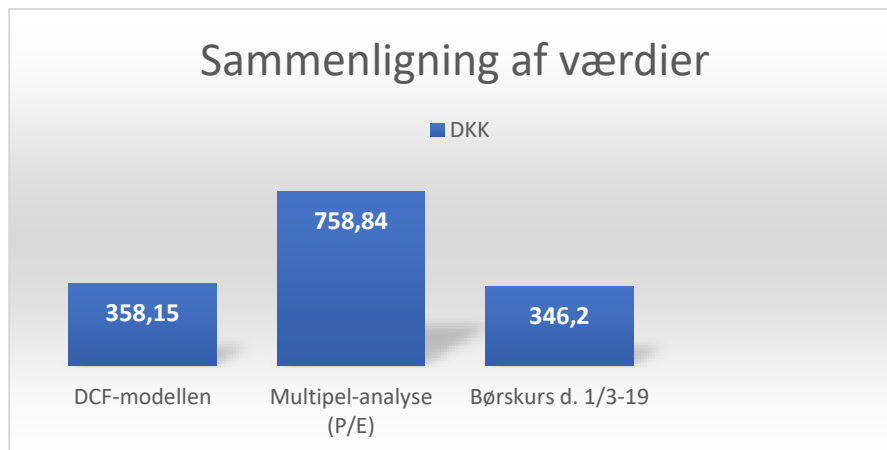
P/E Price Earnings							
				Pandora	Tiffany & Co.	Richemont	Michael Kors
				DKK	USD	CHF	USD
Antal aktier i omløb i stk.				110.029.003	121.240.000	522.000.000	150.230.000
Børskurs pr. 1/3-2019				346,2	95,93	77,38	46,81
Markedsværdi af egenkapital				38.092.040.839	11.630.553.200	40.392.360.000	7.032.266.300
EBIT				6.431.000.000	790.300.000	1.844.000.000	749.100.000
P/E værdi				5,92	14,72	21,90	9,39
Gennemsnitlig P/E værdi				12,98			
Egenkapital ud fra gennemsnitlig P/E				83.493.982.210			
Antal aktier i omløb i stk.				110.029.003			
Beregnet børskurs pr. 1/3-2019				758,84 kr.			
Børskurs jf. OMX C20 pr. d. 1/3-2019				346,20 kr.			
Forskel				412,64 kr.			

Ud fra ovenstående beregning værdiansætter den sammenlignelige metode Pandora til en egenkapital på 83.493.982.210 kr., hvilket svarer til en aktiekurs på 758,84 kr. Denne kurs er betydeligt højere end børskursen d. 1. marts 2019 for Pandora samt værdien estimeret efter DCF-modellen. En forklaring herpå er, at aktiemarkedet har været mere negativ stemt overfor Pandora og Pandoras fremtid end ved konkurrenterne, hvorfor Pandoras aktiekurs er blevet handlet ned. Konkurrenternes P/E værdi ses ligeledes betydeligt højere end Pandoras, hvorfor aktiemarkedet har højere forventninger til disse. Størrelsen af P/E værdierne afgøres ligeledes af, om aktiemarkedet befinder sig i et Bull eller Bear marked, men dette vurderes ikke relevant i denne sammenhæng, da alle 4 aktier ville blive påvirket af dette.

Resultatet af ovenstående sammenlignende metode skal man dog forholde sig kritisk til, da metoden bygger på udvælgelse af lignende virksomheder. Ingen virksomheder er ens, hvilket i dette tilfælde viser sig ved, at det kun er Pandora, der udelukkede sælger smykker, hvorimod de andre virksomheder også sælger andre produkter.

5.5.3 Sammenligning af værdiansættelsesmetoder

Resultatet af estimerterne, foretaget i DCF-modellen samt i den sammenlignende metode, vil herefter vurderes. I nedenstående figur ses kursen estimeret i DCF-modellen, Multipel-analysen samt børskursen for Pandora d. 1 marts 2019.

Figur 7

Ud fra ovenstående figur ses det, at den estimerede kurs ved DCF-modellen er 400,69 kr. lavere end ved multipel-analysen. Grunden til dette er, at ved den sammenlignende metode, er Pandora blevet værdiansat med industrisammenlignelige virksomheder. Disse havde en markant højere P/E værdi end Pandora, hvilket afspejler aktiemarkedets mere positive syn på disse virksomheder end Pandora. Værdien ud fra DCF-modellen bygger derimod på den værdi, Pandora afspejler ud fra en fundamental analyse og ikke på værdien af andre sammenlignelige virksomheder der hver især har forskelligheder. Den estimerede aktiekurs ud fra DCF-modellen ligger tæt på, hvad aktiemarkedet prisfastsætter Pandora til.

5.6 Følsomhedsanalyse

For at vurdere den estimerede aktiekurs, fremkommet ved brug af DCF-modellen foretages der en følsomhedsanalyse. Følsomhedsanalysen formål er at synliggøre, hvor sensitiv DCF-modellen er overfor ændringer i WACC'en samt de bagvedlæggende faktorer, der bestemmer WACC'en. Dette er ændringer, der i sidste ende har stor indflydelse på den estimerede aktiekurs for virksomheden. For at synliggøre dette er der foretaget 2 følsomhedsanalyser.

Den første følsomhedsanalyse (1) har til formål at vise effekten på den estimerede aktiekurs ved ændringer i WACC'en samt ved ændringer ved vækstraten for omsætningen i terminalperioden. Den anden følsomhedsanalyse (2) har til formål at vise effekten af ændringer i henholdsvis beta samt markedsrisikopræmien. Disse indgår begge i fastlæggelsen af ejernes afkastkrav, som er en af de grundlæggende parametre ved estimeringen af WACC'en. Beta samt markedsrisikopræmien er valgt, da det blev fremhævet under kapitalstrukturen, at Pandora fortsat er primært egenfinansieret trods større ændringer i dette de sidste 2 år. Fælles for begge

følsomhedsanalyser er, at udgangspunktet er den oprindelig beregnede aktiekurs på 358,15 kr. markeret med rød.

Følsomhedsanalyse (1)							
WACC							
I kr.			8,51%	10,51%	12,51%	14,51%	16,51%
		-6%	336,89	293,23	259,96	233,90	213,04
		-4%	375,00	320,08	279,55	248,60	224,31
Omsætningsvækst i terminalperioden		-2%	427,63	355,51	304,54	266,85	238,02
		0%	504,98	404,42	337,51	290,14	255,06
		1%	559,11	436,6	358,15	304,37	265,22
		2%	629,87	476,33	383,04	320,87	276,79
		4%	865,52	592,42	449,97	363,30	305,46
		6%	1.476,71	811,47	558,02	425,68	345,05
		8%	6.881,57	1.379,60	761,91	526,38	403,25

Som det fremgår af ovenstående følsomhedsanalyse nummer 1, har den fastsatte WACC sammen med den fastsatte omsætningsvækst i terminalperioden stor indflydelse på den estimerede aktiekurs, der fremkommer ved brug af DCF-modellen. Hvis WACC'en f.eks. var fastsat til 8,51%, i stedet for den oprindelige 12,51%, ville den estimerede aktiekurs have været 559,11 kr. Dette ville have givet et kurspotentiale på 61,49% i forhold til den officielle børskurs for Pandora d. 1 marts 2019. Hvis der tages udgangspunkt i investeringsbanken Carnegies kursmål på 350 kr., fastsat d. 12. december 2018, ses det, at der skulle have været fastsat en WACC på 12,51% samt en omsætningsvækst i terminalperioden på mellem 0 til -1% for, at komme tæt på Carnegies kursmål.

Følsomhedsanalyse (2)							
Risikopræmie							
I kr.			6%	7%	8%	9%	10%
		1,13	765,89	634,25	540,61	470,84	417,00
		1,33	631,74	525,07	448,98	392,20	348,37
Ændring i beta		1,53	536,96	447,71	383,97	336,39	299,66
		1,63	499,37	417,00	358,15	314,23	280,33
		1,73	466,68	390,27	335,68	294,95	263,52
		1,93	412,66	346,11	298,56	263,10	235,76
		2,13	369,97	311,20	269,24	237,97	213,86

Til at illustrere hvor stor indflydelse, ændringen af beta eller risikopræmie har på ejernes afkastkrav og dermed estimatet af WACC'en, er ovenstående følsomhedsanalyse nummer 2 lavet. Hvis der tages udgangspunkt i den fastsatte risikopræmie på 8% ses det, at ved en beta

på 1,13 vil aktiekursen, estimeret i DCF-modellen, have været på 540,61 kr. En lavere beta, og dermed systematisk risiko for aktien, har dermed stor betydning for værdisætningen af aktiekursen. Hvis markedets risikopræmie faldt, grundet mindre usikkerhed på aktiemarkedet, ses det ligeledes, at dette i høj grad ville have indflydelse på den estimerede aktiekurs.

Ovenstående følsomhedsanalyser tydeliggør, hvorledes små ændringer i estimerer kan føre til vidt forskellige kursværdier, der kan have stor indflydelse på den estimerede aktiekurs beregnet ud fra DCF-modellen. Dette illustrerer godt, hvor svært det kan være at ramme en estimeret aktiekurs, der repræsenterer en præcis værdi, da der er så mange faktorer, som spiller ind.

6. Konklusion

Den interne strategianalyse viser, at Pandora er i besiddelse af et stærkt brand, som er opnået gennem effektiv markedsføring, en effektiv digital platform samt mange års erfaring i smykkebranchen. Pandora er endvidere i besiddelse af en vertikal integreret forsyningskæde, der medfører, at Pandora har kontrol over og kan styre det meste af værdikæden, hvilket giver Pandora nogle driftsmæssige fordele. Analysen viser dog også, at 72% af Pandoras samlede omsætning, udgøres af deres Charms koncept, som har oplevet en stagnerende/faldende omsætningsvækst. Trods Pandoras fokus på den øvrige produktportefølje er det ikke lykkedes at reducere afhængigheden af Charms. Usikkerhed omkring strategier samt rokeringer i bestyrelsen og direktionen, har ligeledes skabt uro omkring Pandora.

Den eksterne strategianalyse viser en smykkebranche med god nettofortjeneste og en forventet høj vækst i branchen på 7% i 2019, hvor især de store smykkebrands, med Pandora som det største, vil drage fordel af dette. Den eksterne strategianalyse viser også en branche i hård konkurrence, hvor det fremgår, at Pandoras omsætningsvækst i 2018 er lav i forhold til de nærmeste konkurrenter. Pandoras placering af hele sin produktion i Thailand anses for risikofyldt, da Pandora er udsat for potentiel politisk og lovgivningsmæssig uro. Manglende patentrettigheder på verdensplan vurderes som en langsigtet trussel grundet Pandoras globale tilstedeværelse.

Der er identificeret en række strategiske tiltag, som Pandora kan udnytte for at øge indflydelsen af deres strategiske værdidrivere, hvor tiltaget om udnyttelse af Pandoras stærke position, til at lancere en smykkeserie til mænd, kan udvide Pandoras snævre målgruppe og give øgede indtægtsmuligheder.

Rentabilitetsanalysen viser, at Pandora er en finansielt solid virksomhed, men rentabilitetsanalysen viser også, at udviklingen i 2017 og 2018 har vist faldende vækst i alle nøgletallene. Her ses det, at overskudsgraden er gået fra 31,56% i 2014 til 21,85% i 2018, et stigende omkostningsniveau i 2017 og 2018 samt nøgletallet AOH, ses at være faldet fra 2,36 i 2016 til 2,00 i 2018. Dette har resulteret i, at ROIC er faldet markant fra 67,8% i 2016 til 43,2% i 2018.

Vækstanalysen viser, at Pandora har haft en solid omsætningsvækst med tocifrede vækstrater indtil 2018, hvor væksten endte på 0,11. Trods den nedadgående tendens fremgår det, at såfremt

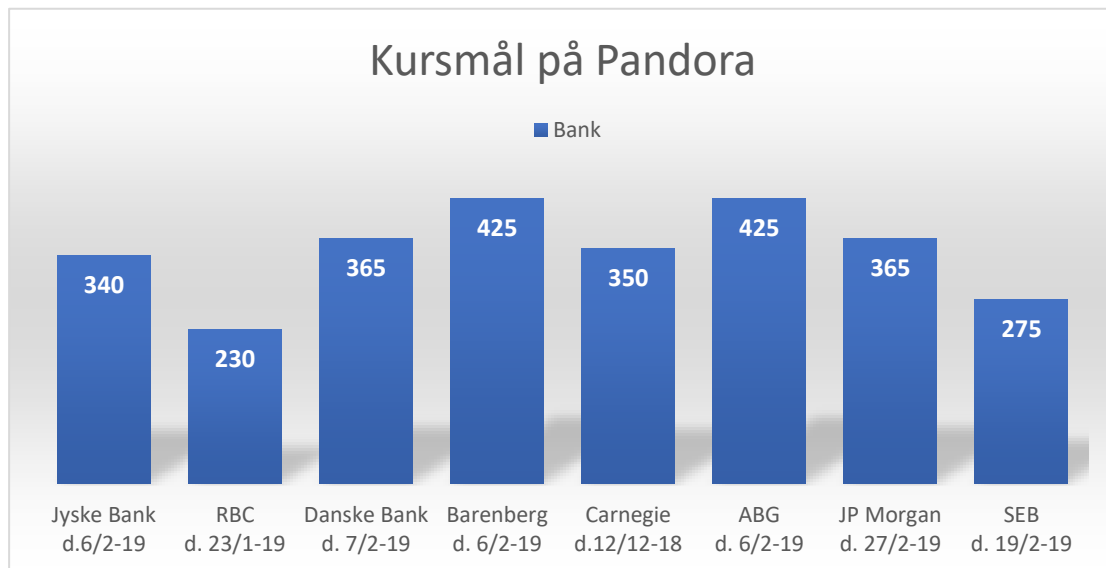
ejernes afkastkrav lyder på 50%, vil Pandora holde afkastkravet positivt fra 2014 til 2018, hvilket vidner om, at Pandora fortsat leverer et solidt afkast.

Den estimerede værdi på Pandora er 358,15 kr. ud fra DCF-modellen, hvilket giver en kursforskel på 11,95 kr. i forhold til børskursen for Pandora d. 1. marts 2019. DCF-modellens estimat er ligeledes sat op mod en multipel analyse, som viser en estimeret aktiekurs på 758,84 kr. Efter de to værdiansættelsesmodeller er sammenholdt, må det dog vurderes, at estimatet ud fra DCF-modellen er det mest korrekte, da denne model bygger på en dybdegående strategi- og regnskabsanalyse af den enkelte virksomhed, og ikke som ved multipel analyse på andre industrisammenlignelige virksomheder. Følsomhedsanalysen tydeliggør dog, hvordan små ændringer i estimaterne i DCF-modellen kan føre til vidt forskellige kursværdier, hvorfor man altid skal være skeptisk overfor den fremkomne værdi. Dette fremgår endvidere af diagrammet i følsomhedsanalysen som viser stor spredning i de officielle kursmål fastsat af de banker/investeringsbanker, som følger Pandora.

På baggrund af ovenstående kan det konkluderes, at set ud fra en investors synspunkt, er Pandoras aktiekurs d. 1 marts 2019 fair prissat med et lille kurspotentiale i forhold til den beregnede teoretiske værdi på 358,15 kr.

7. Perspektivering

Når der bliver sat et nyt kursmål på Pandora fra en bank ses kursen ofte lave store udsving i opadgående eller nedadgående retning. En anden interessant vinkel på dette projekt kunne derfor have været at se på, hvilken historisk indflydelse de fastfattede kursmål har på Pandoras aktie. For at sætte dette i perspektiv er nedenstående diagram indsat, hvor de officielle kursmål, fastsat på Pandora før afhandlingens skæringsdatoen d. 1. marts 2019.



Der ses her en stor spredning i kursmålene, hvilket indikerer at bankerne er meget uenige om værdisætningen af Pandora. Følsomhedsanalyserne jf. punkt 5.6 viser ligeledes, hvordan små ændringer i estimerne kunne give store forskellige i den beregnede aktiekurs. Dermed kunne man også stille sig selv spørgsmålet om, hvordan de enkelte banker sikre sig, at deres estimer er så korrekte så muligt set i lyset af, hvilken indflydelse de har på Pandora markedsværdi men ligeledes også andre børsnoterede selskaber.

Litteraturliste

Bøger

Andersen, Ib, *Den skinbarlige virkelighed*, 5. udgave 2013, Samfundslitteratur

Hawawini, Gabriel og Viallet, Claude, *Finance for Executives*, Cengage Learning, 5th edition 2016.

Lægaard Jørgen og Vest Mikael, *Strategi i vindervirksomheder*, 6. udgave, 1. oplag 2016, Jyllands-Postens Forlag,

Michelsen, Aage m.fl.: *Lærebog om indkomstskat*, 17. udgave, 1. oplag 2017, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag.

Plenborg, Thomas og Petersen, Christian, *Regnskabsanalyse for beslutningstagere*, Karnov Group, 2005.

Schack, Bent, *Regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse*, 4. udgave 2009, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag,

Sørensen, Ole, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang*, 5. udgave, 2. oplag 2017, Gjellerup.

Årsrapporter samt børsprospekt

Pandora A/S - børsprospekt 2010, hentet d. 15/1-19 fra:

<https://investor.pandoragroup.com/static-files/1dd4b1b7-70bb-4c4a-ae0f-4100a52ef6fe>

Pandora A/S - Årsrapport 2012, hentet d. 15/1-19 fra: <https://investor.pandoragroup.com/static-files/0296f640-5067-4886-8c51-0c099c7701c2>

Pandora A/S - Årsrapport 2013, hentet d. 15/1-19 fra:

<https://investor.pandoragroup.com/static-files/da037e39-cecb-44aa-be4c-bcd9102c16ed>

Pandora A/S - Årsrapport 2014, hentet d. 15/1-19 fra:

<https://investor.pandoragroup.com/static-files/36299d65-241f-4ab6-9244-feb8820305f9>

Pandora A/S - Årsrapport 2015, hentet d. 15/1-19 fra:

<https://investor.pandoragroup.com/static-files/b5ac18eb-7d0f-4bdb-b5f2-c37fa4bd150e>

Pandora A/S - Årsrapport 2016, hentet d. 15/1-19 fra:

<https://investor.pandoragroup.com/static-files/15907a5d-ee20-436b-9b72-197b11bb3a28>

Pandora A/S - Årsrapport 2017, hentet d. 15/1-19 fra:

<https://investor.pandoragroup.com/static-files/b8ff7e60-d9ff-43bf-8c3b-9af384b8ff53>

Pandora A/S - Årsrapport 2018, hentet d. 15/1-19 fra:

<https://investor.pandoragroup.com/static-files/806f8a35-915f-4452-a147-94be22ddd4a8>

Capri Holdings - Årsrapport 2018, hentet d. 15/1-19 fra:

http://s22.q4cdn.com/557169922/files/doc_financials/annual_report/Final-Annual-Report-on-Form-10-K-with-Wrap.pdf

Richemont - Årsrapport 2018, hentet d. 15/1-19 fra:

https://www.richemont.com/images/investor_relations/reports/annual_report/2018/ar_fy2018_jds93c783aw6e.pdf

Tiffany & Co. - Årsrapport 2018, hentet d. 15/1-19 fra: <https://investor.tiffany.com/static-files/09e06d06-4bdc-409b-9952-3a233728a1af>

Internet

Arleth, Guld og sølv, 15 februar 2019 fra: <https://www.arleth.dk/Guld-soelv.html>

Berlingske, Fagforeninger er skidt for samarbejdet, hentet d. 10/3-19 fra:

<https://www.berlingske.dk/virksomheder/pandora-fagforeninger-er-skidt-for-samarbejdet>

Børsen, Værdiansættelse af virksomheder, hentet d. 10/3-19 fra:

https://ledelse.borsen.dk/article/view/522/vaerdiansaettelse_af_virksomheder.html

Børsen, Derfor gik det galt i pandora, hentet d. 10/3-19 fra:

https://penge.borsen.dk/artikel/1/220041/derfor_gik_det_galt_i_pandora.html

Børsen, Lektor Thailands opposition vil vinde valg trods eksklusion, hentet d. 10/3-19

fra: https://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/376682/lektor_thailands_opposition_vil_vinde_valg_trods_eksklusion.html

Børsen, *Pandora kommer i mål med forventningerne og varsler stor spareplan*, hentet d.

10/3-19 fra:

https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/376341/pandora_kommer_i_maal_med_forventningerne_og_varsler_stor_spareplan_til_12_milliarder.html

Carnegie, *Pandora - Gem or Rhinestone*, hentet d. 10/3-19 fra:

<http://nordic.carnegie.se/research.carnegie?file=Jkh%2bg%2fjRp3BfdOCUyrEsIhpVVfvRnw xzSDH9vNdhTgk%3d>

Computerworld, *CIO Peter Cabello spiller en nøglerolle i Pandoras globale vækstplaner sådan har han gjort IT til en afgørende faktor*, hentet d. 10/3-19 fra:

<https://www.computerworld.dk/art/243282/cio-peter-cabello-spiller-en-noeglerolle-i-pandoras-globale-vaekstplaner-saadan-har-han-gjort-it-til-en-afgoerende-faktor>

Deloitte, *Global powers of luxury goods*, hentet d. 30/2-19 fra:

<https://www2.deloitte.com/global/en/pages/consumer-business/articles/gx-cb-global-powers-of-luxury-goods.html>

Economic Indicators, *Expert Estimates of 2018 Country Equity Risk Premiums and Risk-free Rates*, hentet d. 30/2-19 fra: <https://www.cxoadvisory.com/equity-premium/expert-estimates-of-2018-country-equity-risk-premiums-and-risk-free-rates/>

Geert Hofstede, *Compare countries*, hentet d. 30/2-19 fra: <https://www.hofstede-insights.com/product/compare-countries/>

Mckinsey, *A multifaceted future thw jewelry industri in 2020*, hentet d. 30/2-19 fra:

<https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/a-multifaceted-future-the-jewelry-industry-in-2020?reload>

Moneymetals, *Precious metals charts*, hentet d. 30/2-19 fra:

<https://www.moneymetals.com/precious-metals-charts/gold-price>

Nasdaq, *Historisk data for Pandora samt Omxc20*, hentet d. 30/2-19 fra:

<http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/historiskepriser>

Pandora A/S, *Pandora delivers guidance and enters two year transformation*, hentet d. 30/2-19 fra: <https://investor.pandoragroup.com/news-releases/news-release-details/pandora-delivers-guidance-and-enters-two-year-transformation>

Pandora A/S, *Responsible supplier programme*, hentet d. 30/2-19 fra:

<https://pandoragroup.com/CSR/Product/Responsible-Supplier-Programme>

Pandora A/S, *Om Pandora*, hentet d. 25/2-19 fra: <https://dk.pandora.net/da/om-pandora/>

Pandora A/S, *Suppliers code of conduct*, hentet d. 25/2-19 fra:

<https://pandoragroup.com/CSR/Product/Suppliers-Code-of-Conduct>

Pandora A/S, *Man made stones*, hentet d. 25/2-19 fra: [https://pandoragroup.com/-](https://pandoragroup.com/-/media/Files/Corporate/PDF/Jewellery-Guide/Man-made-stones_high.ashx?la=en&hash=B667995D2356C7462DFF715393D0F624CE8A5B75)

[/media/Files/Corporate/PDF/Jewellery-Guide/Man-made-](https://pandoragroup.com/-/media/Files/Corporate/PDF/Jewellery-Guide/Man-made-stones_high.ashx?la=en&hash=B667995D2356C7462DFF715393D0F624CE8A5B75)

[stones_high.ashx?la=en&hash=B667995D2356C7462DFF715393D0F624CE8A5B75](https://pandoragroup.com/-/media/Files/Corporate/PDF/Jewellery-Guide/Man-made-stones_high.ashx?la=en&hash=B667995D2356C7462DFF715393D0F624CE8A5B75)

Pandora A/S, *Suppliers code of conduct*, hentet d. 25/2-19 fra:

<https://pandoragroup.com/CSR/Product/Suppliers-Code-of-Conduct>

Pandora A/S, *Working at Pandora*, hentet d. 25/2.19 fra:

<https://pandoragroup.com/Careers/Working-at-Pandora/Development-and-training/Passion-in-Leadership>

Pandora A/S, *CSR policies*, hentet d. 20/2.19 fra:

<https://pandoragroup.com/CSR/Policies/PANDORA-Ethics>

Pandora A/S, *Culture and values*, hentet d. 20/2.19 fra:

<https://pandoragroup.com/Careers/Culture-and-values>

Pandora A/S, *Mission and vision*, hentet d. 20/2.19 fra: [https://pandoragroup.com/about-](https://pandoragroup.com/about-pandora/mission-and-vision)

[pandora/mission-and-vision](https://pandoragroup.com/about-pandora/mission-and-vision)

PWC, *Værdiansættelse af virksomheder: Sådan fastlægges afkastkravet i praksis*, d. 15/2.19

fra: <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

SKAT, *Værdiansættelsesmodeller*, hentet d. 20/2.19 fra:

<https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813206>

SKAT, *Transfer pricing*, hentet d. 20/2.19 fra: <https://skat.dk/skat.aspx?oid=2244489>

SKAT, *Skatteprocenter* hentet d. 25/2.19 fra: <https://skat.dk/skat.aspx?oid=2049049>

Statista.com, *Watches Worldwide*, hentet d. 15/2.19 fra:

<https://www.statista.com/outlook/13010100/100/watches/worldwide>

Statista.com, *Gross domestic products gdp groth rate in Thailand*, hentet d. 15/2.19 fra:
fra: <https://www.statista.com/statistics/332051/gross-domestic-product-gdp-growth-rate-in-thailand/>

Statista.com, *Worldwide retail e-commerce sales*, hentet d. 15/2.19 fra:
<https://www.statista.com/statistics/379046/worldwide-retail-e-commerce-sales/>

US. Green Building Council, *LEED*, hentet d. 15/2.19 fra: <https://new.usgbc.org/leed>

Worldbank, *Global economic prospects*, hentet d. 15/2.19 fra:
<http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>

Bilag

Bilag 1 – reformulering af balancen

Reformuleret balance (mio. kr.)					
	2014	2015	2016	2017	2018
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 immatrielle aktiver	411	683	893	1.113	1.272
Immatrielle langfristede driftsaktiver	4.859	5.449	5.766	6.999	7.778
Grunde og bygninger	261	324	648	620	842
Anlæg og maskiner	372	789	1.060	1.363	1.670
Matrielle aktiver under opførelse	78	124	59	341	122
Matrielle langfristede driftsaktiver	711	1.237	1.767	2.324	2.634
Andre langfristede finansielle aktiver	99	159	250	289	323
Udskudt skat	-23	485	553	383	589
Anden gæld	0	-249	-393	-481	-172
Hensatte forpligtelser	-61	-97	-101	-150	-279
Andre langfristede aktiver, netto	15	298	309	41	461
Anlægs kapital	5.585	6.984	7.842	9.364	10.873
Driftslikviditet	60	84	101	114	114
Varebeholdninger	1.537	2.155	2.510	2.564	2.967
Forhandlermateriale	147	202	219	165	191
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	1.110	1.360	1.673	1.954	1.650
Andre tilgodehavender	404	803	754	772	922
Leverandørgæld	-804	-1.329	-1.622	-1.706	-2.253
Hensatte forpligtelser	-678	-971	-1.004	-649	-869
Skyldige selskabsskatter	-591	-193	-405	-429	-457
Anden gæld	-630	-1.005	-964	-1.077	-1.402
Arbejdskapital	555	1.106	1.262	1.708	863
NETTO DRIFTSAKTIVER (NDA)	6.140	8.090	9.104	11.072	11.736
Finansielle forpligtelser					
Overskydende likviditet	-1.071	-805	-796	-879	-1.273
Lån og anden gæld (Kortfristede)	10	257	3	164	248
Lån og anden gæld (Langfristede)	0	2.350	3.008	5.283	6.421
Finansielle instrumenter	169	149	95	-10	-79
NETTO FINANSIELLE FORPLIGTELSE (NFF)	-892	1.951	2.310	4.558	5.317
Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0
Ordinær egenkapital	7.032	6.139	6.794	6.514	6.419
Difference	0	0	0	0	0
Samlet finansiering	6.140	8.090	9.104	11.072	11.736

Bilag 2 – reformulering af resultatopgørelsen

Reformuleret resultatopgørelse (mio. kr.)					
	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Nettoomsætning</i>					
Charms	7.933	10.833	11.991	12.920	12.126
Charms - armbånd i sølv og guld	1.427	1.923	3.672	3.965	4.393
Ringe	1.192	2.066	2.643	3.161	3.168
Øvrige smykker	1.390	1.915	1.975	2.735	3.119
Core nettoomsætning	11.942	16.737	20.281	22.781	22.806
Produktionsomkostninger	-3.397	-4.343	-4.744	-5.382	-5.271
Salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger	-3.000	-4.523	-5.635	-6.757	-7.826
Administrationsomkostninger	-1.251	-1.657	-1.981	-2.137	-2.289
Core driftsomkostninger	-7.648	-10.523	-12.360	-14.276	-15.386
EBITDA	4.294	6.214	7.921	8.505	7.420
Afskrivning på immatrielle aktiver	-100	-199	-203	-288	-396
Afskrivning på matrielle aktiver	-122	-201	-314	-433	-593
Core driftsoverskud - før skat (EBIT)	4.072	5.814	7.404	7.784	6.431
Skat af årets resultat	-774	-1.307	-1.625	-1.899	-1.537
Skat på netto finansielle poster	-49	-110	54	-26	33
Skat i alt	-823	-1417	-1571	-1925	-1504
Core driftsoverskud - efter skat (NOPAT)	3.249	4.397	5.833	5.859	4.927
<i>Andet driftsoverskud - før skat poster</i>					
<i>Dirty surplus poster</i>					
Valutakursreguleringer af dattervirksomhed	537	249	121	-343	1
Regulering af sikringsinstrumenter	-18	23	47	109	56
Skat af bevægelser i anden totalindkomst	5	22	-10	-25	-12
Aktuarmæssige gevinster / tab				-2	12
Andet driftsoverskud - efter skat	524	294	158	-261	57
Indgået forlig med SKAT	0	-364	0	0	0
Usædvanlige driftsposter i alt	0	-364	0	0	0
Samlet driftsoverskud - efter skat	3.773	4.327	5.991	5.598	4.984
<i>Netto finansielle poster</i>					
Core finansielle indtægter	14	84	328	198	533
Core finansielle omkostninger	-214	-553	-82	-315	-382
Core netto finansielle poster - før skat	-200	-469	246	-117	151
Skattefordel på core netto finansielle poster (Skatteskjold)	49	110	-54	26	-33
Netto finansielle poster - efter skat (NFO)	-151	-359	192	-91	118
Totalindkomst før minoriteter	3.622	3.968	6.183	5.507	5.102
Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0
Totalindkomst til ordinære aktionærer	3.622	3.968	6.183	5.507	5.102

Bilag 3 – reformulering af egenkapitalopgørelsen

Reformuleret egenkapitalopgørelse (mio. kr.)					
	2014	2015	2016	2017	2018
Saldo primo	6.462	7.032	6.139	6.794	6.514
Korrektion til primo	0	0	0	0	0
Korrigeret egenkapital primo	6.462	7.032	6.139	6.794	6.514
Transaktioner med ejere					
Kapitalforhøjelse, kontant	0	0	0	0	0
Kapitaltilføjelser	0	0	0	0	0
Erhvervelse af minoritetsinteresser	0	0	0	0	0
Aktiebaseret vederlæggelse	170	127	102	55	-42
Køb af egne aktier	-2.402	-3.900	-4.000	-1.721	-3.289
Udbetalt udbytte	-820	-1.088	-1.507	-3.995	-1.943
Transaktioner med ejere i alt	-3.052	-4.861	-5.405	-5.661	-5.274
Totalindkomst					
Årets resultat	3.098	3.674	6.025	5.766	5.057
Valutakursreguleringer af dattervirksomheder	537	249	121	-343	1
Regulering af sikringsinstrumenter	-18	23	47	109	56
Skat af bevægelse i anden totalindkomst	5	22	-10	-25	-12
Værdiregulering erhverve minoritetsinteresser			-123	-126	77
Totalindkomst i alt	3.622	3.968	6.060	5.381	5.179
Egenkapital ultimo	7.032	6.139	6.794	6.514	6.419
Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0
Egenkapital årsrapporter 2014-2018	7.032	6.139	6.794	6.514	6.419
Difference	0	0	0	0	0

Bilag 4 – budgetterede vækstrater samt regnskabstal

Budget								
	Realiseret		Budgetperiode				Terminal år	
Regnskabsår	2018	I procent	2019E	2020E	2021E	2022E	2223E	2024T
Resultatopgørelse								
Nettoomsætning	22.806	100,0%	-3,0%	1,0%	3,0%	2,0%	1,0%	1,0%
Omkostninger	-15.386	-67,5%	-67,5%	-67,5%	-65,5%	-65,5%	-65,5%	-65,5%
EBITDA	7.420	32,5%	25,7%	28,0%	34,5%	34,5%	34,5%	34,5%
Afskrivninger	-989	-4,3%	-4,9%	-5,3%	-5,7%	-6,2%	-6,8%	-6,8%
Driftsoverskud fra salg - før skat (EBIT)	6.431	28,2%	20,8%	22,7%	28,8%	28,3%	27,8%	27,8%
Skat på EBIT	-1.504	23,4%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%
Driftsoverskud fra salg - efter skat (NOPAT)	4.927	21,6%	16,1%	17,6%	22,3%	22,0%	21,5%	21,6%
Andet driftsoverskud - efter skat	57	0,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Samlet driftsoverskud - efter skat (DO)	4.984	17,3%	18,8%	23,5%	23,2%	22,7%	22,8%	22,8%
Netto finansielle poster - efter skat	118	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Nettooverskud	5.102	22,4%	16,9%	18,3%	23,0%	22,7%	22,3%	22,3%

Budget								
	Realiseret		Budgetperiode				Terminal år	
Regnskabsår	2018	I procent	2019E	2020E	2021E	2022E	2223E	2024T
Resultatopgørelse								
Nettoomsætning	22.806	100%	22.122	22.343	23.013	23.474	23.708	23.945
Omkostninger	-15.386	-67,5%	-14.932	-15.082	-15.074	-15.375	-15.529	-15.684
Ekstraordinære udgifter ifm. program NOW	-	0%	-1.500	-1.000	-	-	-	-
EBITDA	7.420	32,5%	5.690	6.261	7.940	8.098	8.179	8.261
Afskrivninger	-989	-4,3%	-1.088	-1.197	-1.316	-1.448	-1.593	-1.593
Driftsoverskud fra salg - før skat (EBIT)	6.431	28,2%	4.602	5.065	6.623	6.650	6.587	6.668
Skat på EBIT	-1.504	-6,6%	-1.035	-1.140	-1.490	-1.496	-1.482	-1.500
Driftsoverskud fra salg - efter skat (NOPAT)	4.927	21,6%	3.566	3.925	5.133	5.154	5.105	5.168
Andet driftsoverskud - efter skat	57	0,2%	268	270	278	284	287	290
Samlet driftsoverskud - efter skat (DO)	4.984	21,9%	3.834	4.196	5.411	5.438	5.391	5.458
Netto finansielle poster - efter skat	118	0,5%	104	105	108	110	111	113
Nettooverskud	5.102	22,4%	3.730	4.091	5.303	5.328	5.280	5.345

Bilag 5 – budgetteret balance

Budget Balance								
	<i>Realiseret</i>		<i>Budgetperiode</i>					<i>Terminal år</i>
Regnskabsår	2018	I procent	2019E	2020E	2021E	2022E	2223E	2024T
AOH	2,05		2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05
Nettodriftsaktiver	11.736		10791	10899	11226	11451	11565	11681
Ændring i NDA			0	108	327	225	115	116

Bilag 6 – Kapitalvægtning

Kapitalvægtning						
Mio. kr.	2014	2015	2016	2017	2018	Gns.
Markedsværdi af EK (MVE)	64.634	106.643	108.161	75.998	29.190	76.925
NFF/NFA	-892	1951	2310	4558	5317	2648,8
EV	63.742	108.594	110.471	80.556	34.507	79.574
MVE/EV	101,40%	98,20%	97,91%	94,34%	84,59%	96,67%
NFF/EV	-1,40%	1,80%	2,09%	5,66%	15,41%	3,33%